

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:19

2008-06-16

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 7 juni 2008 en framställning från OMX Nordic Exchange Stockholm ("börsen") med anledning av ett engelskspråkigt pressmeddelande på morgonen den 5 juni 2008 från France Telecom (FT).

Pressmeddelandet var rubricerat "France Telecom makes a friendly approach to TeliaSonera to explore a combination of the two groups"

Av pressmeddelandet framgick bl.a.:

"France Telecom makes a friendly approach to TeliaSonera to explore a combination of the two groups.

Indicative proposal has been transmitted to TeliaSonera's board of directors and its two largest shareholders.

The board of directors of France Telecom has mandated its Chairman & CEO to explore with TeliaSonera the possibility of a combination between the two groups. Any such combination would be contingent upon a possible transaction being conducted on a friendly basis and in full compliance with France Telecom's previously stated external growth criteria and financial commitments.

France Telecom's indicative proposal to TeliaSonera is in the form of a 52/48 mix of cash and shares, consisting of EUR denominated cash consideration equivalent to SEK 63.00 per TeliaSonera share and a share consideration based on an exchange ratio of 3 newly issued France Telecom shares for 11 existing TeliaSonera shares, with a cash guarantee option available to all shareholders for their first 500 shares tendered.

The basic terms of the indicative proposal represent:

- a value of SEK 62.35 (based on the last 12 month average exchange rate of SEK/EUR 9.32) per TeliaSonera share, which implies a premium of approximately 39% over its closing share price of SEK 44.80 as of 15 April 2008 (day before publication of first information on a potential transaction), based upon France Telecom's current median analysts target price of EUR 24.25 per share; and*
- a value of SEK 56.22 (based on the last 12 month average exchange rate of SEK/EUR 9.32) per TeliaSonera share, which implies a premium of approximately 25% over its closing share price of SEK 44.80 as of 15 April 2008 (day before publication of first information on a potential transaction),*

based upon France Telecom's closing share price of EUR 19.23 per share as of 4 June 2008.

There is no assurance that the transmission of an indicative proposal to TeliaSonera and to its two largest shareholders will give rise to a public offer.
“

FRAMSTÄLLNINGEN

I framställningen framhålls följande.

I pressmeddelandet angavs på första sidan att det indikativa förslaget innebar "mix of 52% EUR denominated cash consideration equivalent to SEK 63 per TeliaSonera share and 48% share consideration based on an exchange ratio of 3 newly issued France Telecom shares for 11 existing TeliaSonera shares, with a cash guarantee option for the first 500 shares." Vidare kunde man läsa att "Indicative proposal would represent a premium of approximately 39% over the TeliaSonera closing price on 15 april 2008".

I pressmeddelandet finns enligt börsen två olika beräkningar av den tänkta budnivån. Det är dels den nyss återgivna, dels en beräkning där priset i stället är SEK 56,22. Det första värdet är beräknat på genomsnittet av de riktkurser som de analytiker som följer FT har satt upp, dvs det representerar inte något verkligt värde. Ingen som skulle byta in sina TeliaSonera aktier skulle kunna få ett vederlag som har detta teoretiska värde. Man kan enligt börsen också konstatera att om man istället baserar budet på TeliaSoneras aktiekurs dagen innan budet samt FT:s riktiga börskurs blir budpremien ca 5%, inte 39% som lyfts fram i början av meddelandet. Börsen frågar om det kan anses vara god sed att lyfta fram ett teoretiskt beräknat värde istället för det värde som baseras på det marknadspris som aktiemarknaden satt på FT:s aktie.

YTTRANDE

France Telecom har yttrat sig över börsens framställning och därvid anfört bl.a. följande.

France Telecom har under en tid undersökt förutsättningarna för ett samgående med TeliaSonera. Den 16 april 2008 återfanns i den franska dagstidningen Le Figaro information om att France Telecom övervägde ett förvärv av TeliaSonera. France Telecom valde initialt att inte kommentera ryktena, men bekräftade senare samma dag att bolaget utvärderade möjligheterna för ett eventuellt samgående med TeliaSonera.

Ovanstående information ledde till kraftiga svängningar i värdet på såväl France Telecom-aktien som TeliaSonera-aktien. France Telecom kontaktades av den franska finansinspektionen ("AMF") som begärde att France Telecom skulle lämna ett formellt uttalande angående ett eventuellt samgående med TeliaSonera. Med anledning därav utfärdade France Telecom den 18 april 2008 ett pressmeddelande vari bl.a. framgick:

"The announced privatisation of TeliaSonera could present a strategic opportunity. France Telecom and TeliaSonera are in fact two complementary groups with a common strategic vision of the sector, and both have accomplished a significant

transformation of their business models. A transaction could only occur with strict respect for France Telecom's commitments regarding its medium-term debt to gross operating margin ratio, and its cash dividend policy.

Exploratory steps have been taken. However, no negotiations have commenced at this stage and therefore no decision in respect of such an opportunity is in the process of being taken.”

France Telecom bekräftade således genom pressmeddelandet sitt intresse för Telia-Sonera, men klargjorde att det vid den aktuella tidpunkten inte förekom några förhandlingar mellan bolagen.

Den 29 maj 2008 förekom uppgifter i media om att France Telecom förhandlade om villkor för lånefinansiering inför ett eventuellt förvärv av TeliaSonera. Dessa uppgifter kommenterades inte av France Telecom.

På eftermiddagen den 4 juni 2008 kontaktades France Telecom av en journalist från Dagens Nyheter som efterfrågade kommentarer avseende en artikel som skulle publiceras i Dagens Nyheter den 5 juni om ett bud från France Telecom på TeliaSonera. Utifrån de frågor som journalisten ställde insåg företrädare för France Telecom att artikeln skulle komma att innehålla mycket detaljerade uppgifter om innehållet i ett skriftligt underlag som France Telecom hade tillställt styrelsen i TeliaSonera och informerat TeliaSoneras huvudägare om. France Telecom beslutade därför att utfärda ett pressmeddelande för att undvika ytterligare spekulationer kring ett eventuellt bud, för att i enlighet med Stockholmsbörsens takeover-regler utjämna ett eventuellt informationsövertag samt för att uppfylla de omfattande krav som AMF har på offentliggörande av information vid liknande situationer.

Under natten mellan den 4 och 5 juni – innan France Telecom hade hunnit färdigställa sitt pressmeddelande – publicerade den internationella affärstidningen Financial Times en detaljerad artikel om France Telecoms planer avseende TeliaSonera. Dagens Nyheter publicerade den artikel som hade förutskickats vid samtal kvällen innan.

På morgonen den 5 juni 2008, innan Stockholmsbörsen öppnade, utfärdade France Telecom således sitt pressmeddelande där bolaget meddelade att det hade lämnats ett indikativt förslag till styrelsen i TeliaSonera med avsikt att utreda möjligheterna för ett samgående mellan de båda bolagen.

Det pressmeddelande som France Telecom skickade ut på morgonen den 5 juni p.g.a. befara- de och konstaterade läckor utgjorde inte något offentliggörande av ett publikt bud, vilket tydligt framgick redan i pressmeddelandets ingress:

”This press release is not a formal announcement of an offer in accordance with II.4 of the Takeover Rules issued by the OMX Nordic Exchange Stockholm and there is no assurance that France Telecom will launch a public offer on TeliaSonera.”

Även på andra ställen i pressmeddelandet framgick att det avsåg information om innehållet i kontakter mellan France Telecom och TeliaSonera och inte offentliggörande av något publikt bud. T.ex. angavs att France Telecom:

”has mandated its Chairman & CEO to explore with TeliaSonera the possibility of a combination between the two groups.”

“There is no assurance that the transmission of an indicative proposal to TeliaSonera and to its two largest shareholders will give rise to a public offer”

“France Telecom’s indicative proposal to TeliaSonera is in the form of a 52/48 mix of cash and shares...”

Oaktat att vissa svenska medier, måhända av tidsbrist eller andra skäl, kom att rapportera om France Telecoms kontakter med TeliaSoneras styrelse som om ett formellt bud hade lämnats stämmer det inte överens med faktiska förhållanden. Därmed har reglerna om utformningen av pressmeddelanden som gäller vid offentliggörande av publika bud inte varit tillämpliga på France Telecoms pressmeddelande.

Om dessa regler, trots att de inte är tillämpliga, ändå appliceras på France Telecoms pressmeddelande framgår att pressmeddelandet innehåller två tydliga alternativa uppgifter om erbjudandets värde, förekommande premie och beräkningsgrund för sådan premie.

I pressmeddelandet anges för det första att erbjudandet skulle innebära ett värde motsvarande 62,35 kronor per aktie i TeliaSonera, beräknat utifrån budets tilltänkta grundvillkor (52 procent av aktierna förvärvas mot kontanter och 48 procent mot aktier i France Telecom) och analytikernas genomsnittliga riktkurs för France Telecom aktien (24,25 euro). Anledningen till att France Telecom valde att åskådliggöra erbjudandets värde utifrån analytikernas genomsnittliga riktkurs var att dess kurs alltsedan den 15 april 2008 hade påverkats av de rykten som florerade på marknaden, vilket hade lett till att kursen hade pressats ned. Den genomsnittliga riktkursen ansågs därför utgöra ett bättre mått på värdet av France Telecom-aktien och det ansågs att aktiekursen kunde förväntas stiga efter att marknaden senare skulle få bättre och mer komplett information om värdet av det indikativa förslaget.

Av pressmeddelandet framgår vidare att det indikativa förslaget skulle motsvara ett värde om 56,22 kronor per aktie i TeliaSonera, om den faktiska aktiekursen för France Telecom per den 4 juni (19,23 euro) skulle tas som utgångspunkt för beräkningen.

I anslutning till de två alternativa uppgifterna om vilket värde som det indikativa förslaget skulle representera finns i pressmeddelandet uppgifter om vilken premie som respektive förslag skulle innebära i förhållande till kursen för TeliaSonera-aktien per den 15 april 2008. Anledningen till att kursen per denna dag togs som utgångspunkt för premieberäkningen var att även TeliaSoneras kurs därefter påverkats av ryktena om ett eventuellt bud, vilket lett till att kursen stigit. Sålunda ansåg France Telecom att en premieberäkning utgående från förhållandena innan ryktena skulle ge en mer rättvisande bild av den premie som ett potentiellt erbjudande kunde innebära jämfört med om kursen per den 4 juni togs som utgångspunkt. Det är för övrigt marknadspraxis att budpremier beräknas utifrån de nivåer som gällt innan aktiekursen för målbolaget påverkats av rykten om ett kommande bud och en sådan ordning är alltså inte någon nyhet på aktiemarknaden.

På pressmeddelandets första sida återfanns bland sammanfattande ”bullet points” en av de två beräkningarna av premie. På den nästkommande sidan redovisas de båda fullständiga beräkningarna av värde, premie och beräkningsgrund för premie. Det kan noteras att takeoverreglerna inte innehåller några bestämmelser om den grafiska eller redaktionella utformningen av vare sig pre-announcement föranledd av läckage eller pressmeddelande om lämnande av ett publikt bud.

Sammanfattningsvis anser France Telecom att bolagets agerande i samband med utformning och offentliggörande av pressmeddelandet den 5 juni 2008 är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

ÖVERVÄGANDEN

När någon har beslutat att lämna ett offentligt uppköpserbjudande är det av hänsyn till bl.a. prisbildningen på aktierna av största vikt att erbjudandet omedelbart offentliggörs. Informationen om erbjudandet ska innehålla för kursbildningen relevanta fakta. Av punkt II.3 i OMX Nordic Exchange Stockholm ABs ("Stockholmsbörsens") Takeover-regler följer att ett sådant pressmeddelande ska innehålla viss obligatorisk information om erbjudandet, inklusive uppgift om de huvudsakliga villkoren för erbjudandet innefattande bl.a. pris, förekommande premie och beräkningsgrund för sådan premie.

Det kan i vissa situationer vara motiverat att offentliggöra information om ett potentiellt eller planerat erbjudande redan innan beslut om att lämna ett offentligt erbjudande fattats, s.k. "pre-announcement" eller förhandsmeddelande. Detta gäller bl.a. vid misstänkt läckage av information. I Stockholmsbörsens Takeover-regler anges i kommentaren till punkt II.3:

"Bestämmelsen hindrar inte att budgivaren, om han misstänker att information om erbjudandet läckt ut eller kan komma att läcka ut till marknaden innan skyldigheten att lämna ett fullständigt pressmeddelande enligt denna punkt inträtt, gör ett särskilt pressmeddelande i vilket han klargör sina avsikter. Tvärtom kan det för att utjämna ett eventuellt informationsövertag på grund av läckage vara lämpligt att så sker. Det skall av ett sådant särskilt pressmeddelande tydligt framgå att meddelandet inte är ett formellt offentliggörande enligt förevarande punkt samt när ett sådant pressmeddelande beräknas komma att lämnas."

Aktiemarknadsnämnden finner inte anledning att bedöma France Telecoms pressmeddelande på annat sätt än som ett meddelande som syftar till att utjämna ett informationsövertag på grund av läckage. Takeover-reglerna uppställer inga särskilda krav på innehållet i ett sådant pressmeddelande och några andra regler av det slaget finns inte. Inte heller har Aktiemarknadsnämnden tidigare behandlat frågor om utformningen av sådana meddelanden. Det kan inte heller sägas föreligga någon etablerad praxis på marknaden. Ett pressmeddelande skall emellertid alltid vara korrekt, relevant och tillförlitligt.

Nämnden konstaterar att det ifrågavarande pressmeddelandet anger bl.a. att "The basic terms of the indicative proposal represent: a value of SEK 62.35 per Telia share". Denna siffra bygger på analytikernas skattningar av Budgivarbolagets värde, vilka skattningar ligger kraftigt över börskursen, något som också framgår av pressmeddelandet, fast på en mera undanskymd plats. Det framstår som tveksamt att på detta sätt framställa de två värdena som likvärdiga. Pressmeddelandet har därför enligt nämndens mening givits en mindre lämplig utformning men nämnden anser sig mot bakgrund av nyss angivna förhållanden inte ha fog för att säga att pressmeddelandet strider mot god sed på aktiemarknaden.

Nämnden är medveten om att Näringslivets Börskommitté f.n. företar en översyn av Takeover-reglerna och förutsätter att de frågor som aktualiserats i detta ärende kommer att behandlas i det sammanhanget.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Bo Svensson (ordförande), Marianne Lundius (vice ordförande), Ulf Aspenberg, Lars Bredin och Johan Flodström.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

Ragnar Boman