

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:47

2008-12-15

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17) vad gäller en fråga om tolkning av reglerna för budplikt. Uttalandet offentliggjordes 2008-12-16.

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 7 november 2008 en framställning från Johan Sivan-der. Framställningen gäller vissa frågor som delvis behandlades i Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:33. Detta uttalande beslutades den 14 september 2008 och offentliggjordes den 4 november sedan CayTel, L.P. ("CayTel") den 31 oktober hade presenterat ett budpliktsbud på samtliga aktier i Teleca.

Uttalandet beslutades med stöd av 21 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden nämndens ordförande efter föredragning av direktören. Det nu aktuella uttalandet handläggs av nämnden under ordförandeskap av nämndens vice ordförande efter föredragning av nämndens föredragande. CayTel har yttrat sig över framställningen.

Framställningen gäller vissa frågor om förfäres och tolkning av budpliktsreglerna med avseende på CayTels agerande i Teleca.

BAKGRUND

Följande bakgrundsbeskrivning är ett sammandrag av Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:33. Av framställningen i det ärendet framgick i huvudsak följande.

Symphony Technology Group, LLC ("STG") är ett amerikanskt investmentbolag. Teleca AB ("Teleca") är ett svenskt aktiebolag vars B-aktier är upptagna till handel på OMX Nordiska Börs Stockholm.

STG genomför regelmässigt sina investeringar genom ett eller flera dotterföretag. STG hade genom sitt dotterföretag CayTel, L.P. ("CayTel") förvärvat 475.555 A-aktier och 17.305.356 B-aktier i Teleca, motsvarande 23,1 procent av aktierna och 27,1 procent av rösterna. Därutöver hade CayTel ingått s.k. CFD-kontrakt (*contracts for differences*) avseende Teleca-aktien. CFD-kontrakten är rent finansiella positioner och ger samma finansiella exponering som ett innehav av aktier i Teleca. CFD-kontrakten har ingåtts med en utländsk bank som har säkrat sig mot kursrörelser i Teleca-aktien genom förvärv av Teleca-aktier. CFD-kontrakten medför inte någon rätt för CayTel till förvärv eller utövande av rösträtt avseende Teleca-aktier. De transaktioner som beskrevs i framställningen benämndes gemensamt "Förfäreserna".

STG avser inom kort att genom CayTel förvärva ytterligare aktier i Teleca ("Budpliktsförvärven"). STG förutser att Budpliktsförvärven kommer att utlösa en skyldighet för CayTel att

lämna ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i Teleca enligt reglerna om budplikt ("Budpliktsbudet"). Det är CayTels avsikt att omedelbart efter Budpliktsförvärven offentliggöra Budpliktsbudet.

Kursen i Teleca-aktien har under en längre period utvecklats negativt och har sjunkit avsevärt mer än börserna som helhet. Under de senaste tre månaderna har Teleca-aktien tappat omkring 47 procent i värde. Under de senaste sex månaderna har Teleca-aktien tappat över 57 procent i värde. Jämfört med teckningskursen i ovan nämnda företrädesemission har Teleca-aktien gått ned med omkring 55 procent. STG bedömer att den kraftiga kursnedgången har orsakats bl.a. av förseningar och inställningar av tidigare beställda och förväntade kontrakt, en väsentlig nedgång i Telecas lönsamhet. Den 20 mars 2008 offentliggjorde Teleca en nedjustering av prognosen för 2008, varvid bl.a. kommunicerades att Teleca förväntade sig en "nolltillväxt" under 2008.

Fråga 1

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställer STG och CayTel nämnden uttalar sig dels om huruvida ovan beskrivna kursnedgång i Teleca-aktien är en sådan mycket väsentlig och inte endast tillfällig kursnedgång som motiverar att det vederlag som erlagts i samband med Föraffärerna inte ska bestämma det lägsta pris som ska erbjudas i Budpliktsbudet i enlighet med vad som anges i punkt II.10 st. 2 i Takeoverreglerna, dels om vilken storlek en ev. kurshöjande effekt på Teleca-aktien (p.g.a. offentliggörandet av ovan nämnda försäljning av verksamhetsgrenen) måste ha för att påverka tillämpligheten av punkt II.10 st. 2 i Takeoverreglerna i förevarande fall.

Fråga 2

Om nämnden uttalar att punkt II.10 st. 2 i Takeoverreglerna är tillämplig i detta fall, hemställer STG och CayTel att nämnden uttalar sig om huruvida det lägsta pris som CayTel är skyldigt att erbjuda i Budpliktsbudet utgörs av det högsta pris som CayTel kommer att betala i samband med Budpliktsförvärven utan beaktande av att CayTel må ha erlagt en premie i förhållande till noterad kurs vid Föraffärerna 3-4 (d.v.s. i samband med teckning av aktier i företrädesemissionen och som vederlag för emissionsgarantin).

Fråga 3

Om svaret på fråga 2 ovan är nekande, hemställer STG och CayTel att nämnden uttalar sig om vilket lägsta pris CayTel är skyldigt att erbjuda i Budpliktsbudet.

Aktiemarknadsnämnden gjorde i uttalandet 2008:33 i sammandrag följande överväganden.

En grundläggande princip i Takeover-reglerna är att målbolagets aktieägare ska ges en likvärdig behandling. I linje därmed föreskrivs i punkten II.10 första stycket att villkoren i ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska vara minst lika förmånligt för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet ("föraffären"), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan föraffären och erbjudandet.

I vissa situationer behöver emellertid kravet på lika förmånlig behandling inte upprätthållas. Av punkten II.10 andra stycket framgår att kravet på lika förmånlig behandling kan frångås, om kursen på målbolagets aktier vid erbjudandets offentliggörande gått ned mycket väsentligt i förhållande till den kurs som gällde vid tidpunkten för föraffären och denna kursnedgång

inte endast är endast tillfällig. Hur stor kursnedgången ska vara för att anses som mycket väsentlig framgår inte av reglerna.

Fråga 1

I det nu aktuella fallet har kursen på målbolaget Telecas aktier enligt framställningen gått ned med 57 procent under de senaste sex månaderna. Det är väsentligt mer än det riktmärke på 20 procent som fanns i en tidigare version av reglerna (NBK) och måste enligt Aktiemarknadsnämndens mening anses utgöra en mycket väsentlig och inte endast tillfällig kursnedgång. Om CayTel när aktiekursen ligger på denna låga nivå eller lägre skulle förvärva aktier i Teleca i sådan utsträckning att budplikt uppkommer, skulle CayTel enligt nämndens mening inte vara underkastat de krav som följer av punkten II.10 första stycket Takeover-reglerna.

Det är emellertid enligt framställningen möjligt att kursen på Teleca-aktien kan komma att stiga innan CayTel förvärvar aktier i Teleca i sådan utsträckning att budplikt uppkommer. Teleca kommer nämligen inom kort ingå avtal om försäljning av en viss verksamhetsgren, något som kan komma att uppfattas som positivt på aktiemarknaden och höja kursen på Teleca-aktien. Nämnden är inte beredd att i förväg ange vid vilken kurs på Teleca-aktien som de beskrivna förfärrarna i enlighet med punkten II.10 första stycket då skulle behöva beaktas. Nämnden vill dock erinra om att den i uttalandet AMN 2008:30 fann att en sex månaders kursnedgång på drygt 30 procent var att bedöma som en mycket väsentlig och inte endast tillfällig kursnedgång.

Fråga 2

I kommentaren till punkten II.10 andra stycket påpekas att det förhållandet att regeln i första stycket om anpassning av budvillkoren till förfärrer inte behöver tillämpas, inte innebär att all koppling till tidigare förvärv upphör. I linje med det grundläggande kravet på likabehandling av målbolagets aktieägare konstateras i kommentaren att ett procentuellt påslag i förhållande till en noterad kurs vid en förfärr ska följas av ett minst lika stort procentuellt påslag i förhållande till kursen vid erbjudandets offentliggörande. Enligt nämndens mening kan detta emellertid inte gälla förvärv som sker genom teckning i företrädesemission eller infriande av en emissionsgaranti till bolaget. Sådana förvärv ger normalt inte upphov till något likabehandlingsproblem i Takeover-reglernas mening. Vid bestämmande av det pris CayTel ska betala i budpliktsbudet behöver hänsyn således inte tas till huruvida CayTel har erlagt en premie i förhållande till noterad kurs i samband med teckning av aktier i företrädesemissionen och som vederlag för emissionsgarantin.

Fråga 3

Med svaret på fråga 2 behöver fråga 3 inte behandlas.

FRAMSTÄLLNINGEN

I den nu aktuella framställningen från Johan Sivander till nämnden anføres i sammandrag följande.

Symphony/CayTel kom in som huvudägare i Teleca 2008-02-12, då de förvärvade 8,9 miljoner aktier från Dan Olofsson och Konstantin Caliacmanis, inklusive samtliga A-aktier. Denna affär gjordes inte upp över börsen och såvitt Sivander vet har priset inte offentliggjorts. Samma dag aviserar Teleca en nyemission på 150 MSEK ”för att öka tillväxten”. Emissionen garanteras till fullo av Symphony group. 5 dagar tidigare redovisade Teleca ett rörelseresultat för Q4/07 på 42 MSEK, motsvarande en rörelsemarginal på 12% och en vinst per aktie på 0,41 SEK. Enligt insiderregistret köps ytterligare aktier under perioden 2008-02-19—26, förmodligen över börsen vilket indikerar kursnivåer på 12,5-13 kr/aktie.

2008-03-07 hålls en extra bolagsstämma där 2 representanter för Symphony väljs in i Telecas styrelse, varav en av dem utses till ordförande. Samtidigt godkänns nyemissionen. Under perioden 2008-03-07—17 köper Symphony/CayTel ytterligare aktier i Teleca upp till en röstandel på 29,3%, vilket är precis under budpliktsgränsen. Dessa aktier köps till kurs omkring 11,55 kr/aktie. Efter att CayTels aktieköp avslutats faller kursen tillbaka med ca 1 kr.

2008-03-20 vinstvarnar Telecas nya styrelse. Kursen håller sig dock stabil kring 10 kronorsstreck, vilket dock är 1 kr under nyemissionskursen på 11 kr/aktie

2008-03-31 säljer Symphony/CayTel 10,25 miljoner aktier till Kaupthing. Försäljningskontraktet är utformat så att Symphony behåller sin finansiella exponering men förlorar kontrollen över rösterna. Av en artikel i DI 2008-04-01 framgår att affären ingåtts för att undgå budpliktsreglerna eftersom man annars skulle komma över budpliktsgränsen till följd av emissionsgarantin.

2008-04-14 stämplar Symphony om 325.000 A-aktier till B-aktier. Även denna åtgärd syftar av allt att döma till att undgå budpliktsreglerna eftersom emissionsgarantin betalades i aktier och man därmed ändå riskerade komma över budpliktsgränsen. Röstandelen minskar ytterligare till 10,4%

2008-04-22 I samband med delårsrapporten för Q1 faller kursen med knappt 10% från 10,30 SEK till nivån 9,50 SEK per aktie.

2008-05-05 fullföljs nyemissionen, varvid Symphony/CayTel tecknar merparten av aktierna på sin garanti. 529000 aktier tecknades dock av minoritetsaktieägare trots att emissionskursen översteg gällande börskurs. Inklusivt Symphony/CayTels ersättning för emissionsgarantin på 6 MSEK, som utbetalas i nyemitterade aktier, ökar Symphony/CayTels röstandel åter till 27,2%. Inklusivt de aktier som sålts till Kaupthing men som Symphony/CayTel har kvar sin finansiella exponering mot ökar kapitalandelen till 34,5% och röstandelen till 39,8%.

Sivander ifrågasätter om affären med Kaupthing verkligen är i överensstämmelse med regelverket. Har Kaupthing verkligen använt sin rösträtt självständigt eller har de i realiteten uppträtt som bulvan åt Symphony/CayTel? Sivander menar att detta ser ut som ett bulvanförhållande för att kringgå minoritetsskyddsreglerna för budplikt. I så fall skulle budplikt uppstå redan vid denna tidpunkt. Har detta prövats av Aktiemarknadsnämnden? Om förfarandet är i överensstämmelse med reglerna bör regelverket ändras.

Under sommaren faller kursen från nivån kring 9,50 SEK till 4,50 SEK under mycket låg omsättning och utan kurspåverkande nyheter. De enda förklaringarna till denna kursutvecklingen är den generella marknadsutvecklingen, att Symphony/CayTels förvärv och bulvanavtal med Kaupthing har dränerat freefloat och att deras kringgående av budpliktsreglerna höjt investe-

rarnas riskpremie. Q2 rapporten ger ingen tydlig kurseffekt. Kursen ligger alltså kring den nivå när CayTel lämnar in sin framställan till Aktiemarknadsnämnden och nämnden avger sitt utlåtande.

2008-10-08 sätts Kaupthing Singer & Friedlander under administration av brittiska finansmyndigheter. I samband med detta avslutas Symphony/CayTels CFD-kontrakt genom kontantavräkning. Detta leder till att Kaupthing måste sälja ut den underliggande aktiepositionen på 10,25m aktier över börs på en illa fungerande och kraftigt fallande aktiemarknad. Detta pressar ner aktiekursen från 4-kronorsnivån till som lägst 1,40 kr per aktie. I samband med detta förvärvar investmentbolaget Traction 6,5m aktier till kurser runt ca 1,50 kr per aktie. En fråga är här vilka möjligheter Symphony/CayTel hade att påverka detta. Kunde man välja mellan kontantavräkning och aktieavräkning? Till vilken kurs gjordes kontantavräkningen?

2008-10-22 köper CayTel 2,1m B-aktier i Teleca, och ökar därmed sin röstandel till 29,8%, vilket är precis under budpliktsgränsen på 30%. Affären är större än börsomsättningen den aktuella dagen så endera är den gjord utanför börs eller anmäld med fördröjning.

2008-10-31 meddelar CayTel att man köpt 15,76m aktier i Teleca, motsvarande 20,5% av kapitalet och 19,4% av rösterna. Genom denna affär ökar Symphony/CayTels ägarandel till 46,4% av kapitalet och 49,2% av rösterna. Detta utöser budplikt och ett budpliktsbud läggs på 3,25 kr/aktie. I de 15,76m aktierna som CayTel förvärvat ingår de 6,5m aktier som Traction förvärvade över börs 2 veckor tidigare

Sedan förfärrerna genomfördes under februari-maj har hela Stockholmsbörsen fallit kraftigt. Teleca har dock haft en avsevärt svagare kursutveckling än börsen som helhet. Enligt Sivanders uppfattning är detta åtminstone delvis en effekt av förfärrerna. Den stora kursnedgången i Teleca påbörjades inte förrän Symphony/CayTel med stöd av förfärrerna valts in i Telecas styrelse och då omedelbart vinstvarnade. Därefter valde man enligt Sivander att kringgå budpliktsreglerna genom affären med Kaupthing, vilket rimligen har höjt investerarnas riskpremie. Enligt Sivanders uppfattning är den kraftiga kursnedgången under oktober en direkt följd av avvecklingen av Symphony/CayTels affär med Kaupthing. Denna kursnedgång uppfyller heller knappast kravet på varaktighet i takeover-reglerna.

Medger verkligen take over reglerna II.10 2 st. att en budgivare genom sitt agerande förstärker kursnedgången när målbolagets kurs redan fallit tillräckligt mycket för att förfärrernas kursnivå skall kunna frångås? I så fall behöver reglerna ändras.

Vad gäller Symphony/CayTels budpliktsbud på Teleca anser Sivander att budplikt uppstod redan 2008-05-05 då man inklusive avtalet med Kaupthing översteg 30% gränsen i ägande. Vid denna tidpunkt hade ingen väsentlig och varaktig kursnedgång skett i förhållande till förfärrerna varför dessa skall vara styrande för budnivån. I andra hand bör lägsta budnivå justeras för den kursnedgång som är en effekt av förfärrerna. Lägsta budnivå bör därför åtminstone vara den kursnivå som rådde innan avvecklingen av avtalet med Kaupthing, vilket överensstämmer med kursnivån vid tidpunkten för Aktiemarknadsnämndens uttalande.

Med stöd av ovanstående önskar Sivander att Aktiemarknadsnämnden omprövar uttalande 2008:33 och i andra hand att Aktiemarknadsnämnden prövar om Symphony/CayTels bud på Teleca verkligen är i överensstämmelse med uttalande 2008:33 med hänsyn till den kraftiga kursnedgång under oktober som synes vara direkt orsakad av Symphony/CayTels affär med Kaupthing.

YTTRANDE

Mannheimer Swartling Advokatbyrå har i egenskap av ombud för CayTel yttrat sig över framställningen och anfört följande.

CayTel ingick i månadsskiftet mars/april 2008 s.k. CFD-kontrakt ("*contracts for differences*") avseende Teleca-aktien till en kurs motsvarande marknadspriset för Teleca-aktien vid tidpunkten för ingåendet av kontrakten, d.v.s. omkring 10 kronor per Teleca-aktie. CFD-kontrakten var rent finansiella positioner och gav samma finansiella exponering som ett innehav av aktier i Teleca. Den finansiella exponeringen motsvarade ett innehav av 10.250.000 aktier i Teleca. CFD-kontrakten ingicks med Kaupthing Singer & Friedlander ("Kaupthing") som, i samband med att CFD-kontrakten ingicks, förvärvade motsvarande antal Teleca-aktier från CayTel.

Det skall understrykas att de Teleca-aktier som Kaupthing förvärvade från CayTel i samband med att CFD-kontrakten ingicks såldes vidare av Kaupthing till ett antal finansiella institutioner. Denna Kaupthings vidareförsäljning av Teleca-aktier genomfördes kort tid efter ingåendet av CFD-kontrakten, d.v.s. i början av april 2008, utan CayTels medverkan eller inblandning och än mindre med någon möjlighet till påverkan från CayTels sida. Kaupthing var således endast under en mycket kort tid ägare till Teleca-aktier. För att säkra sig mot kursrörelser i Teleca-aktien ingick Kaupthing motsvarande CFD-kontrakt med nämnda institutioner.

CayTels CFD-kontrakt med Kaupthing var kontantavräknade och medförde således inte någon rätt för CayTel till förvärv av Teleca-aktier. Någon rätt för CayTel att välja mellan "kontantavräkning eller aktieavräkning" fanns således inte. CFD-kontrakten medförde inte heller någon rätt för CayTel att utöva rösträtten avseende Teleca-aktier eller på annat sätt påverka hur rösträtten för sådana aktier skulle utövas.

Sedan Kaupthing försatts i likvidation av brittiska finansmyndigheter den 8 oktober 2008 erhöll CayTel beskedet från den likvidator som därvid tagit över förvaltningen av Kaupthing att samtliga CFD-kontrakt till vilka Kaupthing var part skulle sägas upp. Efter ytterligare kontakter med likvidatorn avslutades kontrakten.

I Sivanders framställan påstås att avslutandet av CFD-kontrakten ledde till att Kaupthing tvingades sälja Teleca-aktier över börs vilket orsakade en kursnedgång från 4-kronorsnivån till som lägst 1,40 kr per aktie. Enligt CayTel är detta inte en riktig beskrivning av vad som förevarit. Eftersom Kaupthing redan tidigare under våren 2008 sålt sina Teleca-aktier till ett antal institutioner, genomförde Kaupthing inte någon försäljning av Teleca-aktier i samband med CFD-kontraktens avslutande. Såvitt CayTel kunnat bedöma sålde däremot vissa (men inte samtliga) av institutionerna Teleca-aktier under oktober. Enligt CayTels bedömning berodde dock detta inte på att dessa ägare var tvingade att sälja eller snabbt göra sig av med Teleca-aktier. Det var således enligt CayTel inte fråga om någon "forced sale". CayTel har ingen kunskap om exakt när eller till vilket pris dessa försäljningar genomfördes. CayTel saknar vidare kunskap om dels i vilken utsträckning dessa försäljningar genomfördes över börs och/eller genom privat förhandlade transaktioner, dels hur många Teleca-aktier som såldes. Kursnedgången i Teleca-aktien under den aktuella perioden sammanföll vidare med flera veckor av en historiskt närmast unik turbulens på världens finansmarknader, innefattande ett antal stora finansiella institutioners kollaps, dramatiska kursfall på världens börser och uppvisandet av nya väsentliga tecken på lågkonjunktur.

Genom pressmeddelande den 13 oktober 2008 sänkte Teleca även prognosen för innevarande år och meddelade att en nedskrivning av goodwill på omkring 350 miljoner skulle belasta det tredje kvartalet (se nedan). Mot ovan angiven bakgrund står det enligt CayTel klart att kursnedgången i Teleca-aktien under den ifrågavarande perioden i allt väsentligt orsakats av andra faktorer än de aktuella försäljningarna samt att CayTel under inga förhållanden kan

anses ha haft någon som helst möjlighet att påverka försäljningarna.

Aktiemarknadsnämnden har i sitt uttalande 2008:33 ("Uttalandet") bekräftat att på basis av CayTels framställan av den 8 september 2008 CayTel inte var underkastat de krav som följer av punkten II.10 första stycket i OMX Nordiska Börs Stockholms regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ("Takeover-reglerna"). Aktiemarknadsnämnden har vidare konstaterat i Uttalandet att kursnedgången i Teleca-aktien under våren och sommaren 2008 måste anses utgöra en mycket väsentlig och inte endast tillfällig kursnedgång. Såvitt avser orsakerna till denna kursnedgång hänvisas till vad CayTel redovisat i sin framställan till Aktiemarknadsnämnden den 8 september 2008. (Av denna framställan framgår att det finns flera företagsspecifika faktorer samt omvärldsfaktorer som CayTel bedömt har orsakat kursnedgången.)

Därutöver kan följande konstateras. Genom ett pressmeddelande den 13 oktober 2008 offentliggjorde Teleca ytterligare en nedjustering av sin försäljnings- och resultatprognos samt en nedskrivning av goodwill med omkring 350 miljoner kronor. Prognosjusteringen offentliggjordes bl.a. till följd av "*de negativa trenderna i den globala ekonomin*". Det står således klart att Teleca har fortsatt påverkas negativt av såväl företagsspecifika faktorer som omvärldsfaktorer. Enligt CayTel finns inget stöd för påståendet att CayTels förvärv av Teleca-aktier under våren 2008 skulle ha orsakat den kursnedgång i Teleca-aktien som Aktiemarknadsnämnden bedömt vara mycket väsentlig och inte endast tillfällig. Fastmer har denna kursnedgång orsakats av såväl företagsspecifika faktorer som omvärldsfaktorer som inte har något att göra med CayTels förvärv av Teleca-aktier eller ägande i Teleca. Det är vidare CayTels uppfattning att utan tillförseln av omkring 150 miljoner kronor genom den av CayTel till fullo garanterade företrädesemissionen i Teleca under våren 2008 samt närvaron av en stark ägare hade Telecas situation idag varit betydligt allvarligare.

CayTel kan konstatera att sedan Aktiemarknadsnämnden meddelade Uttalandet har kursen i Teleca-aktien gått ned ytterligare och att detta har skett under en av de mest turbulenta perioderna på finansmarknaden i historien med kursras på börser i flertalet länder. Även bortsett från kursnedgången i oktober från 4-kronorsnivån till som lägst 1,40 kr, kan således konstateras att Aktiemarknadsnämnden ansett att kursnedgången i Teleca-aktien under våren och sommaren 2008 utgjort en mycket väsentlig och inte endast tillfällig kursnedgång. Det kan noteras att stängningskursen för Telecas B-aktie den 12 september 2008 (dvs. sista handelsdagen före Aktiemarknadsnämndens behandling av ärende 2008:33) var 4,79 kronor. Såsom Sivanders framställan till Aktiemarknadsnämnden får förstås gör dock Sivander gällande att den ytterligare kursnedgången i oktober utgör skäl för att Aktiemarknadsnämnden skall ompröva Uttalandet därför att denna kursnedgång var "*en direkt följd av avvecklingen av Symphony/CayTels affär med Kaupthing*" och att CayTel därigenom förorsakat kursnedgången. Trots att CayTel anser att detta påstående saknar relevans för Uttalandets tillämplighet, vill CayTel kommentera påståendet.

Mot bakgrund av det ovanstående anser CayTel att det inte finns något stöd för påståendet att kursnedgången i oktober orsakats av CayTel, lika lite som det finns stöd för att CayTels förvärv av Teleca-aktier under våren 2008 skulle ha orsakat kursnedgången under våren och sommaren. Kaupthings likvidation har inte förorsakats av CayTel. Ej heller har det förhållandet att vissa institutioner, med vilka Kaupthing i sin tur ingått CFD-kontrakt, sålt Teleca-aktier förorsakats av CayTel, oavsett om dessa institutioner sålde Teleca-aktier som en följd av Kaupthings likvidation eller ej.

Slutligen vill CayTel framhålla att storleken av vederlaget i Erbjudandet inte är beroende av Uttalandets tillämplighet av följande skäl.

För det första ingicks de aktuella CFD-kontrakten i månadsskiftet mars/april 2008, d.v.s. tidigare än sex månader före offentliggörandet av Erbjudandet. Detta innebär att ingåendet av CFD-kontrakten, alldeles oavsett om CFD-kontrakt överhuvudtaget omfattas av punkt II.10 i

Takeover-reglerna (se nedan), inte skall påverka vederlaget i Erbjudandet.

För det andra omfattas enligt CayTels mening CFD-kontrakt överhuvudtaget inte av punkt II.10 i Takeover-reglerna. Av kommentaren till punkten II.10 i Takeover-reglerna framgår att avtal om framtida förvärv, liksom option avseende förvärv, är att jämställa med genomförda förvärv. I det nu aktuella fallet var det emellertid inte fråga om någon option eller avtal om framtida förvärv eftersom CFD-kontrakten inte medförde någon rätt till förvärv av Teleca-aktier. Inte heller förvärv genom teckning i en nyemission (eller infriande av en emissionsgaranti) omfattas av punkt II.10 i Takeover-reglerna (se AMN 2003:32). Såvitt avser ingåendet av CFD-kontrakten och teckningen av nyemitterade Teleca-aktier i maj 2008 hade CayTel således inte behövt förlita sig på det undantag från huvudregeln i punkt II.10 i Takeover-reglerna vars tillämplighet har bekräftats genom Uttalandet.

Mot denna bakgrund är CayTel av uppfattningen att CayTel inte genomfört några förvärv av Teleca-aktier som omfattas av punkt II.10 i Takeover-reglerna under en sexmånadersperiod före offentliggörandet av Erbjudandet utöver de köp som genomfördes i anslutning till Erbjudandet (se bilaga 1).

Sivander gör gällande att budplikt har uppkommit redan i maj 2008. Grunden för Sivanders uppfattning synes vara att han anser att CFD-kontrakten antingen skall likställas med ett aktieinnehav eller att Kaupthings innehav av Teleca-aktier skulle ha sammanräknats med CayTels innehav av Teleca-aktier vid nämnda tidpunkt.

