

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:31

2008-09-01

Detta uttalande är såvitt avser fråga 5 meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17). Uttalandet offentliggjordes 2009-01-20.

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 21 augusti 2008 en framställning från Setterwalls Advokatbyrå som ombud för av Porsche Automobil Holding SE ("Porsche"). Framställningen rör tolkning av OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden ("Takeover-reglerna").

FRAMSTÄLLNING

Porsche äger aktier i Volkswagen och överväger att öka detta innehav så att Porsche får mer än 50 procent av rösterna för samtliga aktier i Volkswagen. Volkswagen offentliggjorde den 3 mars 2008 en överenskommelse med Investor AB och Wallenbergstiftelserna avseende köp av aktier i Scania (totalt 134 711 900 A-aktier motsvarande 30,62 procent av rösterna i Scania) för ett kontantbelopp om 200 kronor per A-aktie. Affären fullgjordes den 22 juli 2008 efter godkännande av konkurrensmyndigheterna.

Aktiemarknadsnämnden har i ett tidigare uttalande slagit fast att om Porsche ökar sitt aktieinnehav i Volkswagen till mer än 50 procent av rösterna i bolaget, så ådrar sig Porsche budplikt och blir skyldigt att lämna ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Scania som Porsche eller Volkswagen inte redan innehar.

I framställningen ställs fem frågor rörande ett sådant erbjudande.

Fråga 1 och 2

Porsches första och andra fråga kan sammanfattas på följande sätt. Om Porsche efter den 3 september 2008 ökar sitt aktieinnehav i Volkswagen till mer än 50 procent av rösterna i bolaget och lämnar ett budpliktsbud avseende aktierna i Scania, ska då Volkswagens köp av aktier i Scania den 3 mars 2008 betraktas som en sådan föraffär som avses i punkten II.10 Takeover-reglerna?

Fråga 3

Den tredje frågan gäller hur priset i ett eventuellt budpliktsbud som utlöses av ett indirekt kontrollägarskifte ska beräknas. Porsche avser att bestämma genomsnittspriset genom att använda den volymviktade stängningskursen för Scania-aktien för varje börsdag under de 20 börsdagar som närmast föregår tidpunkten då Porsche erhåller indirekt kontroll över Scania. Porsche hemställer att AMN uttalar sig i frågan om huruvida en sådan beräkningsmetod är i linje med god sed på aktiemarknaden och punkten II.16 Takeover-reglerna.

Fråga 4

Den fjärde frågan gäller om det är nödvändigt att i erbjudandehandlingen inkludera finansiella nyckeltal baserade på Porsches konsolidering av Volkswagen.

Fråga 5

Den femte och sista frågan rör möjligheten att utesluta aktieägare i vissa jurisdiktioner från att delta i erbjudandet. Porsche önskar undanta ägare i Förenta staterna, Kanada, Japan, Australien, Nya Zeeland, Schweiz och Sydafrika från budpliktserbjudandet.

Porsche, som endast haft tillgång till publik, icke fullständig, information om aktieägandet i Scania anför i denna del i huvudsak följande.

I årsredovisningen för 2007 redovisas information om Scania-aktien. Informationen om utländskt ägande är knapphändig. Bland de tio största aktieägarna per den 31 januari 2008 återfinns JP Morgan Chase Bank med 4,21 procent av kapitalet och 1,10 procent av rösterna samt Citibank med 0,25 procent av kapitalet och 0,45 procent av rösterna. Eftersom JP Morgan Chase Bank och Citibank endast är förvaltare och inte ägare till aktierna ger dock denna information begränsad vägledning vad avser den bakomliggande ägarstrukturen. Vidare framgår

av årsredovisningen att ”övriga utländska ägare” (utöver MAN AG och Volkswagen) innehar aktier motsvarande 6 procent av rösterna. Det anges att mer information om Scaniaaktien finns på hemsidan.

Den senaste informationen om ägarstrukturen i Scania som publicerats på Scanias hemsida visar aktieägandet per den 31 juli 2008. Enligt en uppställning över de tio största länderna innehar aktieägare i Förenta staterna totalt 5,30 procent av kapitalet och 1,17 procent av rösterna. Aktieägare i Schweiz representerar totalt 0,24 procent av kapitalet och 0,08 procent av rösterna. De övriga länder som nämnts ovan finns inte med i listan. Vidare anges på hemsidan att JP Morgan Chase Bank är den tredje största registrerade aktieägaren med 3,93 procent av kapitalet och 0,88 procent av rösterna. Av den information som lämnas på Scanias hemsida framgår dock inte antalet aktieägare i Förenta staterna eller andra länder.

Av de 199 största aktieägarna enligt en sammanställning gjord av SIS ägarservice AB (”SIS”) är 54 utländska. Av dessa sammanställningar från SIS framgår att flera i Förenta staterna baserade institutionella investerare är representerade i aktieägarkretsen, till exempel Vanguard fonder, Fidelity fonder, Merrill Lynch fonder och DFA fonder. Det är dock inte möjligt att från denna information utläsa hur många aktieägare som har hemvist i Förenta staterna eller de andra länder som nämnts ovan.

I framställningen påpekas också att MAN AG, med hänvisning till Aktiemarknadsnämndens praxis, exkluderade aktieägare med hemvist i Förenta staterna och vissa andra jurisdiktioner från sitt erbjudande till Scanias aktieägare den 18 september 2006. Enligt Scanias årsredovisning för 2006 synes det utländska aktieägandet vid den tidpunkten ha varit av ungefär samma omfattning som det nuvarande utländska ägandet.

Baserat på ovanstående information om ägandet anser Porsche det vara självklart att aktieägare i Kanada, Japan, Australien, Nya Zeeland, Schweiz och Sydafrika kan exkluderas från budpliktserbjudandet. En tillämpning av samma principer som gäller i Storbritannien skulle innebära att dispens krävs när mer än 3 procent av aktierna innehas av aktieägare i ett visst land. Som framgått ovan innehas ca 5 procent av aktierna i Scania av innehavare med hemvist i Förenta staterna.

Om Porsches erbjudande skulle riktas även till aktieägare i Förenta staterna skulle det enligt framställningen medföra kostnader för översättning av erbjudandehandlingen från svenska till engelska, för juridiskt ombud i Förenta staterna för att fastställa vad som gäller om ett bud riktas till aktieägare med hemvist i Förenta staterna, för anpassning av erbjudandehandlingen

till lokala amerikanska regler samt för registrering, publicering och kungörelse i Förenta staterna. Det är oklart i vad mån tidsplanen för erbjudandet skulle påverkas. Vidare skulle det innebära en ökad legal riskexponering att låta amerikanska aktieägare omfattas av erbjudandet.

Porsche har inte något intresse av att förvärva aktier i Scania utan lämnar erbjudandet endast som en följd av budplikt. Det vore med hänsyn härtill extra betungande att låta erbjudandet omfatta även Förenta staterna.

Scaniaaktien är inte noterad i Förenta staterna.

Antalet aktieägare i Förenta staterna förefaller vara begränsat och det finns inte något som tyder på att aktieägandet skulle i någon större omfattning vara spritt utanför kretsen av institutionella investerare.

Institutionella ägare i Förenta staterna är vana vid att europeiska erbjudanden inte omfattar aktieägare med hemvist i Förenta staterna och har rutiner för att kunna hantera sådana erbjudanden. Det är vanligt att institutionella ägare baserade i Förenta staterna genom dotterbolag eller ombud baserade inom EU kan acceptera även erbjudanden som exkluderar Förenta staterna. Det är även möjligt för aktieägare baserade i Förenta staterna att få del det ekonomiska innehållet i ett erbjudande genom att sälja aktier över börsen, börskursen anpassar sig regelmässigt till budnivån. Institutionella ägare i Förenta staterna påverkas därmed i praktiken inte negativt av att ett erbjudande inte omfattar Förenta staterna.

I framställningen hemställs att Aktiemarknadsnämnden beviljar Porsche tillstånd att undanta Scantias aktieägare i Förenta staterna från att omfattas av det eventuella budpliktsbudet.

ÖVERVÄGANDEN

I 3 kap. lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om budplikt. Finansinspektionen får enligt 7 kap. 5 § LUA efter ansökan ge besked om huruvida budplikt gäller och medge undantag från bestämmelserna i 3 kap. En ansökan kan göras av den som har ett berättigat intresse i saken.

Finansinspektionen har med stöd i 7 kap. 10 § LUA samt 8 och 9 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument överlåtit till Aktiemarknadsnämnden att

ge besked om huruvida budplikt gäller och att besluta i frågor om undantag från budplikt (FFFS 2007:17).

Om någon genom förvärv av aktier uppnår en ägarandel som uppgår till eller överstiger tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, ska denne enligt 3 kap. 1 § LUA omedelbart offentliggöra hur stort hans eller hennes aktieinnehav i bolaget är och inom fyra veckor därefter lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget (budplikt).

Budplikt inträder enligt 3 kap. 1 § LUA när någon, ensam eller tillsammans med någon som är närstående enligt 5 §, genom förvärv av aktier uppnår en ägarandel som uppgår till eller överstiger tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

Enligt 3 kap. 5 § 1 LUA ska som närstående anses företag inom samma koncern som förvärvaren. Med koncern avses enligt 1 kap. 2 § 4 LUA detsamma som i 1 kap. 11 och 12 §§ aktiebolagslagen (2005:551), varvid vad som där sägs om moderbolag ska tillämpas även på andra svenska eller utländska rättssubjekt än aktiebolag.

Budplikt uppkommer således bl.a. om ett svenskt eller utländskt bolag förvärvar så många aktier i ett annat svenskt eller utländskt bolag att ett ”koncernförhållande” uppkommer och moder- och dotterbolag tillsammans uppnår en ägarandel som uppgår till eller överstiger tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, s.k. indirekt kontrollägarskifte (jfr bl.a. prop. 2005/06:140 s. 59).

I det nu aktuella fallet kan Porsche komma att förvärva så många ytterligare aktier i Volkswagen att Porsche sammanlagt uppnår mer än 50 procent av röstetalet för samtliga aktier i Volkswagen. Mellan Porsche och Volkswagen uppkommer därmed ett sådant närståendeförhållande som avses i 3 kap. 5 § 1 LUA.

Volkswagen äger aktier i Scania som representerar mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Volkswagen är i den meningen kontrollerande ägare i Scania. Om ett närstående förhållande mellan Porsche och Volkswagen etableras, ska Volkswagens innehav i Scania tillräknas Porsche. Saken kan uttryckas så att Porsche, genom att öka sitt innehav i Volkswagen till en nivå där ett koncernförhållande uppkommer, uppnår ett indirekt ägande som representerar mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i Scania och därmed blir ny kontrollerande ägare i sistnämnda bolag. Porsche ska därför enligt 3 kap. 1 § LUA lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i Scania.

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 som rör 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 (punkten I.2).

Fråga 1 och 2

Den i Takeover-reglerna grundläggande principen att målbolagets aktieägare ska ges en likvärdig behandling medför att villkoren i ett offentligt uppköpserbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren i andra aktieförvärv som budgivaren gjort. Sålunda gäller enligt punkten II.10 första stycket att, om budgivaren inom kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts har förvärvat aktier i målbolaget på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande (förfärför), villkoren i erbjudandet inte får vara mindre förmånliga än villkoren i förfärfären.

Vid tillämpning av punkten II.10 första stycket ska enligt sista stycket samma punkt förfärfärer som gjorts av någon som enligt punkten I.3 är närstående till budgivaren jämföras med förfärfärer som gjorts av budgivaren. Punkten I.3 är identisk med den ovan nämnda bestämmelsen i 3 kap. 5 § LUA. Det innebär att företag inom samma koncern som förvärfvaren i detta sammanhang skall behandlas som närstående. Förvärfvar Porsche så många ytterligare aktier i Volkswagen att Porsche sammanlagt uppnår mer än 50 procent av röstetalet för samtliga aktier i Volkswagen uppkommer alltså ett närstående förhållande även i Takeover-reglernas me-

ning. I motsats till vad som är fallet enligt exempelvis den brittiska takeover-koden, finns det i Sverige inte någon möjlighet att komma ifrån detta närståendeförhållande genom att visa att bolagen i fråga i aktuella hänseenden inte samarbetar.

Frågan är då om punkten II.10 första stycket ska tillämpas på en situation där förfären gjordes innan närståendeförhållandet uppkom, i det nu aktuella fallet innan Porsche förvärvat röstmajoritet i Volkswagen. Bestämmelsen ska garantera att en budgivare inte behandlar målbolagets aktieägare olika genom att, själv eller genom någon som är närstående till budgivaren, förvärva aktier i en förfär på förmånligare villkor än vad som senare erbjuds övriga aktieägare. Enligt nämndens mening ska punkten II.10 i ljuset av detta syfte, om inte särskilda omständigheter i det enskilda fallet talar i annan riktning, inte tillämpas om förfären gjorts innan närståendeförhållandet uppkom. Volkswagens avtal om köp av aktier i Scania den 3 mars 2008 gjordes innan det aktuella närståendeförhållandet mellan Porsche och Volkswagen skulle uppkomma och är därför inte en sådan förfär som omfattas av punkten II.10. Om Porsches erbjudande lämnas efter den 3 september 2008 ligger köpet dessutom i tiden före den i punkten II.10 angivna sexmånadersperioden. Att köpet fullföljdes vid en senare tidpunkt saknar i detta sammanhang betydelse.

Fråga 3

I punkten II.16 föreskrivs att reglerna rörande frivilliga erbjudanden, om inte annat anges, i tillämpliga delar gäller även vid ett erbjudande till följd av budplikt. Det innebär bl.a. att villkoren i ett erbjudande till följd av budplikt ska anpassas till villkoren i andra aktieförvärv som budgivaren eller någon budgivaren närstående gjort före erbjudandet.

Om, som i det nu aktuella fallet, budplikt uppkommit genom ett indirekt kontrollägarskifte utan att budgivaren eller någon närstående förvärvat aktier i målbolaget, får enligt kommentaren till punkten II.16 erbjudandepriiset per aktie inte understiga den genomsnittliga börskursen för aktien i fråga under de 20 börsdagar som närmast föregått dagen för budpliktens uppkomst. I kommentaren ges inte någon närmare anvisning om hur ett sådant genomsnittligt pris ska beräknas. Enligt nämndens mening bör priset beräknas som volymvägd genomsnittlig betalkurs under 20-dagarsperioden

Fråga 4

I Bilagan till Takeover-reglerna finns bestämmelser om innehållet i den erbjudandehandling en budgivare måste upprätta och distribuera i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. I erbjudandehandlingen ska bl.a. finnas en presentation av budgivaren. Lämnar, som i det nu aktuella fallet, ett utländskt bolag ett offentligt uppköpserbjudande och utgörs det erbjudna vederlaget uteslutande av kontanter, gäller enligt avsnitt 7 i Bilagan att erbjudandehandlingen ska innehålla ”en presentation av budgivaren på ett för aktieägarna i målbolaget och aktie marknaden relevant sätt”. Det innebär bl.a. att verksamhetens art och omfattning ska presenteras, inklusive ”vissa väsentliga finansiella nyckeltal”.

Kravet på att återge vissa finansiella nyckeltal avser endast historisk, offentliggjord information. Aktieägarna i Scania ska inte erbjudas Porsche-aktier utan kontanter och har alltså inte behov av en ingående beskrivning av hur Porsche påverkas av att Volkswagen görs till dotterföretag. Porsche är således inte skyldigt att framställa någon form av proformaresultat- eller balansräkningar som beaktar Volkswagen-koncernen.

Fråga 5

Det är numera vanligt att utländska rättssubjekt äger aktier i svenska bolag. Om det riktas ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i ett svenskt bolag med utländska aktieägare, måste budgivaren följa de svenska reglerna men dessutom ta hänsyn till reglerna i det land eller de länder där de utländska aktieägarna har sin hemvist. Att utforma ett erbjudande så att det uppfyller kraven i samtliga berörda länder kan vara mycket tidsödande och kostnadskrävande. Vid frivilligt lämnade uppköpserbjudanden är det därför vedertagen svensk och internationell praxis att erbjudandet inte riktas till aktieägare i ett visst land, om antalet aktier som innehas av aktieägare i det landet kan antas representera endast en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget, aktierna inte är noterade på någon marknadsplats i det landet och det inte heller i övrigt föreligger några särskilda omständigheter som talar emot det. Ett sådant avsteg från likabehandlingsprincipen har också stöd i Takeover-reglerna (kommentaren till punkten I.1).

Av 3 kap. 1 § LUA, som går tillbaka på EG:s Takeover-direktiv, framgår att ett offentligt uppköpserbjudande som lämnas på grund av budplikt ska avse resterande aktier i bolaget. Till skillnad från vad som är fallet i reglerna om frivilliga erbjudanden (Takeover-reglerna) läm-

nar lagbestämmelsen inte något utrymme för budgivaren att utan dispens utesluta aktieägare i vissa jurisdiktioner från erbjudandet.

I det nu aktuella fallet vill Porsche från det planerade budpliktserbjudandet exkludera sådana aktier som är hänförliga till innehavare i Förenta staterna, Kanada, Japan, Australien, Nya Zeeland, Schweiz och Sydafrika.

Aktiemarknadsnämnden konstaterar inledningsvis att en dispens från regeln att ett budplikts-erbjudande ska avse samtliga resterande aktier bara kan komma ifråga såvitt avser aktier som innehas av personer med hemvist i länder utanför det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES). Det kravet är i Porsches fall uppfyllt.

I linje med den praxis som gäller i fråga om frivilliga erbjudanden bör dispens beträffande ett budpliktserbjudande såvitt avser aktieägare med hemvist i länder utanför EES, normalt beviljas om antalet aktier som innehas av aktieägare i ett visst land kan antas representera endast en obetydlig andel av det totala antalet aktier i bolaget, aktierna inte är noterade på någon marknadsplats i det landet och det inte heller i övrigt föreligger några särskilda omständigheter som talar emot det. Detta krav är, baserat på de uppgifter som lämnas i framställningen, enligt nämndens mening uppfyllt såvitt avser aktier som innehas av personer med hemvist i Kanada, Japan, Australien, Nya Zeeland, Schweiz och Sydafrika.

Av framställningen framgår att ca 5 procent av aktierna i Scania innehas av personer med hemvist i Förenta staterna. Det är enligt nämndens mening visserligen mer än en obetydlig andel av det totala antalet aktier i bolaget. I ljuset av det planerade budets utformning och på de övriga skäl som anförs i framställningen rörande Förenta staterna finner emellertid nämnden att dispens bör beviljas även såvitt avser dessa aktier.

BESLUT

Fråga 5

Aktiemarknadsnämnden lämnar Porsche tillstånd att, under de i framställningen angivna förutsättningarna, från det planerade budpliktserbjudandet avseende aktierna i Scania undanta

aktier som innehas av personer med hemvist i Kanada, Japan, Australien, Nya Zeeland, Schweiz, Sydafrika och Förenta staterna.

- - -

Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Bo Svensson (ordförande), Ulf Aspenberg, Jan-Mikael Bexhed, Kajsa Lindståhl, Ulf Magnusson och Jan Stenberg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

Rolf Skog

Hur man överklagar

Beslutet kan överklagas hos Finansinspektionen av den som beslutet angår, om beslutet har gått honom eller henne emot. Överklagandet ska göras skriftligt. I skrivelsen ska klaganden ange vilket beslut som överklagas och vilken ändring som begärs. Skrivelsen med överklagandet ska ha kommit in till Aktiemarknadsnämnden inom tre veckor från den dag då klaganden fick del av beslutet. Om beslutet överklagas av annan än sökanden, ska överklagandet dock ha kommit in inom tre veckor från det att beslutet offentliggjordes.