

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:30

2007-09-07

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 28 augusti 2007 en framställning från Advokatfirman Cederquist med anledning av att Borse Dubai den 9 augusti 2007 klockan 08.59 utfärdat ett pressmeddelande om att Borse Dubai ”avser att inleda en så kallad book-building-process med vissa utvalda investerare i syfte att genomföra förvärv av aktier i OMX Aktiebolag till ett pris om 230 kronor samt att ingå optionsavtal avseende aktier i OMX Aktiebolag till ett lösenpris om 230 kronor”. I framställningen ställs frågan om Pressmeddelandet och Borse Dubais agerande i anslutning därtill innebar att Borse Dubai (även) bröt mot OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande uppköps-erbjudanden på aktiemarknaden eller god sed på aktiemarknaden.

Advokatfirman Cederquists framställning

I framställningen till nämnden anförs följande.

Finansinspektionen har den 23 augusti 2007 meddelat ett beslut vari konstateras att Borse Dubais pressmeddelande morgonen den 9 augusti 2007 (”Pressmeddelandet”) utgjorde ett offentligt uppköpserbjudande enligt lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden (LUA). Finansinspektionen har i sitt beslut funnit att Borse Dubai därmed överträtt LUA genom att inte före det offentliga uppköpserbjudandets lämnade göra ett sådant åtagande som avses i 2 kap. 1 § LUA. Finansinspektionen har däremot inte granskat eller uttalat sig om huruvida Borse Dubais ageranden även innebär några överträdelser av OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande uppköpserbjudanden på

aktiemarknaden

(”Takeover-reglerna”) eller god sed på aktiemarknaden. Detta ankommer i första hand på Aktiemarknadsnämnden.

Såväl god sed på aktiemarknaden som Takeover-reglerna skall följas av samtliga budgivare och aktörer på den svenska aktiemarknaden, oavsett om något sådant åtagande som avses i 2 kap. 1 § LUA gjorts eller inte (jfr punkt I.1 i Takeover-reglerna). I punkt II.3 i Takeover-reglerna anges i elva punkter vad Pressmeddelandet rätteligen skulle ha innehållit. Bestämmelsen, som måste anses vara grundläggande för regleringen av offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden, är avsedd att tillse att marknaden samtidigt och omedelbart får tillgång till tillräcklig information om det offentliga uppköpserbjudandet.

Det är uppenbart att Pressmeddelandet inte uppfyller de grundläggande kraven i punkt II.3 och att Borse Dubai således överträtt Takeover-reglerna i detta avseende.

Även om man bortser från att Pressmeddelandet saknar upplysningar som föreskrivs i Takeover-reglerna är Pressmeddelandets utformning klandervärd. Borse Dubai har uppgivit att syftet med Pressmeddelandet inte var att lämna ett offentligt uppköpserbjudande utan att informera marknaden om de vidtagna åtgärderna och därmed förhindra insiderhandel, rykten och spekulationer. Som Pressmeddelandet utformats har det dock haft motsatt effekt.

Såväl före som efter Pressmeddelandet ringde Borse Dubai genom sina rådgivare runt till flera tiotals aktörer på marknaden och diskuterade sina avsikter och de optionsavtal Borse Dubai var berett att ingå. Detta alltmedan Pressmeddelandet utlämnade väsentlig information om optionerna och dessas villkor. Borse Dubai har till exempel medvetet utlämnat information om att dess köpoptioner är villkorade av att ett offentligt uppköpserbjudande lämnas och fullföljs. Inte heller har rättvisande information lämnats om lösenpriset (som endast som utgångspunkt är 230 kronor), om förutsättningarna för köpoptionernas upphörande eller om de i gengäld utfärdade säljoptionerna.

Marknaden i allmänhet lämnades således okunnig om optionsarrangemangets grundläggande konstruktion och därmed om vilka slags transaktioner som Borse Dubai egentligen hade

genomfört. Samtidigt lämnades alltså fullständig information härom till ett stort antal utvalda marknadsaktörer.

För var och en som tar del av optionsvillkoren står det klart att Borse Dubais avsikt på morgonen den 9 augusti 2007 var att senare lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende OMX. Kunskapen om denna avsikt hos Borse Dubai - och om att optionspriset inte var 230 kronor per aktie utan 230 kronor eller det högre pris som Borse Dubai kunde komma att erbjuda i det kommande offentliga uppköpserbudandet - utgjorde hos de aktörer som Borse Dubai genom HSBC kontaktat, insiderinformation även efter Pressmeddelandets avgivande och fram till den 17 augusti 2007.

Borse Dubai har således försett ett stort antal utvalda marknadsaktörer med insiderinformation och i anslutning därtill, genom ofullständig och vilseledande informationsgivning, under flera dagar underlåtit att utjämna dessa aktörers informationsöverläge i förhållande till marknaden i övrigt. Inget hinder fanns för Borse Dubai att informera marknaden om de rätta förhållandena och avsikten att senare lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende samtliga aktier i OMX (jmf kommentaren till punkt II.3, tolfte stycket).

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs att nämnden uttalar huruvida Pressmeddelandet och Borse Dubais agerande i anslutning därtill innebar att Borse Dubai bröt mot Takeover-reglerna eller god sed på aktiemarknaden.

Borse Dubais yttrande

Borse Dubai har beretts tillfälle att yttra sig över framställningen och anfört i huvudsak följande.

Takeover-reglerna

Borse Dubai delar inte Finansinspektionens uppfattning att pressmeddelandet utgjorde ett offentligt erbjudande och överväger att överklaga inspektionens beslut. Om Borse Dubai når framgång med ett överklagande, kommer innehållskraven som anges i punkt II.3 i Takeover-reglerna inte att vara tillämpliga på pressmeddelandet. Borse Dubai förstahandsinställning är därför att Aktiemarknadsnämnden inte skall pröva huruvida det stod i strid med Takeover-reglerna att pressmeddelandet inte uppfyllde innehållskraven i dessa regler.

För det fall Aktiemarknadsnämnden ändå prövar frågan om pressmeddelandet inneburit ett brott mot Takeover-reglerna har Borse Dubai anfört bl.a.

Finansinspektionen har i sin beslutsmotivering inte ifrågasatt Borse Dubais uppgift att Borse Dubai den 9 augusti 2007 inte hade beslutat att lämna ett offentligt erbjudande till aktieägarna i OMX. Det skulle få anmärkningsvärda konsekvenser om Takeover-reglernas materiella innehåll skulle anses tillämpligt i en situation där det ostridigt inte finns något beslut att lämna ett offentligt erbjudande.

Pressmeddelandet innehöll inte någon information som antydde att det rörde sig om ett offentligt erbjudande. Tvärtom angav pressmeddelandet uttryckligen att book-building-processen enbart riktade sig till vissa "utvalda investerare", vilka samtliga var institutionella investerare. Vidare angavs i första stycket under rubriken "VIKTIG INFORMATION" att pressmeddelandet inte utgjorde ett erbjudande om att förvärva, eller en uppmuntran till att lämna erbjudande att sälja, OMX-aktier. Hänvisningen i första stycket till "eventuella erbjudanden" utgör endast, och kan endast tolkas som, en referens till friskrivningarna i andra stycket där möjligheten nämns att "före, under eller efter anmälningstiden för ett eventuellt offentligt erbjudande" göra vissa förvärv av aktier i OMX. Hänvisningen antydde inte att pressmeddelandet i sig självt innehöll ett erbjudande.

Genom att antyda möjligheten av ett eventuellt framtida offentligt erbjudande, försattes marknaden i samma position i informationshänseende som de utvalda investerarna som under dagen förhandlade villkoren i de optionsavtal som pressmeddelandet hänvisade till och som innehöll bestämmelser som skulle tillämpas vid ett eventuellt offentligt erbjudande.

Borse Dubais avsikt med pressmeddelandet var inte att offentliggöra ett offentligt erbjudande och Finansinspektionen har inte påstått att avsikten med pressmeddelandet var att offentliggöra ett sådant erbjudande. Det finns ingen närmare kommentar i förarbetena till LUA avseende definitionen av ett offentligt erbjudande. Finansinspektionen hade vid tidpunkten för meddelandet inte uttalat något om hur definitionen skulle tolkas. Aktiemarknadsnämndens praxis ger inte heller någon ledning.

God sed på aktiemarknaden

Syftet med pressmeddelandet var att skapa transparens på marknaden och eliminera risken för insiderhandel. Aktier i ett noterat bolag kan förvärfvas såväl på som utanför marknaden utan att ett offentligt erbjudande behöver lämnas, så länge tillämpliga regler följs. Om större förvärv genomförs, kräver flaggningsreglerna att förvärvaren offentliggör sitt innehav till marknaden, vilket i många fall medför spekulationer avseende ett kommande offentligt erbjudande. I dessa fall kan förvärvaren välja att offentliggöra huruvida denne har sådana planer eller inte. Det finns inga regler som kräver att en förvärvare, utöver sitt flaggningsmeddelande, uttalar sig i denna fråga, såvida förvärvaren inte har beslutat att lämna ett offentligt erbjudande.

Borse Dubais avsikt var att, efter ett beslut om huruvida ett offentligt erbjudande skulle lämnas, ge mer ingående information om villkoren för optionerna. Borse Dubai bestrider att den information om villkoren i optionsavtalen, som inte offentliggjordes i pressmeddelandet, utgjorde väsentligt kurspåverkande information, något som även bekräftas av marknadens nedan redovisade reaktion.

Borse Dubai hade beslutat att förvärva OMX-aktier och ingå optionsavtal avseende OMX-aktier genom en book-building-process. Eftersom transaktionerna skulle ha en kurspåverkande effekt genomfördes kontakterna med aktieägarna i enlighet med gällande marknadspraxis. Det var uppenbart att en book-building-process av den aktuella omfattningen skulle kunna skapa störningar och rykten på marknaden. Det förelåg även en risk för att någon på basis av föreliggande information skulle kunna företa insiderhandel, om informationen endast funnits tillgänglig för ett begränsat antal utvalda investerare. Pressmeddelandet var avsett att förhindra detta.

Marknadens reaktion på pressmeddelandet var att aktiekursen omedelbart steg till priset i book-building-processen, dvs. 230 kronor. Det visar att Borse Dubai hade lyckats informera marknaden och därigenom tillhandahållit ett skydd för samtliga aktieägare. Informationen var således inte vilseledande; tvärtom var den korrekt, relevant och tillförlitlig. Pressmeddelandet medförde att det inte lönade sig för marknadsaktörerna, innefattande de aktörer som HSBC förhandlade med, att förvärva ytterligare OMX-aktier i anslutning till book-building-processen. Om pressmeddelandet inte hade utfärdats, är det möjligt att andra investerare skulle ha kunnat göra sig en förtjänst på att köpa ytterligare aktier på marknaden. Syftet med pressmeddelandet kl. 08.59 var således att följa god sed för offentliggörande av kurspåverkande information, där huvudregeln är omedelbart offentliggörande och där undantag endast accepteras i särskilda och väl avgränsade fall. Som ytterligare stöd för att Borse Dubai agerat med denna målsättning för ögonen, kan åberopas att Linklaters, som ombud för Borse Dubai, klockan 08.50 kontaktade OMX Nordic Exchange Stockholms övervakningsenhet och beskrev book-building-processen och det faktum att ett pressmeddelande om processen kunde förväntas före börsens öppnande. Börsen kunde antingen ha stoppat handeln med OMX-aktien, om man hade ansett att det förelåg brister i informationen till marknaden eller instabilitet i OMX-aktiens kurs, eller begärt ytterligare information från Borse Dubai. Detta gjordes inte.

När pressmeddelandet lämnades hade något beslut om att lämna ett offentligt erbjudande inte fattats. Borse Dubai gjorde därför bedömningen att detaljerad information om vissa åtgärder som var beroende av ett eventuellt offentligt erbjudande skulle kunna vara vilseledande. En sammanfattning av villkoren i optionsavtalen skulle också ha blivit omfattande och komplex, vilket framgår av Borse Dubais pressmeddelande av den 17 augusti 2007.

Av ovan angivna skäl och i övertygelsen att ett längre pressmeddelande skulle ha skymt huvudbudskapet fattades beslutet att ett kortare pressmeddelande var tillräckligt, mer effektivt samt till bäst gagn för marknaden. Således innefattade pressmeddelandet inte de delar av optionsvillkoren som anknöt till ett offentligt erbjudande. Dessutom fanns den generella hänvisningen till möjligheten av ett offentligt erbjudande, vilken som ovan nämnts, återfanns i pressmeddelandets andra stycke under rubriken "VIKTIG INFORMATION".

Klockan 16.47 offentliggjorde Borse Dubai utfallet av book-building-processen och informerade om att eventuella förvärv enligt optionerna bl.a. var villkorade av erhållande av nödvändiga myndighetstillstånd. Detta pressmeddelande klargjorde att optionsavtalen även innehöll andra villkor. Priset och det, enligt Borse Dubai, väsentligaste villkoret – erforderliga ägarprövningar – angavs i pressmeddelandet. Vidare angavs antalet aktier som förvärvats och antalet optionsavtal som ingåtts. Borse Dubai hade inte heller vid denna tidpunkt beslutat att lämna ett offentligt erbjudande.

Det bör slutligen noteras att optionsavtalen inte är finansiella instrument enligt lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och således inte behöver flaggas i enlighet med gällande regler. Från och med den 1 november 2007, när MiFID implementeras i Sverige, kommer även sådana avtal att behöva flaggas. Med beaktande av detta och för att ge marknaden så mycket information som möjligt, beslutade Borse Dubai att offentliggöra resultatet av book-building-processen i pressmeddelandet klockan 16.47 den 9 augusti 2007, samt att lämna ett flaggningsmeddelande dagen efter book-building-processen.

Advokatfirman Cederquists slutkommentar

I en slutkommentar menar Advokatfirman Cederquist att endast två av de argument som Borse Dubai anför i sitt yttrande har relevans för den fråga som ställts till nämnden, nämligen Borse Dubais påstående att den information som utelämnades i Pressmeddelandet inte utgjorde kurspåverkande information samt påståendet att texten i Pressmeddelandet hade blivit alltför ”omfattande och komplex” om den utelämnade informationen hade tagits med. Advokatfirman Cederquist anför i kortet följande.

När det gäller frågan huruvida Pressmeddelandet och Borse Dubais ageranden i anslutning därtill i övrigt stod i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden, så synes Borse Dubai ha i huvudsak tre motargument:

- 1) *Informationen om villkoren i optionsavtalen som inte offentliggjordes genom Pressmeddelandet var inte väsentligt kurspåverkande information, vilket bekräftas av marknadens reaktion.*

Detta påstående stämmer inte. För var och en som tar del av optionsvillkoren framstår det som helt uppenbart att Borse Dubai på morgonen den 9 augusti 2007 hade för avsikt att senare lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende OMX. Något annat rimligt motiv för optionsavtalen och dessas innehåll kan inte finnas. Kunskapen om denna avsikt hos Borse Dubai, och om att lösenpriset vid optionens nyttjande skulle justeras upp med eventuella höjningar av budet från Borse Dubai, utgjorde insiderinformation hos de aktörer som Borse Dubai hade kontaktat. Detta ändras inte – såsom Borse Dubai synes mena – av att Borse Dubai valde att i Pressmeddelandet ”antydja möjligheten av ett framtida offentligt uppköpserbjudande”.

När det gäller marknadens reaktion utgjorde informationen insiderinformation oavsett om de aktörer som fick tillgång till informationen utnyttjade den eller inte. Dessutom är det felaktigt att kursen på OMX-aktien den 9 augusti 2007 inte drevs upp över den kurs om 230 kronor per aktie som nämndes i Pressmeddelandet. Därtill förblev informationen icke offentliggjord och kurspåverkande ända till dess att Borse Dubais pressmeddelande den 17 augusti 2007 lämnades –

under den perioden var kursen vid vissa tidpunkter så hög som 235 kronor per aktie.

- 2) *Det finns inga regler som kräver att en förvärvare uttalar sig i frågan om förvärvaren har planer på att lämna ett offentligt uppköpserbjudande.*

Det stämmer att inget generellt sådant krav finns. Däremot kan det, som framgår av kommentaren till Takeover Reglernas punkt II.3, vara lämpligt att budgivaren offentliggör sina planer om denne misstänker att information om erbjudandet kan komma att läcka ut till marknaden. Därför strider det mot god sed på aktiemarknaden att i den nu aktuella situationen och på det sätt som skedde utelämna information i Pressmeddelandet om optionsvillkorens innebörd och avsikten att lämna ett offentligt uppköpserbjudande, samtidigt som Borse Dubai genom HSBC försåg ett antal marknadsaktörer med informationen ifråga.

- 3) *Det hade varit "vilsledande" att lämna detaljerad information om i vilka delar optionsavtalen var beroende av ett offentligt uppköpserbjudande och en sammanfattning av optionsvillkoren i Pressmeddelandet hade blivit alltför "omfattande och komplex".*

Det har inte funnits något hinder för Borse Dubai att kort och koncist informera marknaden om (i) att det fanns planer på ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i OMX på kursnivån 230 kronor, (ii) att Borse Dubais rätt att förvärva aktier enligt optionsavtalen förutsatte att ett sådant offentligt uppköpserbjudande lämnats, (iii) att lösenpriset skulle justeras upp med ett eventuellt högre budpris, (iv) att parterna i optionsavtalen hade rätt att begära kontantavräkning av optionerna om inget offentligt uppköpserbjudande lämnades och (v) att inget beslut ännu fattats om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande.

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 eller auktoriserade marknadsplats där målbolagets 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 OMX Nordic Exchange Stockholm AB att OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden ("Takeover-reglerna") skall följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden, vars uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, att tolka dessa regler.

I ett pressmeddelande kl. 08.59 den 9 augusti 2007 offentliggjorde Borse Dubai att man inlett en bookbuilding-process med vissa utvalda investerare i syfte att genomföra förvärv av aktier i OMX till ett pris om 230 kronor samt att ingå optionsavtal avseende aktier i OMX till ett lösenpris om 230 kronor.

I ett pressmeddelande den 17 augusti 2007 offentliggjorde Borse Dubai ett offentligt kontanterbjudande till aktieägarna i OMX om att köpa samtliga aktier i OMX till ett pris om 230 kronor kontant för varje aktie.

Den 23 augusti 2007 fattade Finansinspektionen ett beslut i vilket man uttalade att pressmeddelandet morgonen den 9 augusti 2007 utgjorde ett offentligt erbjudande avseende aktier i OMX AB enligt 1 kap. 2 § första punkten LUA, att Borse Dubai när pressmeddelandet offentliggjordes inte hade åtagit sig att följa de regler och underkasta sig de sanktioner som OMX Nordic Exchange Stockholm AB har fastställt för sådana erbjudanden och att Borse Dubai därigenom överträtt 2 kap. 1 § första stycket LUA.

Det ligger i sakens natur att en underlåtenhet att fullgöra en lagstadgad skyldighet beträffande ett offentligt uppköpserbjudande – i det aktuella fallet en eventuell underlåtenhet att göra ett sådant åtagande som avses i 2 kap. 1 § första stycket LUA – också innebär ett brott mot god sed på aktiemarknaden.

Den fråga som nämnden nu har att ta ställning till är huruvida Borse Dubai genom pressmeddelandet kl. 08.59 och agerandet under dagen den 9 augusti i andra avseenden har brutit mot Takeover-reglerna eller god sed på aktiemarknaden. Denna prövning kan ske utan

hinder av att Borse Dubai numera har överklagat inspektionens beslut.

Takeover-reglerna utgör ett självständigt regelverk som skall tillämpas av var och en som lämnar ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktier i ett bolag noterat på OMX Nordic Exchange Stockholm AB. Reglerna ger uttryck för vad som är god sed i samband med sådana uppköpserbjudanden.

Det är ostridigt att Borse Dubais pressmeddelande på morgonen den 9 augusti 2007 om att man inlett en book-building-process med vissa utvalda investerare i syfte att genomföra förvärv av aktier i OMX inte var utformat på det sätt som föreskrivs i punkten II.3 Takeover-reglerna beträffande ett pressmeddelande avseende ett offentligt uppköpserbjudande. Betraktas pressmeddelandet, i enlighet med Finansinspektionens bedömning, som ett meddelande om ett sådant erbjudande är det uppenbart att det inte heller var förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Borse Dubai delar som framgått ovan inte Finansinspektionens uppfattning att pressmeddelandet utgjorde ett offentligt erbjudande. Det väcker frågan om pressmeddelandet kan anses stå i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden om det i stället, som Borse Dubai hävdar, betraktas som ett pressmeddelande om en inledd book-building-process. Aktiemarknadsnämnden har i den frågan samrått med övervakningsenheten vid OMX Nordic Exchange Stockholm AB, som framhållit att det är positivt att en investerare vidtar åtgärder för att tillgodose hela marknaden med information inför eller i samband med en book-building process och därigenom utjämnar informationsläget på marknaden men också framhållit att det är viktigt att den information som lämnas är klar och tydlig och på ett korrekt sätt återspeglar informationsgivarens avsikter. Aktiemarknadsnämnden delar detta synsätt och menar att Borse Dubai i pressmeddelandet hade bort lämna information om bl.a. att optionsavtalen var direkt kopplade till ett offentligt uppköpserbjudande på så sätt att köpoptionerna skulle kunna utnyttjas endast för det fall att ett offentligt uppköpserbjudande lämnades och att lösenpriset kunde komma att bli ett annat än det uppgivna. Även om pressmeddelandet betraktas som en upplysning om en inledd book-buildingprocess får det därför anses ha stått i strid med god sed på aktiemarknaden.

Det ankommer inte på Aktiemarknadsnämnden att pröva huruvida Borse Dubai genom agerandet den 9 augusti 2007 försett vissa marknadsaktörer med insiderinformation.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Bo Svensson (ordförande), Marianne Lundius (vice ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Lars Bertmar, Johan Flodström och Arne Karlsson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

Rolf Skog Ragnar Boman