Enligt CayTels uppfattning står det klart att CFD-kontrakt inte skall beaktas vid beräkningen av om ett visst innehav utlöser budplikt. Enligt 3 kap. 1 § lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden utlöses budplikt vid *förvärv av aktier* som medför att förvärvaren, ensam eller tillsammans med närstående, uppnår 30 procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier i det aktuella bolaget. Ett innehav av exempelvis optioner eller konvertibler som ger innehavaren rätt att förvärva aktier räknas således inte in vid bedömningen av om budplikt uppkommit. Detta är inte någon "lucka" i lagen utan ett helt medvetet val från lagstiftarens sida, vilket framgår av följande förarbetsuttalande till den aktuella bestämmelsen: *"I linje med budpliktsregelns syfte skall kravet på att röstandelen i fråga skall ha uppkommit genom ett förvärv uppfattas på det sättet att förvärvet måste vara definitivt. Om förvärvet skett genom ett köp som är förenat med vissa villkor, exempelvis konkurrensmyndighets tillstånd, måste dessa villkor vara uppfyllda och förvärvaren kunna utöva rösträtt för aktierna i fråga för att budplikt skall utlösas. På motsvarande sätt måste förvärvsbegreppet i detta sammanhang förstås så att ett förvärv som sker genom teckning inte utlöser budplikt förrän emissionen i fråga är registrerad. /.../ Vid beräkning av om ett visst innehav utlöser budplikt skall endast innehav av aktier, inte t.ex. optionsrätter eller konvertibler som bolaget har gett ut, beaktas. Inte heller skall innehav av köpoptioner eller säljoptioner beaktas. En annan sak är att ett utnyttjande av en optionsrätt eller en konvertibel kan medföra att innehavarens röstandel kommer upp till tre tiondelar eller mer av röstetalet och därmed utlöser budplikt."* (Se prop. 2005/06:140 sid. 101).

Det skall i sammanhanget återigen understrykas att de aktuella CFD-kontrakten överhuvudtaget inte gav CayTel någon rätt till förvärv av Teleca-aktier. Om en sådan rätt hade funnits hade den omöjliggjort Kaupthings försäljning av Teleca-aktier till ovan nämnda institutioner och vissa av dessa institutioners försäljning av Teleca-aktier i oktober 2008.

För det fall Sivanders framställan skall anses innefatta ett påstående om att CayTel och Kaupthing skulle ha varit närstående enligt 3 kap. 5 § lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, vill CayTel framhålla följande. Som angivits ovan medförde CFD-kontrakten ingen rätt för CayTel att utöva rösträtt avseende Teleca-aktier eller på annat sätt påverka hur rösträtten för sådana aktier skulle utövas. Detta ligger helt i linje med att CFD-kontrakten inte heller medförde någon rätt att förvärva Teleca-aktier. Med andra ord hade CayTel ingen som helst möjlighet att kontrollera vare sig utövandet av rösträtten för Teleca-

aktier eller någon annan parts disposition av Teleca-aktier. Rent finansiella derivat kan enligt CayTel under inga förhållanden innebära att ett närståendeförhållande etableras, när ett innehav av derivat som möjliggör ”fysisk avräkning” inte skall beaktas vid bedömningen av om budplikt uppkommit. Någon annan tolkning av aktuella budpliktsregler kan enligt CayTel inte göras bl.a. med hänsyn till förarbetsuttalandet ovan. Slutligen kan tilläggas att även om Kaupthing, trots vad som ovan sagts, skulle betraktas som närstående till CayTel, Kaupthing inte innehade några Teleca-aktier vid den tidpunkt Sivander gör gällande att budplikt uppkommit. CayTels och Kaupthings gemensamma innehav av Teleca-aktier vid denna tidpunkt understeg således 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i Teleca.

GENMÅLE

Sivander har efter att tagit del av CayTels yttrande anfört följande.

Genom aktieförvärv till och med 2008-03-17 köpte Symphony/CayTel under februari och mars upp sig till en ägarandel i Teleca på 22,6% av kapitalet och 29,3% av rösterna. Utöver detta åtog sig Symphony/CayTel i februari att garantera Telecas nyemission under våren.

Eftersom aktien handlades under emissionskursen på 11 kr blev det alltmer sannolikt att Symphony/CayTel skulle behöva infria sin emissionsgaranti och teckna stora delar av aktierna i nyemissionen. Detta skulle även leda till att röstandelen skulle gå över budpliktsgränsen på 30%.

Enligt en notis från Nyhetsbyrån Direkt 2008-04-01 var syftet med affären att undgå budpliktsgränsen. Ett möjligt motiv för att Symphony/CayTel valde att agera på detta sätt istället för att söka dispens för att passera budpliktsgränsen skulle kunna vara att undvika de villkor som brukar förenas med en dispens.

Enligt Sivanders uppfattning har budplikt ändå uppstått genom denna transaktion eftersom Kaupthing och de finansiella institutioner som Kaupthing enligt Mannheimer Swartlings yttrande sålt vidare sin position genom CFD-avtalen blir närstående enligt Lagen om offentliga upköpserbjudanden 3 kap 5 § 5 (någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget).

Genom konstruktionen där den finansiella exponeringen kvarstår hos Symphony/CayTel binds de underliggande aktierna som hedge för CFD-positionen hos motparten. Därmed har man behållit kontrollen över aktierna trots att man inte kunnat utöva rösträtten. Detta gäller oavsett om aktiepositionen kvarstår hos Kaupthing eller om Kaupthing satt någon annan i sitt ställe genom att sälja vidare positionen till ny part och oavsett om dessa haft kännedom om Symphony/CayTels syfte med affärsupplägget.

Sivanders uppfattning är därför att de underliggande aktier som omfattats av Symphony/CayTels CFD-avtal skall räknas samman med Symphony/CayTels aktieinnehav i budpliktshänseende. Om så sker passerade Symphony/CayTel budpliktsgränsen i samband med teckningen av emissionen i början av maj 2008. Vid denna tidpunkt hade ingen ”mycket väsentlig och inte endast tillfällig” inträffat i Telecas aktiekurs. Därmed är II.10 andra stycket inte tillämpligt. Budpliktsbudet till Telecas aktieägare skall därför inte vara mindre förmånligt än villkoren i de föraffärer som skedde upp till 6 månader före maj 2008.

Om Aktiemarknadsnämnden skulle finna att budplikt inte uppkommit redan i maj 2008 till följd av förfarandet med CFD-avtalet utan först i samband med affärerna den 31 oktober hävdar Sivander att II.10 andra stycket i take-over reglerna ändå inte är tillämpligt eftersom en kursnedgång som är en effekt av förfärens inte får beaktas.

Till skillnad från vad som hävdas i Mannheimer Swartlings inlaga påverkade enligt Sivanders uppfattning avvecklingen av Symphony/CayTels CFD-kontrakt med Kaupthing Singer & Friedlander kraftigt kursen i Teleca eftersom de slutliga motparterna, som dittills haft en helt hedgad position utan aktieexponering plötsligt befann sig sittande med hela aktierisken. Detta gäller oavsett om aktieinnehavet låg kvar hos Kaupthing eller tillsammans med matchande CFD-position sålts vidare till annan part. I kurshistoriken noterar Sivander en mångdubbling av antalet omsatta aktier i Teleca och en kraftigt fallande kurs med start 2008-10-10, d v s innan Telecas pressmeddelande 2008-10-13. Att påstå att kursnedgången dessa dagar i allt väsentligt orsakats av andra faktorer än utbudstrycket från aktierna som hedgat CFD-avtalen (motsvarande 16,5% av det totala antalet aktier) saknar all trovärdighet eftersom börsomsättningen talar sitt tydliga språk. Snarare har Telecas samtidigt prognosjustering påskyndat dessa aktieförsäljningar och därmed förstärkt kurseffekten.

Sivander noterar att Mannheimer Swartlings yttrande inte besvarar till vilken kurs CFD-avtalen kontantavräknades. Under antagandet att detta skett kring nivån 3,50 kr, som var snittkursen 2008-10-08—09, är det även uppenbart att de följande dagarnas kursnedgång bör ha utlöst ”stopp-lossar” hos de institutioner som blev sittande med öppna positioner i Teleca efter avvecklingen av CFD-avtalen.

Oavsett om Symphony/CayTel kunnat påverka avvecklingen av CFD-avtalen har denna förfär påverkat kursutvecklingen i Teleca. Därtill har Symphony/CayTel dragit nytta av situationen genom att utnyttja kursfallet till att genomföra de s.k. budpliktsförvärven och lämna budpliktsbudet efter att kursen först pressats av att de aktier som hedgat Symphony/CayTels CFD-position trycktes ut på marknaden. Sannolikt är dessutom de aktier som Symphony/CayTel förvärvat genom budpliktsförvärven, bl a från investmentbolaget Traction, till stora delar samma aktier som pressades ut på marknaden genom avvecklingen av CFD-avtalet två veckor tidigare.

Det är värt att notera att avvecklingen av CFD-avtalen skedde endast få dagar före Telecas prognossänkning och goodwillnedskrivning. Eftersom Symphony/CayTel genom sin styrelse-representation tillhör Telecas insiderekrets kan transaktionen därför även strida mot lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

Vad gäller tillämpningen av II.10 i take-over reglerna delar Sivander inte bedömningen att CayTel inte genomfört några förvärv av Teleca-aktier som omfattas av regeln under de sex månader som föregått erbjudandet. Sivander delar uppfattningen att teckning i företrädesemissionen eller infriande av emissionsgaranti i emissionen inte skall beaktas som förfär, som även kommer till uttryck i AMN 2003:32. Däremot bör den kvittningsemission som genomfördes till marknadskurs 9,79 kr som vederlag för ställandet av Symphony/CayTels emissionsgaranti räknas in som förfär, då ersättningen var på förhand bestämd till 6 MSEK och avräknades till gällande marknadskurs. Denna affär är därmed att jämföras med att Symphony/CayTel erhållit en kontant ersättning på 6 MSEK och använt likviden till att förvärva aktier över börsen.

Fundamentalt understöds detta värde av det justerade egna kapitalet per aktie i Teleca, som

efter goodwillnedskrivningen i Q3-rapporten uppgår till 9,97 kr per aktie.

Om Aktiemarknadsnämnden finner att II.10 andra stycket är tillämpligt trots att avvecklingen av Symphony/CayTels CFD-affär påverkat kursutvecklingen eller att det saknas författare som påverkar villkoren i erbjudandet anser Sivander att man ändå bör bortse från kurspåverkan från avvecklingen av CFD-kontrakten och att lägsta budnivå i analogi med resonemanget i 2003:32 därför inte bör understiga den volymvägda marknadskursen under de 20 dagar som föregick avvecklingen av dessa avtal. Enligt Sivanders beräkningar skulle det motsvara en lägsta budnivå på ca 4,15 kr per aktie.

Huruvida Telecas situation hade varit betydligt allvarligare utan CayTels tillförsel av nyemissionslikviden på ca 150 MSEK och närvaro som stark ägare såsom påstås i Mannheimer Swartling inläga är tveksamt med hänsyn till att emissionslikviden skulle användas till marknadsinvesteringar för att öka tillväxten. I det korta perspektivet brukar effekten av detta vara att kostnaderna ökar. Detta kan vara en delförklaring till Teleca svaga resultatutveckling under 2008. Rådande konjunkturläge är dock knappast rätt läge att dra på sig ökade kostnader. Sivanders uppfattning är att aktiekursen i Teleca skulle ha haft en bättre kursutveckling fram till dags dato utan Symphony/CayTel som huvudägare.

ÖVERVÅGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden. Bestämmelserna är tillämpliga på ett sådant uppköpserbjudande som beskrivs i framställningen till nämnden.

Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs eller auktoriserade marknadsplats där bolagets 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 NASDAQ OMX Stockholm (Stockholmsbörsen) att Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden” (”Takeover-reglerna”) skall följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka dessa regler.

Bestämmelser om budplikt finns i 3 kap. LUA. Finansinspektionen skall enligt 7 kap. 4 § LUA efter ansökan ge besked om huruvida budplikt gäller och får enligt 7 kap. 5 § efter ansökan medge undantag från bestämmelserna i 3 kap. En ansökan kan göras av den som har ett berättigat intresse i saken. Finansinspektionen har med stöd i 7 kap. 10 § LUA samt 8 och 9 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument överlåtit till Aktiemarknadsnämnden att ge besked om huruvida budplikt gäller och att besluta i frågor om undantag från budplikt (FFFS 2007:17).

Budplikt inträder enligt 3 kap. 1 § LUA när någon, ensam eller tillsammans med någon som är närstående enligt 5 §, genom förvärv av aktier uppnår en ägarandel som uppgår till eller överstiger tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet. Bestämmelsen tar sikte enbart på förvärv av *aktier* medan innehav av exempelvis optioner som ger innehavaren rätt att förvärva aktier inte ska räknas in

vid bedömningen av om budplikt uppkommit.

Av 3 kap. 5 § 4 och 5 LUA framgår att som närstående skall anses den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktigt gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, respektive någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.

Sivanders första fråga, så som Aktiemarknadsnämnden har uppfattat den, gäller huruvida budplikt för CayTel i Teleca skulle ha uppstått redan i maj 2008 genom Telecas aktieemission. Sivander grundar sin fråga på påståendet att de aktier som i mars såldes till Kaupthing skulle kunna utgöra ett sådant närståendeinnehav som avses i den nämnda lagbestämmelsen, alternativt att de CFD-kontrakt som samtidigt förvärvades ska inräknas i CayTels innehav.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening framgår det klart av bestämmelserna att CFD-kontrakt inte ska beaktas vid en bedömning av om budplikt har inträtt. Nämnden kan tillfoga att budpliktsbestämmelserna, enkelt uttryckt, bygger på tanken att det är röstkontroll och inte finansiell exponering som är av betydelse.

Av framställningen framgår inte heller att det skulle finnas sådana överenskommelser eller samarbeten som förutsätts i 3 kap. 5 § 4 eller 5 LUA. CayTel har också bestridit att CayTel och Kaupthing är närstående i detta sammanhang.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening har således budplikt inte uppstått i maj 2008.

Sivanders andra fråga avser tillämpningen av punkten II.10 i Takeover-reglerna. Av punktens första stycke framgår att villkoren i ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska vara minst lika förmånliga för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet ("förfärens"), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan förfärens och erbjudandet. Nämnden har beträffande det aktuella budet bedömt detta i sitt uttalande AMN 2008:33. Sivanders framställan vad gäller yrkandet i andra hand får förstås som en begäran om omprövning av uttalandet.

Ett uttalande av Aktiemarknadsnämnden kan enligt de för nämnden gällande stadgarna inte omprövas på begäran av annan än sökanden, se 21 § femte stycket i nämndens stadgar. Nämnden kan emellertid på eget initiativ ompröva ett uttalande om det på grund av nya omständigheter eller av någon annan anledning skulle vara uppenbart oriktigt, jfr 27 § förvaltningslagen (1986:223). De omständigheter som Sivander anfört är inte sådana att nämnden finner skäl att ta upp frågan om omprövning av AMN 2008:33.

BESLUT

1. Kaupthing är inte närstående till CayTel enligt 3 kap. 5 § 4 eller 5 LUA och Kaupthings innehav av aktier i Teleca ska således inte beaktas vid bedömning av när budplikt uppstod för CayTel i Teleca. Budplikt uppstod därmed inte genom CayTels förvärv av aktier i Teleca genom detta bolags nyemission av aktier i maj 2008.
2. Yrkandet om omprövning av AMN 2008:33 avvisas.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Marianne Lundius (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Lars Bredin, Sören Lindström och Jan Stenberg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Ragnar Boman

Hur man överklagar

Beslutet kan i den del som rör frågan om budplikt uppkommit överklagas hos Finansinspektionen av den som beslutet angår, om beslutet har gått honom eller henne emot. Överklagandet ska göras skriftligt. I skrivelsen ska klaganden ange vilket beslut som överklagas och vilken ändring som begärs. Skrivelsen med överklagandet ska ha kommit in till Aktiemarknadsnämnden inom tre veckor från den dag då klaganden fick del av beslutet. Om beslutet överklagas av annan än sökanden, ska överklagandet dock ha kommit in inom tre veckor från det att beslutet offentliggjordes.