

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18

2007-05-21

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 18 maj 2007 en framställning från Advokatfirman Cederquist.

BAKGRUND

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

Advokatfirman Cederquist företräder bolaget E som avser att lämna ett offentligt erbjudande ("Erbjudandet") avseende det svenska börsnoterade bolaget M. Erbjudandet kommer att vara förhandlat och E och M kommer att ha ingått ett transaktionsavtal ("Transaktionsavtalet") som reglerar vissa frågor kring Erbjudandet.

För budgivaren E har det varit en avgörande förutsättning att budet är förhandlat och har karaktären av ett samgående mellan bolagen. Budgivaren E är av uppfattningen att det skulle väsentligen försvåra samgåendet och uppnåendet av de synergi- och andra positiva effekter med samgåendet som såväl E som M eftersträvar, om Erbjudandet och samgåendet inte kan genomföras med en synnerligen hög grad av enighet mellan de bägge bolagens styrelser och ledningar om fördelarna med samgåendet för såväl bolagen som aktieägarna i M. För båda bolagen är det i ett affärsmässigt perspektiv av avgörande betydelse att omvärlden har maximalt förtroende för bolagen, deras gemensamma goda framtidsutsikter och kvaliteten på de tjänster bolagen efter samgåendet skall tillhandahålla. Det har således inte varit ett alternativ för E att lämna något Erbjudande, om detta inte kan genomföras med en sådan synnerlig hög grad av enighet mellan bolagens bägge styrelser.

Mot ovanstående bakgrund kommer Transaktionsavtalet att ange att M:s styrelse i samband med att Erbjudandet lämnas skall göra ett positivt uttalande om budet och rekommendera M:s aktieägare att acceptera detsamma, och att denna rekommendation inte får återkallas (dock att Transaktionsavtalet kommer att ange vissa undantag från för sådant återkallande som har bedömts som nödvändigt för att M:s styrelse skall kunna fullgöra sitt uppdrag på ett sätt som är förenligt med lag och god sed på aktiemarknaden, eller som annars har bedömts som ändamålsenligt).

Budgivaren E bedömer det vara av synnerligen stor vikt för förvärvet att M:s styrelse inte återkallar sin rekommendation av Erbjudandet. M önskar därför uppställa ett fullföljandevillkor innebärande att E förbehåller sig rätten att återkalla Erbjudandet *om målbolagets styrelses rekommendation till målbolagets aktieägare att acceptera Erbjudandet har återkallats* ("Fullföljandevillkoret").

Mot bakgrund av främst Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2005:33 vill Advokatfirman Cederquist på uppdrag av E inhämta nämndens besked huruvida Fullföljandevillkoret kan tillåtas i det nu aktuella fallet.

ÖVERVÄGANDEN

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, beträffande ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen, att "Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden" ("Takeover-reglerna") skall följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka dessa regler.

Takeover-reglerna bygger på att budgivaren är bunden av sitt erbjudande. Budgivaren kan emellertid ställa upp villkor för att erbjudandet skall fullföljas. Reglerna innehåller inga begränsningar i fråga om vilka slags fullföljandevillkor som kan uppställas, men tillåter inte att sådana villkor utformas på vilket sätt som helst. I punkten II.4 första stycket föreskrivs att ett fullföljandevillkor måste utformas så att det objektivt kan fastställas om villkoret uppfyllts eller ej.

Ett lämnat erbjudande får enligt punkten II.5 första stycket återkallas endast om budgivaren uttryckligen ställt upp villkor för erbjudandets fullföljande. I bestämmelsens andra stycke görs tre undantag från regeln om budgivarens bundenhet, vilka samtliga utgår från att budgivaren uppställt villkor för erbjudandets fullföljande. För det första gäller att, om budgivaren villkorat erbjudandet av att han uppnår en viss anslutning i erbjudandet eller av att bolagsstämman i budgivarbolaget eller målbolaget fattar ett visst beslut i anledning av erbjudandet, så kan erbjudandet återkallas om det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kan uppfyllas.

För det andra kan budgivaren ha villkorat erbjudandets fullföljande av att inte någon annan offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget på villkor som för överlåtaren är förmånligare än budgivarens erbjudande. Om ett sådant konkurrerande erbjudande offentliggörs är budgivaren inte längre bunden av sitt erbjudande.

Även för det fall budgivaren uppställt något annat fullföljandevillkor föreligger en rätt att återkalla erbjudandet, om det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kan uppfyllas. Rätten att återkalla är emellertid i det tredje fallet inte oinskränkt. Budgivaren måste noggrant överväga om det inträffade motiverar att erbjudandet återkallas. Endast om den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget får erbjudandet återkallas. Vad som är av väsentlig betydelse får avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet.

Om budgivaren beslutar att återkalla erbjudandet skall detta omedelbart offentliggöras.

Aktiemarknadsnämnden har i flera uttalanden behandlat frågor om utformningen av fullföljandevillkor. I AMN 2005:33 konstaterade nämnden att ett fullföljandevillkor av inne-

börd att målbolagsstyrelsen, inom två till tre veckor från offentliggörandet av ett erbjudande, offentliggör en rekommendation av erbjudandet, och därefter inte drar tillbaka rekommendationen eller ändrar den på ett för budgivaren negativt sätt i huvudsak uppfyller objektivitetskravet i punkten II.4 första stycket. Det gäller dock, konstaterade nämnden, inte villkoret att styrelsens rekommendation inte får ändras på ett för budgivaren negativt sätt. Det villkoret fann nämnden inte förenligt med objektivitetskravet.

Nämnden ansåg emellertid inte att villkoret om en positiv rekommendation från styrelsens sida skulle vara av en sådan väsentlig betydelse som avses i punkten II.5 och därmed ge budgivaren rätt att återkalla erbjudandet i den händelse att villkoret inte uppfylldes. I AMN 2005:36 konstaterade nämnden att ett sådant villkor inte heller bör uppställas eftersom det kan skapa oklarhet på aktiemarknaden.

AMN 2005:33 och 36 tog utgångspunkt i de då gällande NBK-reglerna om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Dessa ersattes den 1 juli 2006 i nu relevanta delar av Stockholmsbörsens Takeover-regler, vilka emellertid är identiska med NBK-reglerna.

I kommentaren till punkten II.5 i Takeover-reglerna konstateras med tanke på bl.a. fall av förhandlade samgåenden mellan bolag, som verkställs genom ett offentligt uppköpserbjudande, att det kan finnas situationer i vilka det kan vara motiverat att lämna dispens från kravet på att ett återkallande av erbjudandet får ske endast om det är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Det får enligt kommentaren ankomma på Aktiemarknadsnämnden att, i förväg eller efterhand, ta ställning till när omständigheterna är sådana, att väsentlighetskravet kan efterges utan att aktieägarnas intressen åsidosätts.

Det ligger i sakens natur att ett villkor inte bör uppställas, om en bristande uppfyllelse praktiskt taget aldrig kan antas vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. Om det däremot kan föreligga fall då den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för förvärvet finns i och för sig inte något hinder mot att villkoret uppställs.

I det nu aktuella fallet har budgivaren och målbolaget förhandlat om ett samgående

som skall genomföras genom ett offentligt uppköpserbudande och överenskommit att målbolagsstyrelsen omedelbart efter erbjudandets offentliggörande skall rekommendera aktieägarna att acceptera erbjudandet. Överenskommelsen har tagit sig uttryck i Transaktionsavtalet. Om detta avtal innehåller även andra för samgåendet avgörande bestämmelser och en tillbakadragen rekommendation innebär att Transaktionsavtalet upphör att gälla, får det enligt nämndens mening antas att detta är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av måbolaget. Det tilltänkta villkoret kan då uppställas. Detta torde däremot inte vara fallet om Transaktionsavtalet i övrigt fortsätter att gälla trots att rekommendationen dragits tillbaka. I ett sådant fall bör villkoret inte uppställas annat än om Aktiemarknadsnämnden med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet har meddelat dispens från väsentlighetskravet .

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Bo Svensson (vice ordförande), Thomas Ehlin och Sören Lindström.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog