

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:25

2005-07-25

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 9 maj 2005 en framställning från Advokatfirman Vinge KB.

BAKGRUND

Beträffande bakgrunden till framställningen lämnas följande redogörelse, som är hämtad ur framställningen till nämnden.

S.k. due diligence före uppköpserbudanden, ö*Pre-bid Due Diligence*ö, tas upp i Takeover-reglerna, se NBK II.2 och 15. Andra situationer där en budgivare har ett informationsövertag tas upp i bestämmelserna NBK IV.1-4, dvs erbjudanden antingen från ett budbolag med inblandning av styrelseledamot i målbolaget på budgivarsidan eller i fall av ett bud på ett noterat dotterbolag (NBK IV.4). Förstnämnda bestämmelse (NBK IV.1) omfattar till att börja med s k management buy-outs i mer bokstavlig mening, dvs där målbolagsledningen är nyckelaktören på budgivarsidan (typiskt med stöd av finansiärer). Men begreppet används här också i en vidare mening, så att även situationer där nyckelaktören inte är sådan(a) person(er) men där sådan(a) person(er) kan påverka budvillkoren genom deläggande eller styrelseuppdrag på budgivarsidan. (Oavsett berörda personers exakta roll betecknas situationen nedan som en öMBOö respektive en öMBO-situationö.)

I korthet säger bestämmelserna om Pre-bid Due Diligence i NBK II.15, *andra* stycket, att information, som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka marknadspriset på

målbolagsaktien och som tillhandahålls genom due diligence till en potentiell budgivare, måste offentliggöras av målbolaget; typiskt sker detta i målbolagets eget avsnitt av budbolagets erbjudandeprospekt.

Om budgivarbolaget däremot redan är i besittning av sådan information tack vare att det är fråga om en MBO, och ingen due diligence förekommer, så föreskriver inte Takeover-reglerna någon sådan offentliggörandeskyldighet. I denna situation påför reglerna ett obligatoriskt krav att upprätta ett värderingsutlåtande avseende målbolaget, i syfte att jämma ut informationsövertaget. En s k fairness opinion ó av innebörd att det erbjudna vederlaget är skäligt från en finansiell utgångspunkt för målbolagsaktieägarna ó anses här vara godtagbart såsom ett sådant värderingsutlåtande. Oaktat att Takeover-reglerna inte ger någon detaljerad vägledning om hur sådana värderingsutlåtanden/fairness opinions skall tas fram, så torde det följande framstå som självklart i samband med Takeover-reglernas tillämpning härvidlag, och torde dessutom överensstämma med marknadspraxis. Målbolagets styrelse, eller åtminstone de oberoende ledamöterna, skall i linje med sin lojalitetsplikt tillse att den investmentbank eller annan expert som engagerats skall få oinskränkt tillgång till icke-publik information och till företagsledningen, alltså även tillgång till sådana individer som deltar på budgivarsidan. Det får här också antas att ifrågavarande investmentbank/ expert kommer att ha tillgång till mer information ó och till mer känslig information ó än vad en budgivare och dennes långivare typiskt torde få som ett resultat av due diligence. (Den återhållsamhet i informationsutlämnandet som följer av NBK II.15, första stycket, torde knappast ha sin motsvarighet i vad avser målbolagsstyrelsens tillhandahållande av information till egenhändigt anlita investmentbank/expert, snarare tvärtom.)

I sammanhanget kan också uppmärksammas att Stockholmsbörsens noteringsavtal, punkten 27, innehåller bestämmelser om utköp i MBO-situationer, vilka bestämmelser numer även gäller i den omvända riktningen dvs inköp från ledande befattningshavare; i vissa situationer skulle dessa bestämmelser kunna överlappa med NBK IV.1-4. Detta skulle således kunna bli fallet t ex då ett noterat dotterbolag köps ut från sitt noterade moderbolag under medverkan på utköpssidan av ledande befattningshavare i köparbolaget, eller i vissa fall om ett fristående noterat målbolag köps in av ett annat noterat bolag där ledande befattningshavare samtidigt är ägare i målbolaget. Även enligt börsens regelverk adresseras här problematiken med eventuella

informationsövertag genom krav på värderingsutlåtanden/fairness opinions, oavsett om målbolaget/tillgången ifråga redan är föremål för notering och därmed sammanhängande genomlysning direkt eller indirekt. Erinras skall givetvis att NBK:s regler utgör bilaga till noteringsavtalet och alltså gäller för noterade svenska målbolag till följd av noteringsavtalet, parallellt i förekommande fall med bestämmelserna i noteringsavtalets punkt 27. Ytterst skall denna självreglering också ses i ljuset av de grundläggande lagbestämmelserna på området i insiderstrafflagen (resp inom kort den nya, s k marknadsmissbrukslagen), varvid självregleringen kan ses som en förstärkning bl a i det att ett striktare handelsförbud föreskrivs just efter Pre-bid Due Diligence (se NBK II.2).

Takeover-reglerna är tysta i ett ämne som skulle kunna betecknas som långgivarens due diligence före finansiering av ett bud, *öLender Pre-bid Due Diligence*. Mer specifikt är här situationen att de banker som tillhandahåller en budgivarfinansiering ofta kräver att få genomföra en egen due diligence av målbolaget för att kunna bevilja kredit och/eller fastställa lånelimiten och andra lånevillkor.

I sista hand faller det naturligtvis på målbolagsstyrelsens ansvar och bedömningar i vilken mån Pre-bid Due Diligence skall medges en potentiell budgivare, se NBK II.15 första stycket. I den mån en budgivare begär att inte budgivaren själv men väl dennes långgivare skall tillåtas genomföra en egen due diligence-undersökning för att finansiera budet torde en målbolagsstyrelse analogt härmed kunna finna det lämpligt och kanske nödvändigt att gå med på en sådan begäran. Den omständigheten att ett ännu inte offentliggjort bud kan få finansieringen säkerställd kan uppenbarligen vara i målbolagsaktieägarnas intresse. Att lämna due diligence-information till en långgivare kan också vara mindre känsligt ur målbolagets perspektiv än att tillhandahålla samma information till en potentiell budgivare. I det förra fallet skulle typiskt informationen ifråga inte komma i händerna på någon som har ett kommersiellt intresse av att agera i målbolagsaktierna och/eller som kan vara en aktör i samma bransch.

Informationsbehovet som en potentiell budgivare har vid utformning och förhandling av ett bud med målbolagsstyrelsen, å ena sidan, och informationsbehovet som budgivarens finansierare har när de meddelar kredit, å andra sidan, är inte heller nödvändigtvis detsamma.

Oaktat att såväl budgivaren som dennes finansiärer naturligtvis vill få en så korrekt bild av målbolaget som möjligt innan det tar sina respektive affärsbeslut, kan det exempelvis vara rimligt att anta att budgivarens due diligence tar sikte på att korrekt bedöma såväl den positiva som den negativa potentialen i målbolaget, medan kreditgivare torde vara mer inriktade på frånvaron av negativa riskfaktorer.

Det bakomliggande syftet vid utvärderingen av den icke-publika informationen som den potentiella budgivaren och/eller dennes långgivare får, kan vidare göra den redan svåra bedömningen av den relevanta materialitetströskeln för offentliggörande än mer komplex (öi icke oväsentlig gradö). Svårigheter att tillämpa offentliggörandekravet i NBK II.15, andra stycket, kan också följa av olika syn i frågan huruvida informationen skall anses tillhandahållen inom ramen för en due diligence, eller huruvida motsvarande icke-publika information ändå redan var känd av den potentiella budgivaren eller dennes långgivare. Som redan indikerats så kan ofta dylika tillämpningsproblem framstå som mindre känsliga i en MBO-situation eftersom det här ju finns regler som mer generellt adresserar eventuella informationsövertag. Det skall här särskilt erinras att icke-publik information i en MBO-situation som en budgivare besitter, och som målbolagets anlitate expert för fairness opinion skall utvärdera, mycket väl kan passera den relevanta materialitetströskeln (dvs om hypotetiskt informationen hade offentliggjorts, och under antagande att samma information i stället hade lämnats över inom ramen för due diligence).

I detta sammanhang kan också antas att due diligence *efter* offentliggörande av bud ó vilket kanske annars skulle uppfattas vara mer i linje med Takeover-reglerna och god sed om det är långgivaren som utför den vid bud med finansieringsvillkor ó kanske inte är ett kommersiellt gångbart alternativ. För att ett bud, som bygger på extern finansiering skall uppfattas som meningsfullt, måste det emellanåt lämnas utan något finansieringsvillkor, eller med mycket begränsade möjligheter för finansiären att förvägra utbetalning. I sådana fall måste långgivarna förlita sig på möjligheten till Pre-bid Due Diligence för att kunna tillhandahålla ett tillräckligt fast finansieringslöfte redan i samband med budets offentliggörande.

Sammantaget kan alltså så här långt konstateras att en målbolagsstyrelse mycket väl kan finna det lämpligt att medge budgivarbanken en längre gående due diligence än vad budgivaren själv

skulle medges.

I tillägg till vad som ovan sagts om olika bevekelsegrunder för långivar-due diligence i jämförelse med budgivar-due diligence i egentlig mening, jämte tillämpningssvårigheter, bör uppmärksammas att varierande intresse i *finansiella prognoser* kan göra frågan särskilt känslig. Budgivaren ifråga kan å sin sida redan vara insatt i målbolagets bransch och kan i övrigt nöja sig med egna bedömningar och den egna företagsledningens förmåga när det gäller att möta framtiden. Den känsliga frågan huruvida sådana prognoser skulle behöva offentliggöras kan också bidra till att en budgivare ej ens efterfrågar dem. Från ett långivarperspektiv kan det emellertid vara nödvändigt enligt deras kreditprövningsrutiner att få förstahandsinformation från den ansvariga företagsledningen om dess framtidsbedömningar när en viss affärsverksamhet skall finansieras; detta krav kan t o m gälla för hela lånets löptid.

Mot ovanstående bakgrund inställer sig frågan huruvida sådan information som endast långivare fått i samband med Pre-bid Due Diligence men ej budgivaren själv har fått, skulle ge upphov till skyldigheten att offentliggöra informationen i enlighet med NBK II.15, andra stycket.

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs att nämnden besvarar följande frågor.

1. Är det förenligt med Takeover-reglerna ó och i övrigt förenligt med god sed ó för en målbolagsstyrelse att inte offentliggöra sådan information som målbolaget tillhandahållit endast till en budgivares finansärer men ej till budgivaren själv?
2. Förändras svaret på fråga 1 om ifrågavarande information också är tillgänglig för investmentbank/expert som upprättar en fairness opinion åt målbolaget?
3. Oavsett svaret på fråga 2, är det i enlighet med Takeover-reglerna ó och i övrigt förenligt med god sed ó för en målbolagsstyrelse att inte offentliggöra sådan information som tillhandahållits *en budgivare* inom ramen för due diligence *i en MBO-situation*, så länge som sådan information också är tillgänglig för den investmentbank/expert som upprättar en fairness opinion åt målbolaget?

4. Som fråga 3, med den ändringen att det inte formellt skulle vara fråga om en MBO, men likväl en fairness opinion av minst samma kvalitet skulle inhämtas och offentliggöras av målbolaget.
5. För det fall nämnden menar att generella tolkningsuttalanden i linje med ovanstående förfrågan inte kan lämnas av nämnden beträffande något eller flera av frågorna ovan, önskas vägledning under vilka förutsättningar en dispens skulle kunna meddelas i det enskilda fallet i situationer av ovan berörd art. Det kan exempelvis gälla arten av information, såsom önedåtverkande information (jfr Insiderstrafflagen §8, p 2), interna prognoser vilka är i linje med marknadens förväntningar, och/eller icke-publik information som ej lämpar sig för offentliggörande (såsom detaljbedömningar avseende pågående större domstolstvister) men som en ny huvudägare ändå rimligen bör kunna få ta del av som en förutsättning för ett tänkt företagsförvärv.

ÖVERVÄGANDEN

I Näringslivets Börskommittés regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv finns särskilda bestämmelser för det fall att budgivaren begär att få utföra en s.k. due diligenceundersökning i målbolaget. Enligt punkt II.15 i reglerna skall målbolagets styrelse ta ställning till om bolaget kan och skall medverka till en sådan undersökning och i sådant fall på vilka villkor och i vilken utsträckning detta skall ske. Styrelsen bör sträva efter att begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att lämna och genomföra erbjudandet.

Om målbolaget i undersökningen lämnar icke offentliggjord information till budgivaren och denna information i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier, skall enligt andra stycket i punkt II.15 målbolaget se till att informationen lämnas till aktieägarna och aktiemarknaden, om möjligt, före acceptfristens början och senast en vecka före acceptfristens utgång. Syftet med sistnämnda bestämmelse är att den obalans i informationsläget som annars skulle uppstå rättas till, innan aktieägarna har att ta ställning till erbjudandet.

En sådan obalans kan förekomma även i situationer då någon due diligence- undersökning i målbolaget inte har utförts. I synnerhet gäller detta fall då styrelseledamöter eller ledande befattningshavare i målbolaget deltar i ett offentligt erbjudande eller ett moderbolag lämnar ett offentligt erbjudande avseende aktier i ett dotterbolag. I dessa fall kan budgivaren ofta antas ha ett väsentligt informationsövertag i förhållande till aktieägarna såvitt avser målbolaget och därmed göra en mer tillförlitlig värdering av aktierna i bolaget.

Även i dessa situationer finns det ett intresse av att begränsa effekterna av obalansen i informationsläget. Enligt punkt IV.1-4 i reglerna tillgodoses detta intresse på ett annat sätt än då en due diligence-undersökning i målbolaget har företagits. Reglerna innebär sålunda att ett värderingsutlåtande avseende aktierna i målbolaget ó ofta kallat fairness opinion -skall inhämtas, om styrelseledamot, ledande befattningshavare i målbolaget, eller med sådan befattningshavare jämställd person, lämnar eller deltar i ett offentligt erbjudande. Personkretsen överensstämmer i stor utsträckning med vad som föreskrivs i Stockholmsbörsens noteringsavtal rörande vissa utköp av rörelse eller aktier. Samma regel gäller för det fall att ett moderbolag lämnar ett offentligt erbjudande avseende aktier i dotterbolag.

I den mån ett erbjudande i större eller mindre utsträckning skall lånefinansieras kan naturligtvis budgivarens långgivare vilja göra en närmare undersökning av målbolaget. Några bestämmelser om en sådan undersökning finns inte i NBK:s regler.

Advokatfirmans Vinges första fråga gäller det fallet att information har lämnats budgivarens finansärer men inte budgivaren själv. För detta fall finns det i reglerna inte föreskrivet någon skyldighet för målbolagets styrelse att offentliggöra informationen. Inte heller finns det anledning att tillämpa punkt II.15 analogt, eftersom någon obalans mellan budgivaren och målbolagets aktieägare typiskt sett inte uppstår. Någon skyldighet för målbolaget att se till att informationen lämnas till aktieägarna och aktiemarknaden föreligger alltså inte i detta fall. Aktiemarknadsnämnden förutsätter givetvis då att målbolaget erhåller nödvändiga garantier för att informationen inte förs vidare till budgivaren. Sådana garantier bör ta sikte även på det fallet att krediten skulle vägras på grund av något förhållande hänförligt till målbolaget, eftersom en upplysning om anledningen till en sådan vägran kan ge underlag för slutsatser

angående målbolaget som kan tänkas inte vara allmänt kända.

Den andra frågan gäller det fallet att information finns tillgänglig för den expert eller det institut som upprättar ett värderingsutlåtande - en fairness opinion - i fall då styrelseledamöter eller ledande befattningshavare i målbolaget deltar i ett offentligt erbjudande eller ett moderbolag lämnar ett offentligt erbjudande avseende aktier i dotterbolag. Reglerna anvisar för dessa fall just ett värderingsutlåtande som medel för att begränsa obalansen i information mellan budgivaren och målbolagets aktieägare. Det skulle inte vara följdriktigt att då kräva offentliggörande av sådan information som de som deltar i erbjudandet kan vara i besittning av på grund av sin ställning i målbolaget enbart därför att informationen lämnas vidare till den expert eller det institut som skall upprätta värderingsutlåtandet.

För tydlighetens skull bör tillfogas att skyldighet att offentliggöra information i de nu behandlade fallen givetvis kan tänkas föreligga på annan grund, t.ex. enligt 5 kap. 3 eller 3 a § lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

Frågorna 3 och 4 avser däremot det fallet att information tillhandahållits budgivaren själv genom en due diligence-undersökning. I sådana fall är målbolaget enligt andra stycket i punkt II.15 skyldigt att se till att informationen lämnas till aktieägarna och aktiemarknaden före acceptfristens utgång, och reglerna gör inte undantag för det fallet att en fairness opinion skall upprättas, vare sig det enligt punkt IV.1-4 föreligger skyldighet att upprätta en sådan eller ej.

Aktiemarknadsnämnden vill emellertid inte utesluta att det kan föreligga fall då det av konkurrensskäl eller annan anledning finns legitima motiv att avstå från att offentliggöra informationen och i stället begränsa obalansen mellan budgivaren och målbolagets aktieägare genom ett värderingsutlåtande. Nämnden har för sådana fall möjlighet att medge undantag från reglerna, vilket skulle kunna tänkas ske genom att nämnden medger att viss information inte offentliggörs på villkor att ett värderingsutlåtande upprättas. Förhållandena är dock alltför skiftande för att nämnden, som begärs i framställningen, skall kunna fastställa några generella riktlinjer för dispensgivningen.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Lars Bredin (vice ordförande), Anders Acebo, Anders Lannebo och Sören Lindström.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog