

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:24**

**2007-06-29**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 21 juni 2007 en framställning från Stockholmsbörsen.

### **BAKGRUND**

Försäkringsaktiebolaget Alecta, ömsesidigt, Fjärde AP-fonden, Nordea Fonder AB och Swedbank Robur Fonder ("Fonderna") ingav den 12 juni 2007, i egenskap av aktieägare i Invik & Co. AB (Invik eller "Bolaget"), en skrift till Stockholmsbörsen med hemställan om att åtgärder skall vidtas mot Racon Holdings AB ("Racon" eller "Budgivaren") i anledning av Racons offentliga uppköpserbjudande till samtliga aktieägare och teckningsoptionsinnehavare i Invik ("Erbjudandet").

#### ***Racons skrift till Stockholmsbörsen***

I Fondernas skrift till Stockholmsbörsen anføres följande.

#### **Erbjudandet, priset och förfärfärer**

Racon, ett svenskt dotterbolag till det isländska bolaget Milestone ehf., offentliggjorde den 26 april 2007 sitt beslut att lämna ett offentligt kontanterbjudande till innehavarna av aktier och teckningsoptioner i Invik om att överlåta samtliga aktier och teckningsoptioner i Invik till Racon.

Racon erbjuder 253 kronor kontant för varje A-aktie i Invik och 230 kronor kontant för varje B-aktie i Invik.

I Racons erbjudandeprospekt sägs på sid. 2 att A-aktierna anses ha ett marknadsvärde som är 10 procent högre än B-aktiernas marknadsvärde med anledning av att en A-aktie berättigar till tio röster och en B-aktie till en röst.

I prospektet uppges också på samma sida att Racon inför erbjudandet förvärvat Invik-aktier av serie A och serie B av majoritetsägarna (AB Kinnevik, Emesco AB m.fl.) för priser som motsvarar erbjudandets priser.

#### Racons åtagande att följa Takeover-reglerna

På sid. 3 i prospektet anges att Racon, i enlighet med lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden, dels den 25 april 2007 genom ett särskilt avtal med Stockholmsbörsen, dels den 26 april 2007 i det pressmeddelande genom vilket det offentliga erbjudandet lämnades, gentemot Stockholmsbörsen respektive ägarna av aktier och teckningsoptioner i Invik åtagit sig att följa Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (Takeover-reglerna) samt att underkasta sig de sanktioner Stockholmsbörsen kan komma att fastställa vid överträdelser av dessa regler.

Som framgår av sanktionsbestämmelserna (avsnitt V i Takeover-reglerna) innebär detta, såvitt avser Racons rättsställning gentemot Stockholmsbörsen, att om bolaget åsidosätter eller bryter mot Takeover-reglerna, bolaget av börsens disciplinnämnd kan åläggas att erlägga en avgift på lägst 50.000 kronor och högst 100.000.000 kronor.

Vad beträffar Racons rättsställning gentemot aktieägare och innehavare av teckningsrättsoptioner i Invik, innebär åtagandet att de sistnämnda vid åsidosättande av/brott mot reglerna kan kräva fullgörande eller skadestånd av Racon. Av erbjudandeprospektet (se avsnittet Tillämplig lag; tvister; översättning; på insidan av omslaget) framgår att tvister skall avgöras av svensk domstol, med Stockholms tingsrätt som första instans.

## Takeover-reglernas likabehandlingsbestämmelser

Avsnitt II.8 i Takeover-reglerna lyder sålunda:

*"Budgivaren skall erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare, kan dock vederlag i annan form, men med samma värde erbjudas dem."*

Avsnitt II.9, första stycket lyder sålunda:

*"Budgivaren kan ge innehavare av aktier med icke identiska villkor erbjudanden som skiljer sig åt i fråga om vederlagets form och värde. Om budgivaren erbjuder en premie i förhållande till aktiernas marknadsvärde skall denna premie vara procentuellt sett lika stor för samtliga aktier, om inte särskilda skäl motiverar olika premier."*

I kommentaren till sistnämnda bestämmelse sägs bl.a. följande:

*"När det gäller storleken av vederlaget för aktier bör utgångspunkten vara marknadsvärdet, om aktierna är marknadsnoterade. Är aktien onoterad eller är marknaden i aktien mindre väl utvecklad och marknadsvärdet därför inte representativt, får ett beräknat respektive justerat marknadsvärde läggas till grund. Beräkningarna skall därvid, i enlighet med allmänt accepterade principer, utgå från kursen för andra av målbolaget utgivna aktier med större omsättning".*

Aktiemarknadsnämnden har i ett antal ärenden under senare tid (bl.a. AMN 2004:18 (BRIO), AMN 2004:19 (VLT) och AMN 2005:13 (Intentia)) uttalat sig i frågan huruvida det i brist på kursnoteringar är acceptabelt att i offentliga erbjudanden fastställa ett marknadsvärde för en röststark aktie vilket på visst sätt överstiger marknadsvärdet på en B-aktie.

Av nämndens praxis kan utläsas att man tidigare inte ansett det strida mot god sed på aktiemarknaden – och följaktligen vara i överensstämmelse med Takeover-reglerna – att erbjuda ägare av A-aktie (med 10 gånger röstvärdet hos B-aktie) 10 procent högre ersättning än ägare av B-aktie, om inget marknadsvärde på A-aktien föreligger eller på annat sätt kan fastställas. I samtliga rapporterade fall som prövats av Aktiemarknadsnämnden handlar det om situationer där A-aktien över huvud taget inte varit föremål för handel, vid vilken A-aktiens prissättning varit offentligt tillgänglig.

Från mer fundamentala finansiella och rättsliga utgångspunkter kan i och för sig ifrågasättas varför aktier med samma rätt till utdelning och del i bolagets kapital skall betinga olika pris i

ett uppköpsförfarande. Aktiemarknadsnämnden har hittills inte i något uttalande närmare utvecklat grunderna för olika behandling av ägare till aktier med samma ekonomiska rättigheter men med olika röstetal.

Vad som anges på sid. 2 i prospektet angående att A-aktierna anses ha ett värde som är 10 procent högre än B-aktiernas marknadsvärde kan uppfattas som att det föreligger någon generell schablonregel av innebörd att röststarka aktier alltid skall åsättas ett högre pris. Detta är felaktigt. Någon sådan schablonregel finns inte. De uttalanden som Aktiemarknadsnämnden gjort och de ovan redovisade reglerna ger endast uttryck för att marknadsvärdet för aktier av olika slag skall vara normgivande och att i brist på marknadsvärde baserat på faktiska köp och försäljningar, ett hypotetiskt marknadsvärde skall beräknas, dvs. det pris som sannolikt skulle gälla vid köp och försäljning mellan oberoende parter.

Sammanfattningsvis torde rättsläget med utgångspunkt i Takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens praxis innebära

- att** budvederlag för varje slag av aktie i målbolaget skall bestämmas med utgångspunkt i det aktuella instrumentets faktiska marknadsvärde (jfr uttrycket "*verkligt värde*" vid tillämpningen av tvångsinlösenreglerna i 1975 års aktiebolagslag och uttrycket "*det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden*" i 22 kap 2§ i 2005 års aktiebolagslag samt i en rikhaltig praxis som kommit till uttryck i vägledande domar och skiljedomar),
- att** priset i en marknadsnotering är relevant,
- att** i fall där sådant pris inte föreligger eller av något annat skäl inte är representativt, ett beräknat/justerat marknadsvärde får läggas till **och**
- att** beräkning av värdet i fall där notering helt saknas eller är missvisande får ske i enlighet med allmänt accepterade principer med utgående från kursen för andra av målbolaget utgivna aktier med större omsättning.

#### Takeover-reglernas tillämpning på Invik-budets utformning

Takeover-reglerna innebär att marknadsvärdet på Inviks A-aktie respektive B-aktie skall

läggas till grund för budet och att budpremien skall vara densamma för båda aktieslagen.

För bedömningen huruvida Racon brutit mot Takeover-reglerna och därmed mot sitt kontraktuella åtagande gentemot Stockholmsbörsen och ägarna av Invik-aktier med avseende på prisskillnaden mellan A- och B-aktie i erbjudandet skall först konstateras vilken marknadsnotering som föreligger. Först om denna av något skäl inte kan anses tillförlitlig, därför att noterade priser avviker från vad som sannolikt skulle ha gällt under andra handelsförhållanden, skall ett hypotetiskt marknadsvärde beräknas.

För att ha rätt att avvika från faktiskt noterade priser på Inviks A-aktie måste man alltså först analyseras vilka faktorer som talar för att dessa priser är marknadsmässiga och vilka faktorer som talar för att de inte är det. Sådana faktorer är bland annat:

- Aktuell spridning
- Följsamhet i prissättningen i jämförelse med B-aktien
- Bolagsordningens konverteringsmöjlighet

Om ett hypotetiskt marknadspris skall beräknas kan dessutom följande faktorer vara av betydelse:

- Likabehandlingen vid avknoppningen från Kinnevik,
- Generella prisvariationer mellan röststarka respektive röstsvaga aktier på Stockholmsbörsen,
- Prisvariationer avseende Kinneviks A- respektive B-aktie
- Förekomsten av likabehandling av röststarka och röstsvaga aktier vid offentliga uppköpserbjudanden.
- Andra värderingsfaktorer.

#### Marknadsnotering avseende Inviks B-aktier och A-aktier

Inviks B-aktie är noterad på Stockholmsbörsens O-lista.

Inviks A-aktie har också den stor spridning på marknaden. Spridningen skedde genom avknoppning från Kinnevik hösten 2005, varvid spridningen i princip kom att bli densamma som för Kinneviks A-aktie. Därtill kommer att Kinnevik den 16 januari 2007 konverterade konvertibla skuldebrev - utgivna av Invik till Kinnevik före ”avknoppningen” av Invik - till A-aktier och B-aktier i Invik, varvid andelen utestående A-aktier i Invik kom att bli större än i Kinnevik.

För Inviks A-aktie gäller

- att det totala marknadsvärdet av dessa A-aktier uppgår till c:a 1.750.000.000 kronor
- att mer än 10 procent av samtliga A-aktier ägs av andra än huvudaktieägarna (Investment AB Kinnevik, Emesco-gruppen och närstående personer)
- att antalet A-aktieägare torde överstiga 1 000.

Inviks A-aktie är, efter avknoppningen från Kinnevik, föremål för organiserad handel. Kurser och andra relevanta uppgifter noteras dagligen på börssidorna (inklusive internetupplagorna) i dagspressen (Dagens Nyheter, Svenska Dagbladet, Dagens Industri). Noteringsrubrikerna är "Bequoted Inofficiella"/"Övriga Inofficiella". Här skall noteras, att bolaget Inviks ”börsfähihet” i skilda avseenden är säkerställd genom bolagets notering på Stockholmsbörsens O-lista. Argument som talar om ”smålistornas” osäkerhet till följd av brist på informationskrav och andra regler har därför ingen bäring i detta ärende.

Vid jämförelse mellan Inviks A- respektive B-aktiekurser kan konstateras att prissättningen varit helt parallell och i princip utan prisskillnad. Det saknas således skäl att på basis av kursutvecklingen anta att de noterade kurserna avseende A-aktien inte skulle vara ett rättvisande uttryck för marknadspriset.

#### Konverteringsförbehållet i Inviks bolagsordning

I Inviks bolagsordning infördes i anslutning till aktieutdelningen från Kinnevik en konverteringsrätt genom vilken A-aktie kan konverteras till B-aktie.

Redan införandet av konverteringsrätten och dess utformning ger uttryck för att Kinnevik och

Invik anser att en A-aktie har samma värde som en B-aktie. Ingen kompensationsersättning utgår vid omvandling av en A-aktie.

Därtill kan antas att konverteringsrätten indirekt underlättar en korrekt prissättning vid handel med A-aktier. Skälet är följande. Om A-aktieägare skulle anse att likviditeten i A-aktien vid något tillfälle är för dålig och därför riskerar att medföra en felaktig prissättning, kan istället konverteringsrätten användas. Det kan sägas att konverteringsrätten ger A-aktien samma likviditet som en B-aktie. Även mot den bakgrunden kan antas att de avslut och den notering som de facto skett avseende A-aktier i Invik varit marknadsmässiga.

#### Likabehandlingen vid utdelningen av Invik-aktierna; försäljningen av "udda aktier"

I anslutning till Kinneviks utdelning av aktier i Invik 2005 (se bl.a. noteringsprospektet sid. 3) kom "udda antal" Inviksaktier att genom bolagets/Handelsbankens försorg överlåtas på marknaden varvid innehavare av udda antal aktier erhöll samma ersättning - oavsett om de avyttrade udda aktierna var av serie A eller serie B. Även detta förfarande talar för att styrelserna för Kinnevik respektive Invik då ansåg att marknadsvärdet var detsamma för A-aktien som för B-aktien i Invik.

Utdelningen av Invik-aktierna som sådan torde ha utgått från att de olika aktieserierna i ekonomiskt hänseende var likställda. En utdelning med olika värden till Kinneviks aktieägare skulle annars ha stått i strid med aktiebolagslagens likabehandlingsregler.

#### För marknadsprisbedömningen relevanta marknadsförhållanden

Inviks A-aktie handlades under månaderna före budet i princip till samma kurs som B-aktien (marginella avvikelser uppåt och nedåt förekom). Marknadsvärdet på A-aktien och marknadsvärdet på B-aktien var följaktligen i princip detsamma under en fyramånadersperiod före offentliggörande av budet. Priset har för övrigt varit detsamma för A- respektive B-aktien alltsedan Invik-aktien delades ut hösten 2005.

Av betydelse är också vilka prisskillnader mellan röststarka och röstsvaga aktier som

förekommer på Stockholmsbörsen. Det saknas ett entydigt mönster när det gäller rabatter eller premier för röststarka aktier. Avvikelser av båda slag förekommer. Den genomsnittliga prisskillnaden på Stockholmsbörsen mellan röststarka respektive röstsvaga aktier är för närvarande ca 1 procent. Av visst intresse i sammanhanget är att även prisskillnaden mellan Kinneviks A- och B- aktie är mindre än 1 procent.

Utifrån relevanta marknadsförhållanden saknas således anledning att anta att priset på Inviks A-aktie – även frånsatt den faktiska marknadsnoteringen – skulle överstiga priset på B-aktien med 10 procent.

#### Jämförelse med andra bud på större företag

En genomgång av offentliga erbjudanden under senare år avseende målbolag med aktier med olika röstetal (1:10) visar att i flertalet av fallen erbjuds samma pris oavsett röstetal. I större bolag (senast Gambro) förekommer numera praktiskt taget aldrig någon prisskillnad.

Att Aktiemarknadsnämnden under samma period accepterat budkursskillnader upp till 10 procent i vissa fall där handel i A-aktien helt saknats och där även omständigheterna i övrigt torde ha varit väsentligen annorlunda har ingen relevans för Racons utformning av budet på Invik.

Aktiemarknadsnämndens här redovisade uttalanden är besked i enskilda ärenden och skall ses i ljuset av de särskilda omständigheterna som där varit för handen. Uttalandena kan inte tillämpas som en generell regel för varje budsituation. Vår uppfattning är att den generella principen är att alla aktier med samma ekonomiska rättigheter skall erbjudas samma pris i ett offentligt erbjudande, oavsett röstskillnader och oavsett om olika priser förekommit i handeln avseende olika aktieserier inför ett erbjudande.

#### Slutsatser

Det finns inga som helst skäl att i Invik-budet avvika från de föreliggande kursnoteringarna för A-respektive B-aktier. Eftersom dessa kurser under en relevant period före budet är i stort



sett lika skall enligt huvudregeln för prissättning vid offentliga uppköpserbjudanden i punkterna II.8 och II.9 i Takeover-reglerna budpriset vara detsamma. Aktier med samma marknadsvärde skall erbjudas samma ersättning.

Beträffande Invik finns, som ovan redovisats, en utmärkt och långvarig marknadsprissättning, ej blott på B-aktien, utan även på A-aktien. Det finns inga skäl som talar mot att de löpande kursnoteringarna i dagspress och på Internet skulle ange relevanta marknadspriser vid varje tillfälle. Det finns följaktligen inget skäl att frånga det pris marknaden satt på aktien, d.v.s. samma pris som på B-aktien.

Ovan har redogjorts för parallelliteten med värderingsreglerna vid tvångsinlösen. Högsta domstolen ansåg i det s.k. Balken-målet (NJA 1996 sid.293) att Balken-aktiens verkliga värde vid tvångsinlösen skulle bestämmas med ledning av de noteringar på dåvarande Stockholms fondbörs "griffeltavlor" som då fanns att tillgå och inte genom en särskild värdering.

Om man ändå skulle finna att den löpande marknadsprissättning som nu beskrivits och som varit densamma (lika kurs för A och B) under de år Inviks A- och B-aktier varit spridda och handlats på marknaden är missvisande och inte kan läggas till grund för utformningen av det offentliga erbjudandet, skall enligt Takeover-reglerna punkt II.9 ett marknadsvärde beräknas. Beräkningarna skall därvid, i enlighet med allmänt accepterade principer, utgå från kurser för andra av målbolaget utgivna aktier med större omsättning. Samtliga omständigheter talar entydigt för att det mest sannolika marknadspriset för Inviks A-aktie vid en sådan beräkning är detsamma som priset för Inviks B-aktie.

Racons offentliga uppköpserbjudande står därför i strid med Takeover-reglerna. Racon kan därför antas ha brutit mot sitt avtal med Stockholmsbörsen och med aktieägarna i Invik.

### ***Racons yttrande till Stockholmsbörsen***

Racon har i yttrande till Stockholmsbörsen 2007-06-18 anfört följande.

## Inställning

Racon anser att Fondernas hemställan i sin helhet skall lämnas utan avseende och att Stockholmsbörsen skyndsamt skall avslå Fondernas hemställan.

## Bakgrund

Racon, ett dotterbolag till Milestone ehf., träffade den 26 april 2007 avtal med Investment AB Kinnevik ("Kinnevik"), Emesco AB och vissa andra säljare ("Säljarna") om att förvärva 5.700.774 A-aktier och 2.387.520 B-aktier, representerande 25,9 % av aktiekapitalet och 63,1 % av rösterna ("Kontrollaktierna"), i Invik. Tillträde till Kontrollaktierna är villkorat av att tillstånd erhålls från relevanta myndigheter som övervakar finansmarknaden. Samtliga sådana tillstånd har ännu inte erhållits men så förväntas ske inom kort.

Förvärvsavtalens ingående föregicks av en strukturerad försäljningsprocess ledd av J.P. Morgan. I denna process biträdde Racon av Bear Stearns och Morgan Stanley som finansiella rådgivare och Gernandt & Danielsson som juridisk rådgivare. Säljarna anlidade J.P. Morgan som finansiell rådgivare och Linklaters som juridisk rådgivare. Vad gäller Bolaget biträdde det av Handelsbanken som finansiell rådgivare och Cederquist som juridisk rådgivare. Själva förvärvsprocessen har alltså varit synnerligen väl genomlyst från olika håll och samtliga berörda parter har erhållit rådgivning från välrenommerade rådgivare.

Försäljningsprocessen var upplagd på ett sådant sätt att Racon, i konkurrens med andra intressenter, i omgångar fick lämna bud på Kontrollaktierna. Buden var sedan föremål för förhandling med Säljarna och höjdes också under processens gång. Priserna som slutligen kom att gälla för förvärven av Kontrollaktierna, 253 kronor per A-aktie och 230 kronor per B-aktie, är således resultatet av en konkurrensutsatt förhandling med Säljarna. De priser som Racon erbjöd var de högsta som erbjöds i försäljningsprocessen, såväl vad gäller A-aktierna som B-aktierna. Det var således ingen annan intressent som erbjöd ett högre pris för Inviks B-aktier än Racon.

Såväl Säljarna som Racon var under försäljningsprocessen självfallet medvetna om att ett förvärv av Kontrollaktierna skulle utlösa budplikt för Racon. Nödvändiga förberedelser vidtogs också i detta avseende. Det är dock viktigt att poängtera att förvärvsprocessen inte avsåg försäljningen av hela Bolaget utan endast Kontrollaktierna. Erbjudandet till samtliga aktieägare och teckningsoptionsinnehavare i Invik som följde på förvärvet av Kontrollaktierna var en konsekvens av förvärvet av Kontrollaktierna och inte ett uttryck för en vilja att lägga ett bud på samtliga aktier i Bolaget.

### Erbjudandets utformning

Som nämnts ovan inträder en skyldighet för Racon att lämna ett budpliktsbud i samband med att tillträde sker till Kontrollaktierna. Även om denna skyldighet först uppkommer vid tillträdet till Kontrollaktierna valde Racon att offentliggöra Erbjudandet direkt i anslutning till ingåendet av förvärvsavtalen med Säljarna den 26 april 2007. Anledningen härtill var att möjliggöra för övriga aktieägare i Invik som accepterar Erbjudandet att erhålla likvid i anslutning till erläggandet av betalning för Kontrollaktierna. Därigenom uppnås en önskvärd likabehandling av aktieägare såvitt avser köpeskillingens erläggande.

Erbjudandet är således i formell mening ett frivilligt offentligt uppköpserbjudande, men som i alla avseenden följer reglerna för budpliktsbud i Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ("Takeover-reglerna"). Som framgår av erbjudandehandlingen för Erbjudandet (offentligjord den 21 maj 2007) kommer Erbjudandet också att per automatik konverteras till ett budpliktsbud så snart Kontrollaktierna tillträds.

Priset för Kontrollaktierna enligt förvärvsavtalen är 253 kronor per A-aktie och 230 kronor per B-aktie. Samma priser har erbjudits i Erbjudandet, något som följer av Takeover-reglerna. Detta innebär att det erbjudna priset för en A-aktie är 10 procent högre än det erbjudna priset för en B-aktie.

### Kapitalstrukturen i Invik

Aktiekapitalet i Invik är fördelat på 6.990.317 A-aktier och 24.587.106 B-aktier. En A-aktie

medför 10 röster och en B-aktie en röst. I övrigt har aktierna lika rätt i Bolaget.

Antalet aktieägare i Invik uppgick per den 30 april 2007 till 19.762. Av det totala antalet A-aktier ägdes cirka 95 procent av åtta ägare. Ägarkoncentration avseende A-aktien är alltså mycket stor.

Inviks B-aktier är noterade på Stockholmsbörsen och återfinns under symbolen INVKB, segment Mid Cap och sektor Financials. En handelspost består av 100 B-aktier.

Inviks A-aktier är *onoterade*. A-aktien är alltså *inte* föremål för en marknadsnotering, vilket synes göras gällande av Fonderna.

En försumbar inofficiell handel förekommer i A-aktierna. Redovisning av handeln sker genom beQuoted inofficiella. Under sexmånadersperioden, oktober 2006 – mars 2007, som föregick Erbjudandet var det endast under sju handelsdagar som omsättningen uppgick till en borspost eller mer. I övrigt skedde endast överlåtelser av enstaka aktier och sammanlagt antal avslut per månad uppgick till blott en handfull.

Under Erbjudandets anmälningssperiod upp till idag har i princip *ingen* handel i A-aktien förekommit – såvitt Racon kan finna har under denna tid avslut skett endast avseende en A-aktie. Den ställda köpkursen har under perioden uppgått till 240 kronor trots att priset i Erbjudandet är 253 kronor per A-aktie; någon säljkurs ställs överhuvud inte. Samtidigt har handeln i B-aktien varit mycket omfattande och avsluten i nivå med Erbjudandet.

Den totala omsättningen av A-aktier sedan B-aktiens notering i september 2005 uppgår till endast 12.014 A-aktier. Detta skall jämföras med en total omsättning av B-aktier om 42.952.937 aktier. Handeln i A-aktien utgör således cirka 0,28 promille av handeln i B-aktien.

Handeln i A-aktien är således i praktiken obefintlig. Ovanstående visar otvetydigt att prissättningen i A-aktierna överhuvud inte är pålitlig som en indikation på marknadsvärdet.

Kort om Fondernas hemställan

Som en bakgrund till Fondernas hemställan kan följande nämnas.

Företrädare för Fonderna samt för Boussard & Gavaudan Gestion ("BGG"), en fransk arbitragefond, kontaktade Racons finansiella rådgivare den 6 juni 2007 med önskemål om att få till stånd ett möte med Racon för att diskutera villkoren för Erbjudandet. Någon kontakt före detta datum förekom inte trots att Erbjudandet varit offentligt sedan den 26 april 2007.

Ett möte ägde sedermera rum mellan Fonderna, BGG och Racon den 8 juni 2007 vid Gernandt & Danielssons lokaler i Stockholm. Vid mötet framförde Fonderna och BGG sin uppfattning att den erbjudna premieskillnaden mellan A-aktier och B-aktier i Erbjudandet inte skulle vara förenlig med god sed på aktiemarknaden. Syftet med mötet var att förmå Racon att höja priset för B-aktien i Erbjudandet.

Racon förklarade att någon höjning av priset för B-aktien i Erbjudandet inte var aktuell. Vidare tillbakavisade Racon Fondernas och BGG:s påståenden som grundlösa.

Fonderna tog på måndagen den 11 juni 2007 förnyad kontakt med Racons finansiella rådgivare och översände också ett utkast till hemställan till Stockholmsbörsen. Fonderna lät meddela att hemställan skulle lämnas in den 12 juni 2007, men lät samtidigt också Racon förstå att en "uppgörelse" var att föredra. Racon meddelade redan samma dag företrädare för Fonderna att någon höjning av priset för B-aktien i Erbjudandet inte skulle ske och att Racon var tryggt förvissat om att god sed på aktiemarknaden följts i alla avseenden.

Den 12 juni 2007, tre dagar före utgången av den ursprungliga anmälningssperioden i Erbjudandet och före Racon hade förlängt anmälningssperioden i Erbjudandet, lämnade Fonderna in en hemställan till Stockholmsbörsen. I hemställan påstår Fonderna att Racon genom att erbjuda aktieägarna i Invik ovan beskrivna differentierade priser brutit mot Takeover-reglerna och yrkar att Stockholmsbörsen skall vidta relevanta sanktioner gentemot Racon i anledning därav.

Racon har noterat att BGG inte har undertecknat Fondernas hemställan, men Racon förmodar

att BGG ändå står bakom densamma.

### Relevanta bestämmelser i Takeover-reglerna

Takeover-reglerna vilar på principen att alla innehavare av värdepapper av *samma slag* i ett målbolag skall behandlas lika. Detta innebär bland annat att en budgivare vid ett offentligt erbjudande skall erbjuda innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie (punkten II.8).

För det fall det i målbolaget finns aktier med icke identiska villkor finns det en rätt för budgivaren att behandla innehavarna därav olika, bland annat genom att erbjuda villkor som skiljer sig åt i fråga om vederlagets form och värde (punkten II.9).

I kommentaren till den sistnämnda bestämmelsen sägs bland annat följande (vår kurs.):

”När det gäller storleken av vederlaget för aktier bör utgångspunkten vara marknadsvärdet, om aktierna är marknadsnoterade. Är aktien onoterad *eller* är marknaden i aktien mindre väl utvecklad och marknadsvärdet därför inte representativt, får ett beräknat respektive justerat marknadsvärde läggas till grund. Beräkningarna skall därvid, i enlighet med allmänt accepterade principer, utgå från kursen för andra av målbolaget utgivna aktier med större omsättning.

Förekommande premie, dvs. procentuellt påslag på det gällande eller beräknade marknadsvärdet, skall *i princip* vara lika stor för alla aktier. Förhållandena skiljer sig dock alltför mycket från fall till fall för att denna regel alltid skall kunna tillämpas strikt. Förutom avrundningar av praktisk natur, som alltid får göras, kan *kommersiella och marknadsmässiga skäl motivera avvikelser*. Exempelvis kan i vissa fall *röststarka aktier motivera en större premie* än övriga aktier. Skillnader i behandlingen av olika ägarkategorier får emellertid aldrig vara *oskälig*.

Sammanfattningsvis innebär första stycket att värdemässiga skillnader i det vederlag som erbjuds innehavare av aktier av olika slag kan bero på samma procentuella premie på olika marknadsvärden, olika premie på samma marknadsvärden eller en kombination av båda faktorer.”

### Prisskillnaden i Erbjudandet

#### *Onoterad A-aktie och försumbar handel*

Som framgått ovan följer av kommentaren till punkten II.9 i Takeover-reglerna att ett beräknat respektive justerat marknadsvärde får läggas till grund för bestämmandet av

vederlagets storlek om (i) aktien är onoterad *eller* (ii) marknaden i aktien är mindre väl utvecklad. Det är således frågan om alternativa och inte kumulativa rekvisit. Även om aktien skulle vara noterad är det således möjligt att lägga ett beräknat respektive justerat marknadsvärde till grund för bestämmandet av vederlagets storlek, om marknaden i aktien är mindre väl utvecklad. Detta ger enligt Racon en tydlig fingervisning om vilka nivåer av handel som krävs för att marknadsvärdet på en aktie skall anses vara representativt i Takeover-regelverkets mening.

I förevarande fall är A-aktien onoterad *och* marknaden i A-aktien är minst sagt mindre väl utvecklad. Att det värde som framgår av den inofficiella handeln i A-aktien inte är representativt och således inte kan läggas till grund för bestämmandet av vederlagets storlek är enligt Racon uppenbart. Fonderna synes i sin hemställan göra gällande att A-aktien är föremål för en marknadsnotering. Detta stämmer inte. A-aktien i Invik är inte föremål för en marknadsnotering. Som framgår redan av namnet är en onoterad aktie detsamma som en aktie som inte är föremål för någon marknadsnotering.

Förhållandena ovan uppmärksammades även av Aktiespararna i sin rekommendation av Erbjudandet daterad den 7 juni 2007. I rekommendationen anför Aktiespararna bland annat att ”A-aktien är endast inofficiellt noterad och illikvid, varför någon relevant premie inte låter sig beräknas”. Aktiespararnas uttalande är särskilt intressant eftersom Aktiespararna uttalar sig i egenskap av företrädare för ett kollektiv av mindre aktieägare i Invik.

Såvitt avser förekomsten av ett omvandlingsförbehåll i Inviks bolagsordning framgår av sidan 24 i Inviks årsredovisning för 2006 att förbehållet infördes eftersom A-aktien *inte* uppfyllde spridningskraven för en marknadsnotering. Omvandlingsförbehållet är givetvis av störst intresse för mindre aktieägare för vilka ett mindre innehav av A-aktier inte har någon betydelse för inflytandet i Invik. Omvandlingsförehållet kan sägas säkerställa ett golv för A-aktiens värde och inget annat.

*Priserna ett resultat av en förhandling på armlängds avstånd*

Förvärvet av Kontrollaktierna föregicks av en strukturerad och konkurrensutsatt

försäljningsprocess där avtalen om förvärv av Kontrollaktierna träffats på armlängds avstånd. Priserna är ett resultat av en förhandling mellan jämbördiga parter. De priser som överenskommits under denna process motsvarar således Kontrollaktiernas värde. Noteras kan också att ingen annan potentiell köpare i försäljningsprocessen erbjöd ett högre pris för B-aktien är Racon. Racon har också förstått att Kinnevik och de övriga Säljarna vid utvärderingen av buden i hög grad haft B-aktieägarnas intresse för ögonen.

Fonderna anför själva i sin hemställan att om ett hypotetiskt marknadsvärde skall beräknas, skall detta motsvara det pris som sannolikt skulle gälla vid köp eller försäljning mellan oberoende parter. I föreliggande fall behöver inget hypotetiskt marknadsvärde beräknas eftersom det redan föreligger en dylik transaktion mellan oberoende parter.

Köpet av Kontrollaktierna var det primära för Racon. Lämnandet av Erbjudandet är en följd av reglerna om budplikt. Som en följd av förvärvet av Kontrollaktierna är Racon enligt Takeover-reglerna och bestämmelserna om budplikt skyldigt att erbjuda samtliga aktieägare att sälja sina aktier till samma pris som erbjudits Säljarna.

#### *Premieskillnader vid förvärv av röststarka aktier*

Takeover-reglerna lämnar vidare utrymme för en prisdifferentiering även vid samma marknadsvärden för olika aktieslag. Av kommentaren till punkten II.9 i Takeover-reglerna följer att förekommande premie, det vill säga procentuellt påslag på det gällande eller beräknade marknadsvärdet, i princip skall vara lika stor för alla aktier men att förhållandena skiljer sig alltför mycket från fall till fall för att denna regel skall kunna tillämpas strikt och att exempelvis *kommersiella* och *marknadsmässiga* skäl kan motivera avvikelser. Som ett särskilt exempel nämns att *röststarka* aktier i vissa fall kan motivera en större premie än övriga aktier.

Att det i föreliggande fall förelegat kommersiella och marknadsmässiga skäl följer redan av att priset för Kontrollaktierna är resultatet av en konkurrensutsatt försäljningsprocess. Som skall utvecklas nedan reflekterar också priset för Kontrollaktierna just att dessa ger förvärvaren kontroll över Invik.



Det kan tyckas vara en smaksak huruvida prisskillnaden hänför sig till ett bedömt högre marknadsvärde eller en större premie på samma marknadsvärde. Klart är emellertid att Takeover-reglerna explicit medger prisdifferenser avseende aktier av olika slag och särskilt avseende röststarka aktier. Detta är en uppfattning som bekräftats ett flertal gånger i Aktiemarknadsnämndens praxis avseende god sed på aktiemarknaden.

#### *Tillåten prisskillnad även om tillförlitlig handel*

Racon vill i detta sammanhang också understryka att Takeover-regelverket och Aktiemarknadsnämndens praxis inte kan förstås på annat sätt än att en prisskillnad mellan röststarka A-aktier och andra aktier är tillåten *även* om det skulle föreligga en tillförlitlig handel och marknadsprissättning i A-aktien.

Det finns inget som motiverar varför en prisskillnad skulle vara tillåten om A-aktien är onoterad men otillåten om A-aktien skulle vara noterad. Motiven bakom en premie för röststarka aktier vid kontrollägarskiftet gör sig gällande med samma kraft i båda dessa situationer. Detta synsätt bekräftas också av Aktiemarknadsnämndens praxis om tillåtna prisskillnader mellan A- och B-aktier.

#### *Maktpremier vid förvärv av kontrollpost*

Då förvärvet av Kontrollaktierna motsvarar 63,1 procent av rösterna i Invik (men endast 25,9 procent av kapitalet) innebär detta att Budgivaren som en följd av förvärvet får kontroll över Invik. Eftersom Erbjudandet inte är, och enligt budpliktsreglerna inte heller får vara, villkorat av en viss anslutningsgrad i Erbjudandet måste Budgivaren räkna med möjligheten att endast bli ägare till Kontrollaktierna. I detta perspektiv ter det sig uppenbart att A-aktierna betingar ett högre värde än B-aktierna eftersom det är de förstnämnda som ger Budgivaren kontroll vid bolagsstämman i Invik.

Ett argument som förekommer i debatten är att om någon vill förvärva samtliga aktier i ett bolag är ingen prisskillnad för röststarka aktier motiverad då alla aktier – oavsett rösträtt – efter förvärvet har samma värde för förvärvaren. Logiken bakom argumentet synes vara att

röstvärdeskillnaden inte har någon betydelse ur köparens perspektiv om köparen lyckas förvärva hela bolaget. Argumentet brister i två fundamentala hänseenden;

- (i) dels bortses från att innehavare av röststarka aktier motsvarande en kontrollägarpost regelmässigt torde anse sina röststarka A-aktier betinga ett högre värde än röstsvaga B-aktier och därmed inte heller vara beredda att sälja sina röststarka A-aktier till samma pris som röstsvaga B-aktier,
- (ii) dels kan den som erbjuder sig att förvärva samtliga aktier i ett bolag inte vara förvissad om att lyckas med detta och torde därför regelmässigt vara beredd att betala mer för röststarka A-aktier som ger vederbörande kontroll över bolaget i fråga.

Båda dessa argument gör sig gällande i förevarande fall eftersom Erbjudandet föregåtts av förvärvet av Kontrollaktierna och Erbjudandet på grund av reglerna om budplikt saknar det sedvanliga villkoret om 90 procents anslutningsgrad.

#### *Förekommande prisskillnader mellan röststarka och röstsvaga aktier i noterade bolag*

Även i bolag som har både röststarka och röstsvaga aktier noterade förekommer det prisskillnader.

Emellertid tar den jämförelse avseende skillnader i prissättning mellan röststarka och röstsvaga aktier i Kinnevik och ett genomsnitt för andra bolag noterade på Stockholmsbörsen som framförs i Fondernas hemställan inte hänsyn till att värdet på jämförda aktier har sin utgångspunkt i transaktioner med små aktieposter där röstskillnaden inte har något egentligt värde för vare sig säljaren eller köparen.

Prisskillnaden i åtskilliga bolag är dessutom flera gånger större än den av Fonderna angivna (en procent). Så är fallet exempelvis för följande bolag vilka har nedanstående prisskillnader mellan röststarka aktier och röstsvaga aktier:

- (i) SSAB, cirka 8 %;
- (ii) Atlas Copco, cirka 8 %;
- (iii) Industrivärden, cirka 7 %;
- (iv) SE Banken, cirka 4 %; och
- (v) Ratos, cirka 3 %.

Samtliga angivelser avser prisskillnader per den 14/15 juni 2007.

### Aktiemarknadsnämndens praxis

Aktiemarknadsnämnden har i flera uttalanden, senast i AMN 2004:18, 2004:19 och 2005:13, behandlat frågan om skillnader i vederlag till ägare av A- och B-aktier vid offentliga uppköpserbjudanden.

I AMN 2004:18 och 2005:13 fann nämnden att en prisskillnad om 12 procent mellan onoterade A-aktier och noterade B-aktier var acceptabel.

I AMN 2004:19 och 2005:13 påpekade nämnden att huvudregeln, att det procentuella påslaget på marknadsvärdet skall vara lika stort för alla aktier, kan vara svårtillämpat i sådana fall då det i målbolaget finns både röststarka och röstsvaga aktier och det endast är de röstsvaga aktierna som är *noterade*. Vidare konstaterade nämnden att beräkningen av ett marknadsvärde för onoterade röststarka aktier som inte är föremål för någon egentlig omsättning på aktiemarknaden försvåras av att det i hög grad är beroende av ägarstrukturen och eventuella planerade förändringar i denna i vad mån röststyrkan skall tilläggas ett särskilt värde som innebär att marknadsvärdet av de aktierna skall antas vara högre än för de noterade aktierna.

Omständigheterna i förevarande fall är i allt väsentligt mycket lika de som framkommer i nyssnämnda avgöranden där en prisskillnad ansetts förenlig med god sed på aktiemarknaden: Budgivaren avsåg att i samband med ett förestående kontrollägarskifte erbjuda ett högre värde för röststarka aktier på grund av att budgivaren på detta sätt kunde erhålla en röstmajoritet vid bolagsstämman i målbolaget, den övervägande andelen av A-aktierna var samlade på ett fåtal

storägare och A-aktien var onoterad. I något fall skulle dessutom ett förvärv av en kontrollägarpost, liksom i förevarande fall, utlösa budplikt för förvärvaren.

Av Aktiemarknadsnämndens praxis och Takeover-reglernas ordalydelse framgår vidare att för att en prisskillnad skall anses strida mot god sed krävs att den skall framstå som *oskälig* vilket, som Aktiemarknadsnämnden också konstaterar, är ett starkt uttryck.

Aktiemarknadsnämnden har härvid anfört att en viss marginal måste kunna föreligga mellan vad som från marknadsmässig synpunkt kan vara föremål för diskussion och vad som skulle kunna rubriceras som oskäligt. Enligt nämndens mening är det att gå för långt att utan vidare beteckna en prisskillnad *överstigande* 10 procent som oskälig. Uttalandet i sig presumerar alltså att en prisskillnad om 10 procent är tillåten. Enligt Racons mening är det uppenbart att skillnaden i behandling av A- och B-aktieägare i förevarande fall inte är oskälig.

Aktiemarknadsnämnden har också gått igenom samtliga offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i bolag på Stockholmsbörsen under perioden 2000-01-01 – 2004-07-12. Sammanlagt lades 25 erbjudanden om förvärv av aktier i bolag med A- och B-aktier under perioden. I de 10 erbjudanden där en prisskillnad förelåg var fördelningen följande: 23 %, 20 %, 19 %, 15 %, 12 %, 11 %, 10 %, 10 %, 10 %, 5 %. I tre av fallen var A-aktien noterad och i sju fall onoterad. Aktiemarknadsnämndens genomgång visar inte bara att prisskillnader är vanliga utan också att Fondernas påstående att det inte skulle föreligga prisskillnader mellan A- och B-aktier när A-aktien är noterad är felaktigt. Prisskillnader förekommer både när A-aktien är noterad och när A-aktien är onoterad.

