

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:20

2008-06-25

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 24 juni 2008 en framställning från Roschier Advokatbyrå AB. I framställningen ställs frågor rörande tillämpningen av reglerna om lägsta pris vid bud.

FRAMSTÄLLNINGEN

I framställningen till nämnden anför följande.

Aktierna i IBS AB är noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm nordiska listan. Fonderna Decan Value Advisors Fund L.P., A/D Value Fund L.P., Y/D Value Fund L.P. och Deccan Value Advisors Fund Ltd. ("Deccan") är närstående och har tillsammans sedan december 2006 varit IBS största aktieägare. Deccan äger sammantaget 2.950.000 A-aktier och 3.927.000 B-aktier i IBS, vilket motsvarar c:a 8,23 procent av aktierna och c:a 29,86 procent av rösterna.

Deccan har förutom dessa aktieinnehav i IBS tagit rent finansiella positioner i IBS genom s.k. equity swaps och cash settled low-strike warrants ("Instrument"). Varje Instrument ger samma finansiella exponering som ett innehav av IBS B-aktier men ger inte någon rätt till förvärv eller utövande av rösträtt avseende sådana aktier. Instrumenten har förvärvats till ett pris motsvarande marknadspriset för IBS B-aktien vid tidpunkten för förvärvet av Instrumenten. Tillhandahållare av Instrumenten är svenska och utländska affärsbanker. Deccan bedömer att motparterna genom en s.k. "hedge" har skyddat sig mot kursrörelser i IBS-aktien genom att förvärva IBS B-aktier ("underliggande aktier"). Detta innebär för motparten att om avveckling av Instrumenten sker vid en tidpunkt då priset för IBS B-aktien är högre än vad marknadspriset var när Instrumentet förvärvades, motparten kan sälja sina underliggande aktier och för del av vinsten lösa sin skuld till Deccan. På samma sätt bedöms

motparten kunna sälja sina underliggande aktier om avveckling av Instrumentet sker då kursen på IBS B-aktie är lägre än vid tidpunkten då Instrumentet förvärvades. Deccans betalning till motparten på grund av avvecklingen av den finansiella position Deccan tagit kan då användas av motparten för att täcka den förlust denne gjort på förvärvet av den underliggande aktien. Instrumenten är antingen skuldinstrument eller belånade instrument. Således har Deccan för vissa av instrumenten erlagt ett belopp motsvarande IBS B-aktiens marknadsvärde vid förvärvet av Instrumentet medan Deccan i andra fall betalar en löpande avgift till motparten svarande mot dennes kapitalkostnad för IBS B-aktiens marknadsvärde vid tidpunkten för förvärvet av Instrumentet.

Kursen på IBS B-aktie har under en längre period utvecklats negativt och den negativa utvecklingen har accelererat under våren. Den 16 april 2008 offentliggjorde IBS en vinstvarning och meddelade kort därefter, den 29 april 2008, att bolaget avsåg att ta in mer pengar från aktieägarna genom en företrädesemission. Såsom största aktieägare i IBS åtog sig Deccan att teckna dels sin andel av emissionen, dels återstoden av emissionen i den mån övriga aktieägare ej utnyttjade sin företrädesrätt ("Åtagandet"). Deccan bedömer att Åtagandet kommer att medföra att Deccans aktieinnehav i IBS överstiger budpliktsgränsen om 30 procent av röstetalet i bolaget. Deccan avser då att snarast möjligt besluta om att antingen att lämna ett budpliktsbud ("Budet"), ansöka hos Aktiemarknadsnämnden om dispens från budplikten eller att avyttra de aktier som tecknats på grund av Åtagandet. För det fall Deccan väljer att lämna Budet vill Deccan fråga nämnden om huruvida förvärvspriset för Instrumenten påverkar det lägsta priset i budet .

Enligt p. II.8 i OMX Nordiska Börsens Regler om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ("Takeover-reglerna") ska en budgivare erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Vidare får enligt p II.10 i Takeover-reglerna villkoren i ett erbjudande inte vara mindre förmånliga än villkoren i föreffären. Motsvarande gäller enligt p. II.11-12 Takeover-reglerna vid förvärv under och efter erbjudandet. Dessa bestämmelser följer enligt kommentaren till Takeover-reglerna av principen att budgivaren ska behandla alla innehavare av aktier med identiska villkor lika.

För Deccan innebär Instrumenten endast en finansiell exponering mot IBS B-aktien. Motparterna i Instrumenten bedöms ha försäkrat sig mot en prisuppgång genom att förvärva det antal IBS B-aktier som Instrumenten avser. I samband med ett offentligt erbjudande innebär detta att motparten i Instrumenten, förutsatt att denne accepterar erbjudandet, kommer att få (i) det pris som erbjuds aktieägarna i IBS i Budet (eller ett lägre pris om de

underliggande aktierna före Budet lämnas skulle förvärfvas på marknaden av Deccan) och (ii) en betalning vid avräkning av Instrumenten svarande mot skillnaden mellan marknadspriset på IBS B-aktien när Instrumenten förvärvades och priset på IBS B-aktien vid försäljningen (dvs i budet eller marknadspriset för budet om förvärvet sker på marknaden). Genom att dessa betalningar (som grundas på arrangemang som träffats inom sex månader från budet) utges i anslutning till varandra, kan det verka som om Deccan erbjuder motparten i Instrumenten ett högre värde än övriga aktieägare. Deccans uppfattning är att betalningen vid avräkningen av Instrumenten inte ska påverka priset för IBS aktien i budet enligt p. II.10-11 och inte heller innebär en olikabehandling enligt p. II.8. Avräkningsbetalningen (ii) görs inte till motparten i egenskap av aktieägare i IBS utan som motpart i Instrumenten. Såsom motpart har bankerna, till skillnad från aktieägarkollektivet i IBS, accepterat en finansiell risk (som man förvisso reducerat genom förvärv av underliggande aktier) och tillhandahållit Deccan en tjänst i form av en finansiell exponering mot IBS B-aktien, vilket motiverar betalningen vid avvecklingen av Instrumenten. Det är alltså inte fråga om olikabehandling av aktieägare i budet utan om två olika transaktioner.

Fråga 1

Deccan hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida det pris, som Deccan erlagt vid avräkning till motparterna i de Instrument som ingåtts under de sex månader som föregått Budet och därefter, ska påverka värdet av det vederlag som enligt en extensiv tolkning av p. II.10 ska erbjudas övriga aktieägare. Kort sagt frågar Deccan om finansiella arrangemang av Instrumentens slag, som inte grundar någon rätt till den underliggande aktien, ska jämföras med en s.k. förfärr.

Fråga 2

Om svaret på fråga 1 är jakande, aktualiseras frågan om vilka Instrument som ska sätta den nedre gränsen för priset i Budet. Om finansiella arrangemang av det slag som här är aktuellt likställs med s.k. förfärrer, kommer priset för de Instrument som förvärvades under den sexmånadersperiod som föregått Budets offentliggörande att påverka golvpriset. Det antas vidare att Budpriset i så fall ska sättas till lägst det högsta marknadspris som gällde vid tidpunkten för förvärvet av respektive Instrument eftersom denna kurs avgör storleken på det vederlag som motparten får vid avveckling av Instrumenten.

Eftersom IBS resultat och finansiella ställning har utvecklats mycket negativt under den senaste sex månadersperioden menar Deccan att det enligt p. II.10 st. 2 Takeoverreglerna finns skäl att beakta den mycket stora kursnedgången i IBS B-aktien vid prissättningen i Budet.

IBS har sedan årsskiftet sjunkit avsevärt mer än börsen som helhet och har som nämnts ovan vinstvarnat den 16 april 2008 till följd av bl.a. vikande programvaruförsäljning och behövt ta in mer pengar från aktieägarna i en företrädesemission som offentliggjordes den 29 april 2008. IBS försämrade resultat, finansiella ställning och likviditet under våren har enligt Deccans uppfattning resulterat i en mycket väsentlig och inte endast tillfällig nedgång i fråga om kursen på IBS aktier. Sedan den 15 april 2008, dvs. handelsdagen närmast före vinstvarningen, har IBS B-aktie tappat i värde med mer än 30 procent. Den mycket väsentliga kursnedgången inleddes i samband med vinstvarningen den 16 april 2008. Deccan menar därför att förfärrer som skett dessförinnan till marknadspris inte ska beaktas vid fastställandet av priset i Budet.

Deccan har under de senaste sex månaderna förvärvat Instrument dels i februari månad, dels under perioden mellan den 29 april-den 12 maj 2008. Det pris som Deccan avser att erlagga i ett eventuellt Bud kommer att överstiga marknadspriset för de Instrument som förvärvades under perioden den 29 april-den 12 maj 2008.

Deccan hemställer därför att nämnden uttalar sig om huruvida kursnedgången i IBS B-aktie sedan vinstvarningen den 16 april 2008 motiverar att prissättningen vid förfärrer till då rådande marknadspris före denna tidpunkt inte ska bestämma det lägsta pris som ska erläggas i Budet samt att motsvarande tillämpning ska ske på Instrumenten för det fall de enligt fråga 1 jämföras med aktieförvärv.

För det fall nämnden anser att det inträffat en mycket väsentlig och inte endast tillfällig nedgång i fråga om kursen på IBS-aktien, kan nämnden bortse från fråga 1, dvs. huruvida förvärvspriset för Instrumenten ska påverka priset i Budet, eftersom svaret på den frågan i så fall inte påverkar utformningen av Budet.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i bl.a. ett svenskt aktiebolag,

vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. Bestämmelserna är tillämpliga 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 där bolagets aktier är noterade har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär, såvitt avser ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm att "OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden" (Takeover-reglerna) ska följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka Takeover-reglerna och pröva frågor om undantag från dessa regler (punkten I.2).

Nämnden behandlar först fråga 2 i framställningen.

En grundläggande princip i Takeover-reglerna är att målbolagets aktieägare ska ges en likvärdig behandling. I linje därmed förekrivs i punkten II.10 första stycket att villkoren i ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska vara minst lika förmånligt för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet ("föreffären"), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan föreffären och erbjudandet.

I vissa situationer behöver emellertid kravet på lika förmånlig behandling inte upprätthållas. Av punkten II.10 andra stycke framgår att kravet på lika förmånlig behandling kan frångås, om kursen på målbolagets aktier vid erbjudandets offentliggörande gått ned mycket väsentligt i förhållande till den kurs som gällde vid tidpunkten för föreffären och denna kursnedgång inte endast är endast tillfällig.

Hur stor kursnedgången ska vara för att anses som mycket väsentlig framgår inte av reglerna. I det nu aktuella fallet har kursen på målbolagets aktier gått ned med mer än 30 procent. Det är väsentligt mer än det riktmärke på 20 procent som fanns i en tidigare version av reglerna (NBK) och måste enligt Aktiemarknadsnämndens mening anses utgöra en mycket väsentlig kursnedgång. Kursnedgången inleddes i mitten april 2008 och konjunkturläget är sådant att man inte kan förvänta sig en snar vändning uppåt. Nedgången är alltså inte endast tillfällig.

På grund av det anförda finner Aktiemarknadsnämnden att Deccan vid ett offentligt upp-

köpserbudande avseende aktierna i IBS inte är underkastat de krav som följer av punkten II.10 första stycket Takeover-reglerna.

Med detta svar på fråga 2 behöver fråga 1 inte behandlas.

Detta ärende har med stöd av 21 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden behandlats av nämndens ordförande.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

/ Rolf Skog