

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:31**

**2007-09-07**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 25 augusti 2007 en framställning från Advokatfirman Vinge som ombud för OMX AB med anledning av att Borse Dubai den 9 augusti 2007 klockan 08.59 utfärdade ett pressmeddelande om att Borse Dubai ”avser att inleda en så kallad book-building-process med vissa utvalda investerare i syfte att genomföra förvärv av aktier i OMX Aktiebolag till ett pris om 230 kronor samt att ingå optionsavtal avseende aktier i OMX Aktiebolag till ett lösenpris om 230 kronor”. I framställningen ställs frågan om utformningen av Borse Dubais erbjudande är förenlig med OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler om offentliga uppköpserbudanden (”Takeover-reglerna”) och god sed på aktiemarknaden givet de i samband med erbjudandet träffade optionsavtalen? Frågan har bäring på det av Borse Dubai erbjudna vederlaget och principen om likabehandling av målbolagets aktieägare.

### **OMX framställning**

I framställning till nämnden anförs i huvudsak följande.

Den 17 augusti 2007 offentliggjorde Borse Dubai Limited (”Borse Dubai”) ett offentligt uppköpserbudande avseende aktierna i OMX (”Borse Dubais Erbjudande”).

Borse Dubais Erbjudande föregicks, såvitt framgår av tillgängliga uppgifter, av att Borse Dubai dels förvärvade aktier i OMX motsvarande knappt fem procent av aktierna och rösterna i OMX, dels träffade optionsavtal med ett antal aktieägare i OMX avseende ytterligare drygt tjugotvå procent. Borse Dubai utfärdade den 9 augusti 2007 två pressmeddelanden härom.

Det första av dessa pressmeddelanden har befunnits utgöra ett offentligt uppköpserbjudande.

The NASDAQ Stock Market, Inc ("Nasdaq") offentliggjorde den 25 maj 2007 ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i OMX ("Nasdaqs Erbjudande"). Styrelsen för OMX har rekommenderat aktieägarna att acceptera Nasdaqs Erbjudande. Nasdaqs Erbjudande är villkorat av att rekommendationen inte återkallas.

Styrelsen för OMX är skyldig att offentliggöra sin uppfattning även beträffande Borse Dubais Erbjudande. Styrelsen har därvid att överväga det erbjudna vederlaget, inte minst ställt mot Nasdaqs motsvarande erbjudande. Styrelsen har i sammanhanget att beakta samtliga aktieägares intresse, varför det också är av betydelse för styrelsen att säkerställa att aktieägarna i OMX likabehandlas i fråga om det lämnade erbjudandet.

Mot denna bakgrund har OMX funnit anledning att inhämta Aktiemarknadsnämndens uttalande i ett avseende, som har bäring på det av Borse Dubai erbjudna vederlaget och principen om likabehandling av målbolagets aktieägare.

Som de ovannämnda optionsavtalen refereras i det pressmeddelande varigenom Borse Dubais Erbjudande offentliggjordes den 17 augusti 2007, innefattar varje optionsavtal två moment: en köption för Borse Dubai och en säljoption för motparten (aktieägaren).

Köptionen ger Borse Dubai rätt att förvärva motpartens OMX-aktier förutsatt att Borse Dubai erhåller erforderliga myndighetstillstånd och fullföljer ett offentligt uppköpserbjudande avseende OMX.

Säljoptionen föreskriver så kallad cash settlement, dvs. den lämnar inget utrymme för fysisk avveckling genom överlåtelse av aktier. I stället ger säljoptionen aktieägaren rätt att - om köptionen löper ut - erhålla ett kontantbelopp motsvarande det belopp med vilket OMX-aktiens börskurs understiger 230 kronor. Om Borse Dubai skulle höja budpriset i sitt erbjudande, förefaller säljoptionen ge motparten rätt att i stället erhålla ett kontantbelopp

motsvarande det belopp med vilket OMX-aktiens marknadskurs understiger det höjda budpriset.

Exempel: Antag att Borse Dubai beslutar att inte fullfölja sitt erbjudande (230 kronor per aktie) därför att något eller några uppställda fullföljandevillkor inte uppfyllts. Antag vidare att OMX-aktiens börskurs vid detta tillfälle är 220 kronor. De aktieägare med vilka Borse Dubai träffat optionsavtal synes då - förutom att de har sina aktier i behåll - ha rätt att erhålla en kontantkompensation om 10 kronor per aktie.

De aktieägare i OMX som har träffat optionsavtal med Borse Dubai synes genom säljoptionen ha erhållit ett slags "försäkring", som övriga aktieägare inte har. Denna "försäkring" har ett värde för de berörda aktieägarna.

De aktieägare som träffat optionsavtal med Borse Dubai inom ramen för dess erbjudande den 9 augusti 2007 har, skulle det kunna hävdas, genom utställande av köptionen gjort ett åtagande motsvarande en förhandsaccept av Borse Dubais Erbjudande, vilken kompenseras genom den av Borse Dubai utställda säljoptionen. Det skulle kunna sägas att Borse Dubai förvärvat en köption/förhandsaccept mot vederlag motsvarande säljoptionens värde.

Det synes mot denna bakgrund kunna ifrågasättas om optionsavtalen inte innebär en olikbehandling av aktieägarna i OMX.

OMX noterar i sammanhanget punkt II.9 sista stycket Takeover-reglerna. Bestämmelsen avser en situation som synes vara principiellt likartad den som nu är för handen.

Bestämmelsen innebär enligt handledningstexten att budgivarens sammanlagda vederlag för en aktie och en utelöpande köption avseende aktien i fråga inte får överstiga vad som betalas för andra aktier som inte utgör underliggande tillgång till köptionen. Vad som betalas för sådana underliggande aktier måste alltså reduceras med vad som erlagts för motsvarande köption.

OMX citerar också Regel 16 i The City Code on Takeovers and Mergers och not 1 till denna regel:

"Except with the consent of the Panel, an offeror or persons acting in concert with it may not make any arrangements with

shareholders and may not deal or enter into arrangements to deal in shares of the offeree company, or enter into arrangements which involve acceptance of an offer, either during an offer or when one is reasonably in contemplation, if there are favourable conditions attached which are not being extended to all shareholders.”

#### Noten lyder:

“An arrangement to deal with favourable conditions attached includes any arrangement where there is a promise to make good to a vendor of shares any difference between the sale price and the price of any subsequent successful offer. An irrevocable commitment to accept an offer combined with an option to put the shares should the offer fail will also be regarded as such an arrangement.”

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs att nämnden uttalar huruvida utformningen av Borse Dubais Erbjudande är förenlig med Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden givet de i samband med erbjudandet träffade optionsavtalen.

### Borse Dubais yttrande

Borse Dubai har beretts tillfälle att yttra sig över framställningen och anför i huvudsak följande.

#### *Innehållet i och effekten av optionsavtalen*

Såsom beskrivits i budpressmeddelandet av den 17 augusti 2007, utgör de optionsavtal som HSBC Bank plc (”HSBC” eller ”Köparen”) ingått med ett begränsat antal utvalda institutionella investerare (”Optionsinnehavarna”) och som är föremål för s.k. back-to-back avtal med Borse Dubais helägda dotterbolag Borse Dubai (Cayman) Limited (”Borse Dubai Cayman”, den egentliga köparen), privata och under sekretess (med undantag för det fall krav finns på offentliggörande) förhandlade avtal. Avtalen ingicks innan något publikt erbjudande om att förvärva samtliga aktier i OMX lämnats och utanför Erbjudandet. Eftersom avtalens kontantavräkningsdel utgör s.k. over-the-counter-derivatavtal enligt ISDA-villkoren kunde avtalen endast ingås mellan professionella parter och på individuellt förhandlad basis. Dessutom var det en förutsättning för ingående av optionsavtal i det aktuella fallet, att motparten redan tidigare hade träffat ett ISDA Master Agreement med HSBC.

Ingåendet av optionsavtalen har sin grund i reglerna om ägarprövning, enligt vilka Borse Dubai inte utan föregående ägarprövning, något som kan ta upp till tre månader, får förvärva mer än ett begränsat antal aktier i OMX. I annat fall hade Borse Dubais samtliga förvärv genomförts genom direkta köp av aktier.

Enkelt uttryckt utgör optionsavtalen ekonomiskt sett inget annat än ett köp, respektive en försäljning, av den underliggande OMX-aktien till ett pris om 230 kronor per aktie, exklusive utdelning, förenat med en ensidig rätt för Köparen att påkalla fysisk leverans till samma pris som denne kan komma att åta sig att betala till övriga aktieägare i OMX. I ett ekonomiskt perspektiv motsvarar optionsavtalet ett syntetiskt, kontantavräkningsbart, förvärv av aktier i OMX, med en option för Köparen att omvandla kontantavräkningsoptionen till en rätt till fysisk leverans av aktier. Optionen avseende fysisk leverans får dock endast påkallas av Köparen om Borse Dubai eller dess dotterbolag lämnar ett offentligt erbjudande och efter det att samtliga erforderliga myndighetstillstånd har erhållits och erbjudandet har fullföljts. Villkoret om kontantavräkning innebär att parterna, istället för fysisk överlåtelse av aktier, kan avveckla optionen genom kontant betalning av ett belopp som motsvarar skillnaden mellan optionens lösenpris och OMX-aktiens börskurs under en bestämd tidsperiod. Det innebär att, om optionen kontantavräknas, de aktieägare som har ingått optionsavtal antingen kan komma att erhålla betalning (vid kontantavräkning av säljoptionen) eller bli tvungna att erlägga betalning (vid kontantavräkning av köpoptionen).

Det skall understrykas att Optionsinnehavarna har förbundit sig att sälja sina aktier till ett pris om 230 kronor eller till priset i ett höjt bud från Borse Dubai. Om Nasdaq eller någon annan skulle lämna ett erbjudande som överstiger 230 kronor, kan Optionsinnehavarna, till skillnad från andra aktieägare, inte dra någon ekonomisk fördel av ett sådant erbjudande.

Om det exempelvis antas att Nasdaq, såsom vinnande budgivare, skulle lämna ett erbjudande om 250 kronor, måste Optionsinnehavarna i enlighet med optionsvillkoren fortfarande sälja OMX-aktier till Köparen för 230 kronor. Övriga aktieägare kan sälja till Nasdaq för 250 kronor. Som ett resultat av Optionsinnehavarnas åtagande enligt optionsavtalen att sälja sina aktier till Köparen för 230 kronor, kan Optionsinnehavaren inte välja att sälja sina aktier till ett högre marknadspris och få samma positiva ekonomiska utfall som andra aktieägare kan få

vid en sådan försäljning. För det fall Borse Dubai genomför ett offentligt erbjudande till ett högre pris än 230 kronor, får Optionsinnehavarna ta del av detta högre pris, men en sådan höjning tillfaller samtliga aktieägare. Det är dock endast Optionsinnehavarna som är förhindrade att dra nytta av ett högre konkurrerande bud eller av den kursuppgång som skett efter pressmeddelandet om book-building-processen.

Det är riktigt att övriga aktieägare, om Borse Dubais bud skulle falla, inte har ett avtalsgrundat skydd om priset på OMX-aktien sjunker under 230 kronor. De har dock alltsedan Borse Dubai lämnade pressmeddelandet om book-building-processen haft en möjlighet att i marknaden sälja sina aktier till samma eller högre pris. Det är viktigt att notera att samtliga övriga aktieägare har dragit nytta av book-building-processen som, från det att pressmeddelandet lämnades till det att processen var avslutad, resulterade i att priset på marknaden steg från 217 kronor till 230 kronor, och därefter även högre. Eftersom book-building-processen innefattade ett pressmeddelande innan handeln öppnade, kunde samtliga aktieägare dra nytta av book-building-processen, samtidigt som de skyddades från risken att sälja sina aktier till ett lägre pris i en marknad som var okunnig om book-building-processen.

### Likabehandling

I Sverige är det tillåtet att förvärva aktier inför ett offentligt uppköpserbjudande och detta måste gälla även för syntetiska köp. Eftersom det endast är Köparen som kan påkalla fysisk leverans av aktier, och detta endast efter det att Borse Dubais erbjudande har fullföljts, kan arrangemanget inte utgöra grund för olika behandling av aktieägarna, då ingen rätt att påkalla fysisk leverans tillerkänts Optionsinnehavarna.

Regel II.9 i Takeover-reglerna behandlar helt andra situationer och är därför inte tillämplig i förevarande fall. Det finns inte heller grund för att analogivis av regeln dra slutsatsen att optionsavtalen skulle vara otillåtna eller på något sätt olämpliga. Inte heller Takeover-reglernas punkt II.8 (angående likabehandling), II.10 (angående förvärv före erbjudandet), II.11 (angående förvärv under erbjudandet) eller II.12 (angående förvärv efter erbjudandet) antyder att det skulle vara oförenligt med reglerna eller med god sed att ingå optionsavtal på det sätt som skett i förevarande fall.

I samband med förvärv utanför ett offentligt erbjudande, kan inte kravet på likabehandling innebära identisk behandling. Om så vore fallet skulle vanliga förvärv på marknaden, som oundvikligen genomförs på andra villkor än budvillkoren, inte vara tillåtna.

Aktiemarknadsnämnden har i sitt uttalande 2002:20 slagit fast att:

”NBK-rekommendationen hindrar för övrigt inte en budgivare från att utanför budet förvärva aktier i målbolaget både på och utanför börsen mot kontant betalning, även om det saknas kontantalternativ i budet. Ett sådant förvärv kan ske med annan vederlagsform än i budet så länge villkoren inte är fördelaktigare”

Det faktum att Takeover-reglerna numera föreskriver att ett kontantalternativ skall erbjudas för det fall att budgivaren utanför erbjudandet har förvärvat mer än tio procent av aktierna i målbolaget mot kontant vederlag, förändrar inte innebörden av Aktiemarknadsnämndens uttalande.

Innebörden av likabehandlingsbegreppet kan endast tolkas med anläggande av en helhetssyn. Som nämnts ovan kan optionerna verka både till fördel och till nackdel för Optionsinnehavarna, men såvitt gäller fördel, inte i högre grad än vad som gäller för övriga aktieägare för det fall Borse Dubais erbjudande fullföljs. Trots att Optionsinnehavarna fått möjlighet att ingå avtal om framtida försäljning av sina aktier till ett högre pris än då rådande marknadspris, kan de gå miste om fördelen med ett högre bud från Nasdaq eller annan budgivare. De kan dessutom bli skyldiga att erlægga betalning i enlighet med vad som angivits ovan.

Att avtalet vid ett förvärv av aktier inför ett offentligt erbjudande innehåller villkor, som ger säljaren rätt till en justering av köpeskillingen för det fall budet höjs, är inte ovanligt på den svenska marknaden. Sådana villkor torde ha använts vid aktieförvärv bland annat i samband med de offentliga erbjudandena avseende aktierna i Invik och Scania. Då sådana villkor således får anses vara förenliga med marknadspraxis i Sverige, måste samma resonemang gälla för syntetiska förvärv före ett erbjudande.

Avslutningsvis skall det framhållas att optionsavtalen inte innehåller någon premie.

Optionsavtalens vederlag utgörs av parternas ömsesidiga åtaganden.

Borse Dubais uppfattning är att optionsavtalen är förenliga med principen om likabehandling, såsom denna anges i Takeover-reglerna.

#### Tillämpligheten av brittiska regler

OMX hänvisar i sin frågeskrift till vissa brittiska regler. Reglerna i Storbritannien är emellertid inte direkt tillämpliga i Sverige. Visserligen är de svenska Takeover-reglerna i hög grad influerade av den brittiska takeoverkoden. Regel 16 i koden har dock inte överförts till de svenska Takeover-reglerna. Således har aktörer på den svenska marknaden rätt att utgå ifrån och agera i enlighet med gällande regler och marknadspraxis, dvs. att det i Sverige är tillåtet att vid förvärv av aktier före ett offentligt erbjudande inkludera köpeskillingsmekanismer, som ger ytterligare ersättning till säljarna vid en höjning av budet, givetvis under förutsättning att sådana ytterligare utbetalningar aldrig får medföra att köpeskillingen är högre än vederlaget i budet.

Av det ovan sagda följer att förevarande köpeskillingsmekanism inte står i strid med likabehandlingsprincipen enligt Takeover-reglerna. Eftersom arrangemang av denna typ inte rör likabehandlingsprincipen, och då olika Europeiska länder kan ha olika uppfattningar i frågan, måste man, om man vill förbjuda sådana arrangemang, göra det uttryckligen. Om det skulle anses önskvärt att införa ett förbud av detta slag i Sverige, måste det således ske genom ändring av reglerna och inte genom ett beslut riktat mot Borse Dubai i ett enskilt fall.

#### Förhandsaccept

Borse Dubai instämmer inte i OMX:s antydning om att optionerna skulle kunna liknas vid förhandsaccepter av Borse Dubais erbjudande. Det är inte en förutsättning för att optionsavtalen skall kunna kontantavräknas, att Borse Dubai sedermera lämnar ett offentligt erbjudande. Optionsavtalen förpliktade inte på något sätt Borse Dubai att lämna ett offentligt erbjudande. Inte heller innehöll de något åtagande för Optionsinnehavarna att acceptera ett eventuellt erbjudande från Borse Dubai. Slutligen skall tilläggas att fysisk leverans i enlighet med optionsavtalen endast kan ske efter det att relevanta myndighetstillstånd har erhållits och

efter det att Borse Dubais erbjudande har fullföljts.

### Försäkring

OMX frågar om de aktieägare som har tecknat optionsavtal med Borse Dubai Cayman, genom avtalen kan anses ha erhållit ”en slags ’försäkring’, som övriga aktieägare inte har”. En jämförelse med en försäkring är emellertid på intet sätt adekvat när det gäller dessa optioner. Detta slags derivatavtal utgör inte någon form av försäkringsavtal. Som nämnts ovan, kan Optionsinnehavarna erhålla, eller vara tvungna att erlægga, betalning. Detta kan inte sägas innebära en försäkring. Dessutom är optionsavtalen kommersiellt förhandlade avtal avseende ett framtida förvärv av aktier till ett pris om 230 kronor, vilket kräver både en sälj- och köpoption för att uppnå det avsedda ekonomiska resultatet. Såväl köp- som säljoptionen utgör del av samma avtal, och det går inte att enbart välja en av dem och se den som ett separat avtal. Det var på dessa förutsättningar som Optionsinnehavarna grundade sina beslut vid ingående av avtalen. Optionsavtalen är inte några försäkringar utan är av oberoende parter förhandlade avtal som syftar till att i möjligaste mån motsvara en försäljning av aktier till det avtalade priset på dagen för optionsavtalens ingående.

### Avslutande anmärkningar

Avslutningsvis kan följande anmärkningar göras:

- Om Borse Dubais erbjudande fullföljs, kommer Optionsinnehavarna inte under några omständigheter att erhålla ett högre vederlag än andra aktieägare som har accepterat Erbjudandet.
- Om Borse Dubais erbjudande inte fullföljs är det idag, liksom vid avtalens ingående, omöjligt att avgöra huruvida Borse Dubai kommer att tvingas utge betalning enligt optionsavtalen eller om Optionsinnehavarna kommer att tvingas utge betalning.
- I praktiken kan Optionsinnehavarna endast dra nytta av ett höjt erbjudande från Borse Dubai och inte av andra högre konkurrerande erbjudanden. Andra aktieägare är fria att dra fördel av alla konkurrerande erbjudanden.
- Köpoptionerna ger Optionsinnehavarna rätt till ett högre vederlag, endast om Borse Dubais erbjudande till samtliga aktieägare höjs. Villkoret är högst naturligt eftersom Borse Dubai annars skulle kunna höja sitt bud och påkalla kontantavräkning av

köptionerna. Den höjda börskursen för OMX-aktien till följd av det höjda budet skulle då innebära att Optionsinnehavarna skulle vara tvungna att till Köparen utge ett kontantbelopp motsvarande mellanskillnaden mellan Borse Dubais ursprungliga erbjudande och priset enligt det höjda erbjudandet.

- Den kontantavräknade säljoptionen kan inte lösas förrän Borse Dubais erbjudande av någon anledning förfaller eller återkallas. Den kan därför inte påverka budvederlaget. Den kontantavräknade säljoptionen innehåller dessutom inte något moment av kompensation för Optionsinnehavarens finansieringskostnad. Optionsinnehavarna är under avtalstiden oförhindrade att sälja sina aktier men förpliktelsen att kunna leverera motsvarande antal aktier till Köparen kvarstår. Den aktieägare som har ingått optionsavtal, och därigenom ekonomiskt låst in sitt innehav under en period om upp till ett år efter ingåendet av optionsavtalet, erhåller därför de facto en mindre förmånlig ställning än de aktieägare som kan lämna in sina aktier i Erbjudandet (eller i ett konkurrerande erbjudande) eller, i händelse av en gynnsam kursutveckling, sälja direkt på marknaden.
- Den kontantavräknade köptionen innehåller både en uppsida och en nedsida, beroende på kursutvecklingen för OMX-aktien. Skulle Borse Dubais bud misslyckas på grund av högre bud från en konkurrerande budgivare, kommer kursen på OMX-aktien i stort sett att ansluta till det högre budet. Optionsinnehavarna kan lämna in sina aktier i det konkurrerande erbjudandet, men kommer rent ekonomiskt inte att få någon glädje av det högre budet, eftersom Optionsinnehavarna samtidigt till Köparen vid kontantavräkning av köptionen måste erlægga betalning enligt optionsavtalet.

### OMX slutkommentar

I en slutkommentar har OMX anfört följande.

Den köption som aktieägarna har utställt till Borse Dubai innebär ett åtagande att till Borse Dubai överlåta sina aktier i OMX om Borse Dubai erhåller erforderliga tillstånd och fullföljer sitt uppköpserbjudande avseende OMX. Därigenom har Borse Dubai uppnått vad Borse Dubai i första rummet måste antas ha föresatt sig, nämligen att tillförsäkra sig möjligheten att förvärva aktierna i fråga i anslutning till sitt planerade uppköpserbjudande. Som Borse Dubai

självt framhåller utgörs vederlaget för köptionen av Borse Dubais i gengäld gjorda åtagande i form av den till aktieägaren utställda, kontantkompenserande säljoptionen. Som tidigare påpekats synes det obestridligt att säljoptionen har ett värde. Som illustration kan nämnas att - jämfört med värdet av Nasdaqs erbjudande (200,10 kronor) på morgonen den 9 augusti 2007 - säljoptionens så kallade intrinsic value uppgick till 29,90 kronor vid samma tillfälle.

Den reella innebörden av arrangemanget kan sammantaget sägas i allt väsentligt vara densamma som när en budgivare skaffar sig förhandsåtaganden om accept av ett förestående uppköpserbudande. Någon beaktansvärd principiell skillnad mellan en förbindelse att överlåta sina aktier genom accept av ett uppköpserbudande (förhandsåtagande om accept) och en förbindelse att på begäran överlåta sina aktier till budgivaren i samband med fullföljd av uppköpserbudandet (köptionen), föreligger inte. Huruvida aktierna överlåts till budgivaren genom accept och fullföljd av uppköpserbudandet, eller genom att budgivaren utnyttjar en sådan option vid fullföljd av uppköpserbudandet, är följaktligen endast en teknikalitet. Att Borse Dubai kan välja att med samma ekonomiska utfall för parterna utnyttja köptionen för kontantavräkning saknar rimligen också betydelse i sammanhanget.

Om OMX förstår Borse Dubai rätt, är dock Borse Dubais uppfattning att man i stället skall bedöma huruvida säljoptionens värde för aktieägaren så att säga balanseras ut av den motsvarande belastning som köptionen innebär för aktieägaren. Frågan är dock om inte samma synsätt då borde anläggas oavsett vilket slags erhållen motprestation som skall vägas mot den påtagna belastningen. Borde det inte i så fall vara förenligt med regelverket att - utan motsvarande kompensation till övriga aktieägare - erlægga kontanter som vederlag/motprestation för en köption eller ett förhandsåtagande så länge kontantvederlaget inte överstiger priset på den belastning (i form av avhänd möjlig uppsida) som köptionen eller förhandsåtagandet innebär?

Om det, trots det sagda, skulle befinnas vara relevant att väga den påtagna belastningen (köptionen) mot värdet av motprestationen (säljoptionen), kan det likväl ifrågasättas om köptionen och säljoptionen i detta fall verkligen väger jämnt. OMX noterar i sammanhanget att säljoptionens konstruktion är rak och att den under *alla* omständigheter eliminerar aktieägarens nedsida, medan köptionens kontantavräkningsmöjlighet i realiteten

inte synes kunna medföra någon självständig, tillkommande belastning för aktieägaren annat än för det fall att ett konkurrerande högre uppköpserbjudande har framgång. Exakt vilket värde som skall åsättas köpoptionens kontantavräkningsmöjlighet (för det fall det alls finns skäl för en sådan utskiljning av en hypotetisk del av köpoptionen) är svårbedömt och bland annat beroende av bedömd sannolikhet för olika utfall. OMX har emellertid svårt att komma till annan slutsats än att värdet av den heltäckande säljoptionen inte balanseras ut av köpoptionens kontantavräkningsmöjlighet.

I sitt yttrande ifrågasätter vidare Borse Dubai betydelsen av den regel i The City Code on Takeovers and Mergers till vilken OMX hänvisar. Regeln är såvitt OMX förstår ett utflöde av den likabehandlingsprincip som är grundläggande såväl för takeover-regleringen i Sverige och Storbritannien som för EU:s takeoverdirektiv, låt vara att något uttalande motsvarande sista meningen i det citerade stycket i Not 1 till Regel 16 inte återfinns i det svenska regelverket. Motsvarande synsätt kommer likväl till uttryck i takeover-reglerna, t ex punkt II.9 sista stycket om köpoptioner, och i de grundläggande principerna.

Slutligen bör beaktas Finansinspektionens slutsats att Borse Dubais pressmeddelande på morgonen den 9 augusti 2007 utgjorde ett offentligt uppköpserbjudande. Optionsarrangemangen kan därför hävdas utgöra en integrerad del i det uppköpserbjudande som offentliggjordes den 17 augusti 2007. Mot denna bakgrund finns desto starkare skäl att verkligen tillförsäkra aktieägarna likabehandling.

## 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 OMX Nordic Exchange Stockholm AB att OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden” (”Takeover-reglerna”) skall följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka dessa regler.

Borse Dubai Limited (”Borse Dubai”) har lämnat ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i OMX. Borse Dubai erbjuder 230 kronor för varje aktie i OMX. Inför erbjudandet ingick Borse Dubai, genom ett helägt dotterbolag, köptionsavtal med vissa aktieägare i OMX. Skälet till att Borse Dubai ingick optionsavtalen i stället för att direkt förvärva de underliggande aktierna var att ägarprövningsreglerna lade hinder i vägen för ett direkt förvärv utan föregående ägarprövning.

Köptionsavtalen ger Borse Dubai rätt att förvärva aktierna till 230 kronor eller det högre budpris som Borse Dubai kan komma att erbjuda samtliga aktieägare i OMX, under förutsättning att Borse Dubai eller dess dotterbolag lämnar ett offentligt erbjudande och efter det att samtliga erforderliga myndighetstillstånd har erhållits och erbjudandet har fullföljts. Köptionen kan också kontantavräknas.

Genom optionsavtalen uppnår Borse Dubai i praktiken samma resultat som om man med aktieägarna i i förväg hade avtalat att dessa skulle acceptera ett kommande erbjudande från Borse Dubai. Det senare slaget av arrangemang (”irrevocables”) är vanligt och möter i princip inte några hinder från synpunkten av god sed på aktiemarknaden.

Såväl ett köptionsarrangemang av det nu aktuella slaget som en ”irrevocable” innebär att aktieägaren, i utbyte mot vederlaget i ett kommande erbjudande, i större eller mindre utsträckning avhänder sig möjligheten att fritt förfoga över sina aktier. En viktig skillnad är emellertid att Borse Dubais optionsarrangemang dessutom innehåller en säljoption som kan kontantavräknas och, i korthet, ger aktieägaren ett avtalsgrundat skydd mot ett pris på OMX-aktien under 230 kronor, om Borse Dubais bud skulle falla.

Den fråga OMX ställer är, om värdet av det skydd som denna säljoption ger innebär att de aktieägare som ingått optionsavtalen behandlats förmånligare än de aktieägare som sedermera erbjudits 230 kronor kontant per aktie.

Enligt nämndens mening måste den frågan besvaras nekande. En OMX-aktie belastad med en irrevocable som ger Borse Dubai rätt att förvärva aktien till 230 kronor vid ett fullföljt bud har ett teoretiskt värde som är mindre än 230 kronor eftersom sannolikheten för att ett bud läggs fram och fullföljs är mindre än 1. Säljoptionen ("kursfallsgarantin") på 230 kronor kompenserar för denna belastning. Den sammantagna ekonomiska effekten av optionsarrangemanget blir därför, som Borse Dubai framhållit, densamma som en kontant för- eller sidosaffär på 230 kronor, vilken inte möter något hinder i regelverket.

De svenska takeover-reglerna har sin förebild i de brittiska takeover-reglerna (The City Code on Takeovers and Mergers). Det innebär att de brittiska reglerna och Takeover-panelens praxis ibland kan tjäna som vägledning vid tolkning eller utfyllnad av de svenska reglerna. Den uttryckliga Rule 16 i Takeover-koden som OMX hänvisar till har inte någon motsvarighet i det svenska regelverket och det skulle som nämnden ser det vara alltför långtgående att tolkningsvis hävda existensen av en sådan regel på den svenska aktiemarknaden.

Borse Dubai har, givet de i framställningen angivna förutsättningarna, således i nu aktuellt hänseende inte brutit mot god sed på den svenska aktiemarknaden.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Bo Svensson (ordförande), Marianne Lundius (vice ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Lars Bertmar, Johan Flodström och Arne Karlsson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

Rolf Skog

Ragnar Boman