#### Vissa övriga påpekanden avseende Fondernas hemställan

##### *Utdelningen av Invik-aktierna*

Fonderna synes i sin hemställan göra gällande att det vid avknoppningen av Invik till Kinneviks aktieägare inte gjordes någon skillnad mellan A- och B-aktier. Av de handlingar som lades fram inför den bolagsstämma i Kinnevik som beslutade om utdelningen av Invik-aktierna framgår att ägare av A-aktier i Kinnevik erhöll A-aktier i Invik och att ägare av B-aktier i Kinnevik erhöll B-aktier i Invik. En mer tydlig åtskillnad går inte att åstadkomma. Att

som Fonderna hävda att en försäljning av ”udda antal” aktier i Invik skulle vara representativt för A-aktiens verkliga värde vid förvärv av en kontrollpost är helt enkelt inte rimligt.

#### *Kinneviks konvertering till A-aktier*

Av intresse är också att Kinnevik vid utnyttjandet av sitt konvertibla skuldebrev med rätt att erhålla 4.519.230 aktier i Invik kunde välja mellan att konvertera till A- eller B-aktier och därvid valde att konvertera till maximalt tillåtet antal A-aktier. Även detta visar på A-aktiens högre värde.

#### *Storleken på det aktuella målbolaget*

Fonderna synes i sin hemställan göra gällande det för frågan om prisskillnader mellan röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier skulle vara av betydelse vilken storlek det aktuella målbolaget har.

För det första skall sägas att budet på Invik värderade Bolaget till cirka 7,4 mdr kronor. Storleken på Invik är således mer jämförbar med exempelvis Intentia (budvärde cirka 3,5 mdr kronor), där en prisskillnad förelåg, än Gambro (budvärde cirka 39 mdr kronor) där ingen prisskillnad förelåg.

Alldeles oavsett detta ställer sig Racon frågande till varför Bolagets storlek skulle vara av betydelse för frågan om tillåtligheten av en prisdifferentiering. Det finns inget som motiverar varför en prisskillnad skulle vara tillåten avseende ett mindre bolag men otillåten för ett större bolag. Motiven bakom en premie för röststarka aktier vid kontrollägarskiften gör sig gällande med samma kraft i båda fallen.

Härvid skall också uppmärksammas att tvärt emot vad Fonderna påstår är det tämligen ofta som det förekommer en prisskillnad mellan röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier i samband med offentliga uppköpserbjudanden. En väl etablerad praxis av detta slag ändras inte av den omständigheten att det under lite drygt ett års tid inte förekommit några sådana prisskillnader, särskilt inte mot bakgrund av det begränsande antal uppköpserbjudanden som

offentliggörs varje år.

### *Värderingsregler vid tvångsinlösen*

Fonderna har i sin hemställan dragit paralleller med värderingsreglerna vid tvångsinlösen. Racon kan överhuvud inte se att dessa värderingsregler skulle ha någon som helst betydelse för den föreliggande frågan och förstår inte vad Fonderna menar i denna del.

Frågan om tillåtligheten av prisskillnader mellan röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier inom ramen för ett offentligt uppköpserbjudande skall avgöras med tillämpning av Takeoverregelverket och Aktiemarknadsnämndens praxis.

### Förutsebarhet i regeltillämpningen

Som framgått ovan har förvärvet av Kontrollaktierna och lämnandet av Erbjudandet föregåtts av minutiösa förberedelser med ett stort antal rådgivare inblandande. Planeringen har inte bara avsett själva Erbjudandet utan också dess finansiering och således involverat även långivande finansinstitut. Härvid har berörda parter förlitat sig på ordalydelsen i Takeoverreglerna och Aktiemarknadsnämndens entydiga praxis och därvid bedömt att den förekommande prisskillnaden mellan aktieslagen är förenlig med tillämpliga regler och praxis.

Budgivaren har vidare under processens gång hela tiden varit mycket mån om att samtliga aktieägare skall behandlas skäligt. Exempelvis var det av stor vikt för Budgivaren att Erbjudandet skulle ha stöd av Inviks styrelse. Detta var också ett villkor för förvärvet av Kontrollaktierna. Inviks styrelse har också rekommenderat Erbjudandet. Rekommendationen stöds därtill av en så kallad "fairness opinion" från Handelsbanken av vilken framgår att ersättningen i Erbjudandet enligt Handelsbanken är skäligen såväl för A- som B-aktieägarna. Racon har också förstått att Säljarna värnat om B-aktieägarnas intresse vid utvärderingen av de olika buden.

Den förekommande prisskillnaden har diskuterats under hand med representanter för

Aktiemarknadsnämnden. Det besked som därvid erhöles var att prisskillnaden var förenlig med god sed på aktiemarknaden. Därutöver har Stockholmsbörsen informellt tagit del av erbjudandehandlingen under förfarandet med att få denna godkänd och registrerad av Finansinspektionen. Även om ovanstående självfallet inte kan jämföras med en formell granskning eller ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden är det ändå en tydlig indikation på att berörda aktörer fått möjlighet att tycka till såvitt avser Erbjudandets förenlighet med Takeover-regelverket. Stockholmsbörsen har inte heller själv initierat någon utredning eller haft några frågor i anledning av den förekommande prisskillnaden.

Erbjudandet och dess genomförande har förberetts av samtliga inblandade parter med stor noggrannhet och utan avsikt att i något avseende tangera gränserna för vad som är tillåtet. Inför Erbjudandets genomförande har alla inblandande parter förutsatt att Erbjudandet, inklusive prisskillnaden, är förenligt med Takeover-reglerna och kan genomföras som planerat. Vid inget tillfälle under Erbjudandets förebereelser har misstanke fattats om att Erbjudandets utformning skulle vara regelvidrigt på det sätt Fonderna påstår i sin hemställan.

För det fall Stockholmsbörsen skulle anse att prisdifferensen om 10 procent inte är förenlig med god sed på aktiemarknaden, skulle detta enligt Racon radikalt ändra rättsläget i denna fråga, med stora, för att inte säga förödande, konsekvenser för Racon.

Fonderna själva låter förstå att vad de försöker åstadkomma är en förändring av nuvarande praxis. I Fondernas pressmeddelande av den 14 juni 2007 uttalas att (vår kurs.) "[G]od sed på aktiemarknaden genomgår en successiv *förändring*. Det kan inte *längre* anses vara förenligt med god sed att differentiera priset mellan A- och B-aktier vid offentliga uppköpserbjudanden".

Rättsäkerheten, förutsebarheten i regeltillämpningen och i förlängningen förtroendet för aktiemarknaden talar entydigt och med styrka för att sådana kursändringar skall ske genom regeländringar, initiativuttalanden eller liknande och inte via *ad hoc* avgöranden mot en enskild budgivare som i praktiken får en retroaktiv verkan.

Tidpunkten för Fondernas ingivande av hemställan

Budgivaren finner sig avslutningsvis föranlåten att nämna följande.

Fonderna har valt att lämna in sin hemställan så sent som tre dagar före utgången av den ursprungliga anmälningssperioden i Erbjudandet och före det att Budgivaren förlängde anmälningssperioden i Erbjudandet. Första tillfället då Fonderna kontaktade Budgivaren i frågan, och då blott i ospecificerade ordalag, var endast sju arbetsdagar före anmälningssperiodens utgång.

Racon anser att detta är anmärkningsvärt.

Erbjudandet lämnades den 26 april 2007 och skillnaden i pris mellan A- och B-aktier framgick tydligt i det pressmeddelande varigenom Erbjudandet lämnades. Prisskillnaden har således varit känd för Fonderna under lång tid. Om Fonderna verkligen anser att Erbjudandet strider mot Takeover-regelverket frågar Racon sig varför Fonderna väntar till veckan före anmälningssperiodens utgång med att påpeka detta.

Budgivaren vill härvid påminna om att en för det svenska Takeover-regelverket grundläggande princip är att alla inblandade parter i budprocesser, inte bara budgivaren, skall agera skyndsamt och på ett sätt som upprätthåller förtroendet för aktiemarknaden.

### Sammanfattning

Det i Erbjudandet erbjudna priset för en A-aktie är 10 procent högre än det erbjudna priset för en B-aktie.

Mot bakgrund av Takeover-regelverkets ordalydelse, Aktiemarknadsnämndens praxis och vad som i övrigt anförts ovan finns det inte skäl att se annorlunda på detta fall än de fall som tidigare behandlats av Aktiemarknadsnämnden och där skillnader i vederlag med upp till 12 procent ansetts godtagbara.

Skillnaden i vederlag för A- respektive B-aktier i Invik i Erbjudandet är således förenlig med



Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

## 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.

Enligt nämndens mening måste frågan om vad som är en acceptabel prisskillnadsnivå mellan A-aktier och B-aktier i ett offentligt uppköpserbjudande avgöras i ljuset av regelverkets utformning, nämndens tidigare uttalanden i ämnet och praxis på marknaden.

Takeover-reglerna vilar bl.a. på principen att budgivare skall behandla målbolagets aktieägare på ett likvärdigt sätt. Det innebär bl.a. att en budgivare vid ett offentligt erbjudande skall erbjuda innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie (punkten II.8). För det fall det i målbolaget finns aktier med icke identiska villkor kan budgivaren ge innehavarna därav erbjudanden som skiljer sig åt i fråga om bl.a. vederlagets värde (punkten II.9). I reglerna sätts inte någon gräns för hur stor denna skillnad får vara. Av kommentaren till punkten II.9 framgår dock att skillnader i behandlingen av olika ägarkategorier aldrig får vara oskälig.

Aktiemarknadsnämnden har under senare år meddelat flera uttalanden rörande skillnader i vederlag till ägare av onoterade A- och noterade B-aktier vid planerade offentliga erbjudanden, se bl.a. AMN 2004:18 och 19 samt 2005:13. I likhet med vad som var fallet i de

uttalandena handlar det nu aktuella fallet om vad som är en acceptabel prisskillnadsnivå mellan onoterade A-aktier och noterade B-aktier. Inviks B-aktie är noterad vid Stockholmsbörsen medan A-aktien inte är noterad och inte heller uppfyller börsens noteringskrav. Att det förekommer en viss inofficiell handel i A-aktierna och att kurser baserade på denna handel redovisas genom beQuoted, som är en leverantör av bolagsinformation och kursinformation för värdepappersinstitut som bedriver aktiehandel i inofficiellt handlade bolag, innebär inte att aktien är noterad och kan enligt nämndens mening inte heller anses innebära att A-aktierna har ett marknadsvärde som är etablerat på ett sådant sätt att det kan jämföras med det som normalt uppkommer som en följd av en notering.

Enligt kommentaren till punkten II.9 bör fastställandet av storleken på vederlaget för onoterade A-aktier ta sin utgångspunkt i ett beräknat marknadsvärde. Hur ett sådant marknadsvärde skall bestämmas måste avgöras från fall till fall, eftersom det inte finns någon allmänt giltig metod. På det sålunda beräknade marknadsvärdet kan därefter göras ett påslag (premie) vilket, enligt vad som framgår av kommentaren, av exempelvis kommersiella eller marknadsmässiga skäl kan vara större på A-aktierna än B-aktierna. Skillnader i behandlingen av olika ägarkategorier kan alltså bero på olika marknadsvärden, olika premier eller en kombination av båda men skillnaderna får, som ovan påpekats, aldrig vara oskäligen.

I de ovan nämnda uttalandena under år 2004 och 2005 konstaterade nämnden att det visserligen var en spridd uppfattning på aktiemarknaden att en eventuell prisskillnad mellan onoterade aktier med högre röstvärde och noterade aktier med lägre röstvärde vid ett offentligt erbjudande bör vara högst 10 procent men att en viss marginal måste kunna föreligga mellan vad som från marknadsmässig synpunkt kan vara föremål för diskussion och vad som skall kunna rubriceras som oskäligt. Det mötte i de då aktuella fallen enligt nämnden inte några hinder från synpunkten av god sed på aktiemarknaden att erbjuda en prisskillnadsnivå om 12 procent mellan onoterade A-aktier och noterade B-aktier. Nämnden har inte gjort några senare uttalanden i frågan.

Huruvida det alltfjänt kan anses vara en på aktiemarknaden spridd uppfattning att en eventuell prisskillnad mellan onoterade aktier med högre röstvärde och noterade aktier med lägre röstvärde vid ett offentligt erbjudande får vara så hög som omkring 10 procent kan möjligen ifrågasättas. Däröf vittnar redan Fondernas skrift till Stockholmsbörsen. Det förhåller sig

också obestriddigen så att det i de offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i bolag noterade på Stockholmsbörsen som förekommit sedan nämnden senast uttalade sig i ämnet inte har funnits några skillnader i det erbjudna priset för onoterade A-aktier respektive noterade B-aktier. Det rör sig emellertid om en relativt kort tidsperiod och ett begränsat antal erbjudanden (sju relevanta erbjudanden).

Sammantaget kan vad ovan anförts enligt nämndens mening inte leda till annan slutsats än att Racon följt Takeover-reglerna och handlat i enlighet med vad som varit att uppfatta som och – till dess annat framkommer genom ändringar av regelverket, nämndens uttalanden eller en fast praxis på marknaden alltjämt får betraktas som – god sed på aktiemarknaden.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Johan Flodström och Arne Karlsson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog