

## Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:29

2006-09-26

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 20 september 2006 en framställning från Gernandt & Danielsson Advokatbyrå för uppdragsgivares räkning. Stockholmsbörsen har yttrat sig över framställningen.

### BAKGRUND

#### Framställningen

I framställningen till nämnden anføres i sammandrag följande.

En stor internationell finansiell organisation ("Klienten") planerar att lämna ett offentligt uppköpserbjudande ("Budet") till samtliga aktieägare i ett svenskt bolag ("Målbolaget"). Aktierna i Målbolaget är noterade på Stockholmsbörsens O-lista. Avsikten är att Budet skall genomföras av ett bolag ("Budgivaren") som avses att ägas till lika delar av Klienten och en annan investerare. Även den andra investeraren kommer antagligen att vara en finansiell organisation, vilket är utgångspunkten för denna ansökan. Klienten och den andra investeraren benämns nedan gemensamt för de "Finansiella Organisationerna". Budgivaren kommer troligtvis att etableras i omedelbar anslutning till Budet.

I syfte att reglera eventuella aktiviteter fram till Budet kommer de Finansiella Organisationernas investeringsavdelningar, vilka bland annat genomför investeringar i företag för de Finansiella Organisationernas egen räkning (exempelvis genomförandet av Budet) ("Investeringsavdelningarna") att ingå ett Memorandum of Understanding ("MoU"). MoU som har karaktären av en avsiktsförklaring skall ange dels parternas avsikt att bilda ett konsortium, dels att transaktioner i syfte att förvärva aktier i Målbolaget inför Budet (efter ingåendet av MoU men före offentliggörandet av Budet) endast kommer att genomföras om parterna är överens därom.

Investeringsavdelningarna är föremål för omfattande informationsrestriktioner (s.k. Chinese Walls) och andra compliance-åtgärder som vanligen tillämpas av internationella finansiella organisationer i syfte att säkerställa att det inom organisationerna inte förekommer något informationsflöde mellan Investeringsavdelningarna och andra vilka bedriver daglighandel med finansiella instrument över börs "Daglighandel". De informationsrestriktioner och compliance-åtgärder som tillämpas av de Finansiella Organisationerna uppfyller krav som uppställs av tillsynsmyndigheten i England och av den brittiska Takeover Panel för att minska risken för informationsspridning och marknadsmissbruk.

Daglighandel omfattar de respektive Finansiella Organisationernas ”normala” handel med finansiella instrument i form av bland annat (i) handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn, (ii) förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller i annat fall medverkan vid transaktioner avseende sådana instrument, (iii) handel med finansiella instrument för egen räkning men helt fristående från Investeringsavdelningarnas verksamhet och (iv) förvaltning av någon annans finansiella instrument.

Inför och i samband med genomförandet av Budet kan Investeringsavdelningarna komma att förvärva aktier och andra finansiella instrument i Målbolaget i syfte att förbereda Budet genom s.k. föraffärer. Sådana föraffärer kan genomföras antingen av Investeringsavdelningarna för Budgivarens räkning eller av Budgivaren själv. Det är endast personer på Investeringsavdelningarna som är informerade om de förvärv av finansiella instrument i Målbolaget som genomförs i anledning av Budet. Beslut om att genomföra föraffärer fattas av personer som står utanför Daglighandeln och oberoende av de beslut som fattas inom Daglighandeln. I enlighet med vad som angivits ovan fattas Investeringsavdelningarnas beslut helt fristående från all Daglighandel som bedrivs av de Finansiella Organisationerna. De personer på de Finansiella Organisationerna som bedriver Daglighandel kommer inte att ha någon som helst information om Budet förrän det offentliggörs.

Punkterna II.10 – II.12 i Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (”Takeover-reglerna”) innehåller bestämmelser avseende förvärv av finansiella instrument i målbolag som genomförs före, under eller efter erbjudandet. Samtliga transaktioner som omfattas av ovan nämnda bestämmelser benämns nedan gemensamt ”Relevanta Transaktioner”. Av bestämmelserna följer att transaktioner som genomförts av någon som enligt punkten I.3 i Takeover-reglerna är närstående till Budgivaren skall jämföras med affärer som genomförts av Budgivaren och således utgöra Relevanta Transaktioner.

Takeover-reglerna skulle kunna tolkas så att samtliga transaktioner som genomförs av de Finansiella Organisationerna avseende finansiella instrument i Målbolaget utgör Relevanta Transaktioner, trots att de enbart är hänförliga till Daglighandel. Det är enligt framställningen inte rimligt att Takeover-reglerna medför att samtliga transaktioner som genomförs av de Finansiella Organisationerna avseende finansiella instrument i Målbolaget utgör Relevanta Transaktioner då all Daglighandel sker helt avskilt och oberoende från samt utan vetskap om de aktiviteter som pågår på Investeringsavdelningarna. Mot bakgrund av ovanstående bör enligt framställningen transaktioner som är hänförliga till Daglighandel inte utgöra Relevanta Transaktioner.

Ett beslut av Aktiemarknadsnämnden som innebär att Daglighandel utgör Relevanta Transaktioner skulle vara till förfång för samtliga finansiella organisationer som avser att lämna offentliga erbjudanden till aktieägare i ett svenskt bolag, då det skulle innebära att de finansiella organisationerna behöver införa restriktioner avseende Daglighandel i målbolags aktier sex månader före sådana offentliga erbjudanden. Detta skulle i sin tur medföra att personer utanför Investeringsavdelningarna (exempelvis aktiemäklare) skulle behöva informeras om Budet långt innan det eventuellt offentliggörs, vilket väsentligt skulle öka risken för informationsspridning.

Om Aktiemarknadsnämnden anser att samtliga transaktioner som genomförs av de Finansiella Organisationerna avseende finansiella instrument i Målbolaget utgör Relevanta Transaktioner, trots att de enbart är hänförliga till Daglighandel, hemställs att Aktie-

marknadsnämnden medger undantag från Takeover-reglerna i detta hänseende. I framställningen anges att ett liknande synsätt som antagits av den brittiska Takeover Panel bör tillämpas i det aktuella fallet. Takeover Panels tillämpning beaktar dels hur finansiella organisationer är organiserade, dels hur de bedriver sin verksamhet. Det är vidare tydligt att tillämpningen av reglerna i Storbritannien tar hänsyn till att olika avdelningar inom de finansiella organisationerna separeras från varandra genom informationsrestriktioner och andra åtgärder. De svenska Takeover-reglerna bygger på motsvarande regler i Storbritannien.

Punkten II.1 i Näringslivets Börskommittés (NBK) regler rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m. ("Flaggningsreglerna") anger bland annat att den som har förvärvat aktier eller andra finansiella instrument i ett bolag skall offentliggöra transaktionen och sitt innehav om transaktionen medför att innehavet uppnår, överskrider eller underskrider vissa procentgränser. Enligt punkten II.2 skall vid beräkningen av huruvida procentgränserna i punkten II.1 i Flaggningsreglerna uppnåtts, överskridits eller underskridits medräknas innehav av finansiella instrument hos vissa närstående till den som förtagit transaktionen.

Det innehav av finansiella instrument i Målbolaget som de Finansiella Organisationerna och Budgivaren kan komma att ha och som skall läggas samman vid en beräkning av om flaggningskyldighet föreligger enligt ovan nämnda bestämmelser benämns nedan "Relevant Innehav".

Det finns enligt framställningen ingen tydlig vägledning i Flaggningsreglerna huruvida finansiella instrument som de Finansiella Organisationer har förvärvat i Målbolaget genom Daglighandel utgör Relevant Innehav, dvs. skall läggas samman med finansiella instrument som förvärvas av Investeringsavdelningarna. Sökandens uppfattning är dock att sådana finansiella instrument inte bör utgöra Relevant Innehav då innehavet inte har med Budet att göra och då det inte heller finns något avtal mellan de Finansiella Organisationerna avseende det innehavet. Rimligen bör finansiella instrument som förvärvats genom Daglighandel behandlas helt separat från innehav som hänför sig till Budet och således inte läggas samman med Investeringsavdelningarnas innehav. Finansiella instrument som förvärvats genom Daglighandel bör således inte utgöra Relevant Innehav.

Om Aktiemarknadsnämnden anser att finansiella instrument som de Finansiella Organisationerna har förvärvat i Målbolaget genom Daglighandel, utgör Relevant Innehav, hemställs att Aktiemarknadsnämnden medger undantag från Flaggningsreglerna eller klargör att Flaggningsreglernas innebörd (tolkade mot bakgrund av sitt syfte) medför att alla innehav som förvärvats av de Finansiella Organisationerna genom Daglighandel inte skall anses utgöra Relevant Innehav.

Flaggningsreglerna har enligt framställningen hämtat sina grunddrag från motsvarande regler i Storbritannien. Till framställningen har fogats en sammanfattning av de regler som är tillämpliga i Storbritannien avseende finansiella organisationers skyldighet att offentliggöra innehav i samband med offentliga erbjudanden i Storbritannien. Dessa regler möjliggör för finansiella organisationer att genomföra offentliga erbjudanden utan att upphöra med Daglighandel fram tills dess att de finansiella organisationernas identitet som potentiella budgivare offentliggjorts. Det är vidare möjligt för finansiella organisationer att bedriva viss begränsad handel i målbolagets finansiella instrument även efter offentliggörandet. Vidare föreskriver aktiebolagslagen i Storbritannien att vissa innehav av finansiella instrument i målbolag inte är relevanta vid bedömning av om trösklarna för offentliggörande har överskri-

dits.

Mot denna bakgrund hemställs att Aktiemarknadsnämnden medger följande undantag eller gör förtydliganden avseende punkterna II.10 – II.12 av Takeover-reglerna och punkten II.1 av Flagningsreglerna.

1. Att punkterna II.10 – II.12 av Takeover-reglerna inte omfattar aktier och andra finansiella instrument som de Finansiella Organisationerna förvärvat i Målbolaget genom Daglighandel (dvs. inte anses behöva sammanläggas med eventuella förvärv som genomförs av Investeringsavdelningarna) före den tidpunkt som infaller tidigast av då (i) Finansiella Organisationernas identitet som budgivare offentliggjorts eller (ii) närstående som bedriver Daglighandel fick faktisk kännedom om Budet och att det kan komma att genomföras.
2. Att viss handel med finansiella instrument i Målbolaget skall vara tillåten inom ramen för Daglighandel för de Finansiella Organisationerna efter i punkten 1 ovan angiven tidpunkt utan att anses utgöra Relevanta Transaktioner enligt Takeover-reglerna (jfr med vad som gäller i Storbritannien).
3. Att eventuellt innehav av aktier eller andra finansiella instrument som någon av, eller båda, de Finansiella Organisationerna kontrollerar i Målbolaget på grund av Daglighandel inte skall anses utgöra Relevant Innehav enligt Flagningsreglerna och således inte skall läggas samman med innehav av andra finansiella instrument som den andra Finansiella Organisation eller Budgivaren har i Målbolaget vid en beräkning av om procentgränserna i Flagningsreglerna har uppnåtts, överskridits eller underskridits.

### **Stockholmsbörsens yttrande**

Stockholmsbörsen har i sitt yttrande anfört följande. Enligt börsens uppfattning ger Takeover-reglerna inte utrymme för en tolkning som skulle kunna innebära att en del av en budgivares organisation kan vara undantagen från vissa budregler. Det som i framställningen beskrivs under rubriken Daglighandel utgör således – oavsett hur verksamheten är organiserad – en del av den Finansiella Organisationens verksamhet för vilken budreglerna gäller fullt ut.

Enligt Stockholmsbörsens mening innehåller inte framställningen några argument som skulle kunna motivera avsteg från reglerna i punkt II:10. Att – såsom påstås i framställningen - en utebliven dispens skulle leda till att finansiella organisationer alltid skulle behöva införa restriktioner avseende daglighandel i ett målbolags aktier sex månader före ett offentligt erbjudande kan enligt börsens mening inte vara korrekt. Detta får avgöras från fall till fall av den finansiella organisationen och är ytterst en sak som regleras genom insiderlagstiftningen.

Under punkt 2 i framställningen begärs dispens från reglerna såvitt avser tiden efter budets offentliggörande eller från Takeover-reglerna punkt II.11-12. Punkt II.11 anger vad som gäller om budgivaren genom sidoaffär förvärvar aktier i målbolaget efter offentliggörandet medan punkt II.12 anger förutsättningarna för efteraffärer.

Stockholmsbörsen kan inte heller i denna del finna att det föreligger tillräckliga skäl för att göra avsteg från det grundläggande innehållet i takeover-regleringen. Framställningens begäran kan således inte heller i den delen biträdas.

I framställningen begärs slutligen även dispens från NBK:s flagningsregler för den del som

omfattas av budgivarens Daglighandel. Det finns enligt börsens mening inte utrymme för undantag från budreglerna för en del av budgivarens organisation. Detsamma gäller vid tillämpningen av flaggningsreglerna. En banks aktieinnehav på tradingsidan skall i flaggningssammanhang t.ex. alltid läggas samman med bankens övriga innehav i samma aktie. Detta är också det besked som Stockholmsbörsen under lång tid lämnat till medlemsföretagen.

NBK-reglerna innehåller inte några möjligheter till dispens från den allmänna flaggningsskyldigheten och det kan för övrigt ifrågasättas om detta är en fråga för Aktiemarknadsnämnden. Enligt Stockholmsbörsens mening kan således inte framställningen i denna del bifallas.

## ÖVERVÅGANDEN

### *Fråga 1 och 2*

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Lagen är tillämplig 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, såvitt avser ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen, att Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden ("Takeover-reglerna") skall följas.

Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i Takeover-reglerna ge besked om hur reglerna skall tolkas och tillämpas.

Punkt II.10 i Takeover-reglerna innebär att om budgivaren inom kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts har förvärvat aktier i målbolaget på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande (föraffär), får villkoren i erbjudandet inte vara mindre förmånliga än villkoren i föraffären. På motsvarande sätt regleras i punkterna II.11-12 s k sidoföretag, dvs fall då budgivaren sedan ett erbjudande offentliggjorts och under budtiden förvärvar aktier i målbolaget, och s k efteraffärer, dvs fall då budgivaren inom en tid av nio månader från det att erläggande av vederlaget i ett offentligt erbjudande har påbörjats förvärvar aktier i målbolaget. Vid tillämpning av punkterna II.10-12 skall affärer som gjorts av någon som enligt punkten I.3 är närstående till budgivaren jämföras med affärer som gjorts av budgivaren, bl a företag inom samma koncern.

Nämnden har i ett icke offentliggjort uttalande behandlat en likartad frågeställning, som avsåg frågan om sådana affärer som ett investmentbolag hade gjort genom sin avdelning för kapitalförvaltning skulle räknas som föraffärer, i den mening som avsågs i Näringslivets Börskommittés då gällande Takeover-regler, i förhållande, till ett planerat bud hanterat av bolagets avdelning för förvärv och avyttringar av bolag. Aktiemarknadsnämnden, som uttalade att möjligheten till undantag från de aktuella bestämmelserna borde utnyttjas med försiktighet, fann inte den omständigheten att de tidigare aktieförvärven skett som en ren kapitalplacering utan samband med erbjudandet utgöra dispensskäl. Den omständigheten att ka-

pitalförvaltningsavdelningen vid sina ifrågavarande aktieförvärv kunde ha saknat insyn i investeringsverksamheten utgjorde enligt nämndens mening inte tillräckliga skäl för att medge undantag.

I det nu aktuella fallet konstaterar nämnden att punkterna II.10 – II.12 i de nu gällande Takeover-reglerna har samma syfte och utformning som motsvarande bestämmelser i NBK:s Takeover-regler. Syftet med de nämnda punkterna är inte att hindra en budgivares förvärv på marknaden av aktier i ett blivande målbolag före, under eller efter ett offentligt erbjudande utan att tillförsäkra målbolagets aktieägare en likvärdig behandling. Reglerna kan enligt Aktiemarknadsnämndens mening inte ges den tolkningen att aktieförvärv som skett av ett budgivarbolag skulle falla utanför tillämpningsområdet för bestämmelserna om för-, sido- och efteraffärer enbart av det skälet att de ägt rum inom en särskild avdelning inom bolaget.

Aktiemarknadsnämnden vidhåller sin uppfattning att möjligheten att medge undantag från de aktuella regelpunkterna med stöd av nämndens allmänna befogenhet till sådana medgivanden bör utnyttjas med försiktighet. I likhet med Stockholmsbörsen anser nämnden att det inte föreligger tillräckliga skäl för att göra avsteg från det grundläggande innehållet i Takeover-regleringen i de aktuella avseendena.

### *Fråga 3*

NBK utgav år 1994 den nu gällande versionen av Regler rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m. ("flaggningsreglerna"). Vissa redaktionella ändringar har gjorts under år 2004.

I flaggningsreglerna anges att fysisk eller juridisk person, svensk eller utländsk, som förvärvat eller överlåter aktier i svenskt aktiebolag, som har aktier noterade vid Stockholmsbörsen eller annan svensk börs eller auktoriserad marknadsplats, skall offentliggöra detta på visst sätt. Vid beräkning av huruvida de i reglerna uppställda procentgränserna har uppnåtts, överskridits eller underskridits skall medräknas innehav hos fysisk eller juridisk person som står i någon av de i reglerna uppräknade relationerna till den som företagit transaktionen, bl a företag inom samma koncern.

Regelverket innehåller inte någon detaljreglering i syfte att hindra kringgåenden. NBK menar att för den, som strävar efter att iaktta reglerna, vare sig transaktionen sker direkt eller indirekt, bör bristen på detaljreglering knappast leda till några tillämpningssvårigheter. Reglerna bör sålunda tolkas mot bakgrund av dess syften, nämligen att tillgodose aktiemarknadens behov av information om dels inflytandeförändringar i bolag vars aktier är spridda bland allmänheten, dels hur större placerares intresse för investeringar i dessa bolag utvecklas.

Från informationsskyldigheten görs i punkten II.3 ett undantag av intresse i detta sammanhang. Undantaget som avser den som har lämnat offentligt erbjudande om att förvärva aktier i bolaget har i 1994 års regelverk begränsats till aktier som förvärvats enligt sådant erbjudande. Detta innebär att skyldighet att offentliggöra kan uppkomma för förvärv utanför erbjudandet t.ex. under hand eller över börsen.

Aktiemarknadsnämnden brukar enligt sin praxis visserligen ofta hänskjuta frågor rörande flaggningsreglerna till den ansvariga börsen men anser sig i och för sig ha behörighet att tolka dessa regler på grundval av sitt allmänna uppdrag att verka för god sed på aktiemarkna-

den. Nämnden konstaterar att ett visst tolkningsutrymme har förutsatts vid reglernas tillkomst men att dessa – bortsett från det nyss nämnda – inte ger utrymme för undantag.

Nämnden konstaterar vidare att Stockholmsbörsen vid tillämpningen av flaggningsreglerna anser att t ex en banks aktieinnehav på tradingsidan i flaggnings-sammanhang alltid skall läggas samman med bankens övriga innehav i samma aktie och att Stockholmsbörsen under lång tid har lämnat detta besked till medlemsföretagen.

Det bör anmärkas att NBK:s flaggningsregler väntas bli upphävda i samband med att Sverige genomför de lagändringar som behövs för genomförandet av EG:s sköpenhetsdirektiv (2004/109/EG) som antogs i december 2004. Förslag till sådana lagändringar har lagts fram i en departementspromemoria, Ds 2006:6, och föreslås träda i kraft den 1 april 2007. Enligt direktivet kan medlemsstaterna undanta kreditinstituts och värdepappersföretags handelslager från anmälningsskyldighet, under förutsättning att dels detta innehav inte motsvarar mer än fem procent av rösterna i bolaget, dels kreditinstitutet eller värdepappersföretaget ser till att rösträtterna som är kopplade till aktierna inte utnyttjas eller på annat sätt används för att ingripa i förvaltningen av bolaget. I departementspromemorian föreslås att Sverige skall utnyttja möjligheten till sådant undantag. Aktiemarknadsnämnden anser emellertid att det inte finns anledning att redan nu tillämpa den eventuellt kommande regleringen, eftersom marknaden har ett anspråk på att gällande regler skall tillämpas intill dess de ersätts av ett annat regelverk.

Aktiemarknadsnämnden kan mot denna bakgrund inte tillmötesgå framställningen om ett uttalande av innebörd att eventuellt innehav av aktier eller andra finansiella instrument som någon av, eller båda, de Finansiella Organisationerna kontrollerar i Målbolaget på grund av Daglighandel inte skall läggas samman med innehav av andra finansiella instrument som de Finansiella Organisationerna eller Budgivaren har i Målbolaget vid en beräkning av om procentgränserna i flaggningsreglerna har uppnåtts, överskridits eller underskridits.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Bo Svensson (vice ordförande), Jan-Mikael Bexhed och Sören Lindström.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman