

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:35

2008-10-08

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 5 oktober 2008 en framställning från Advokatfirman Cederquist som gemensamt ombud för huvudägarna i Cloetta Fazer AB. Framställningen rör dispens från ett av nämndens ställningstaganden i AMN 2008:18. Uttalandet offentliggjordes 2009-10-05.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres bl.a. följande.

Oy Karl Fazer Ab och AB Malfors Promotor ("Malfors", tillsammans: "Huvudägarna") är huvudägare i Cloetta Fazer AB (publ) ("CFAB"), vars aktie av serie B är noterad på OMX Nordic Exchange Stockholm. I ett pressmeddelande daterat den 16 juni 2008 offentliggjordes att Huvudägarna träffat en överenskommelse om delning av CFAB. Samma dag offentliggjordes även att Oy Karl Fazer Ab lämnat ett offentligt erbjudande till aktieägarna i CFAB ("Erbjudandet"). I samband med dessa händelser inkom Huvudägarna med en framställan till Aktiemarknadsnämnden. Framställan har behandlats i Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2008:18 där också en längre bakgrundsbeskrivning till delningen av CFAB finns intagen. En av frågorna i framställan till nämnden rörde tolkning av takeover-reglerna såvitt avser likabehandling av målbolagets aktieägare. Framställan innehöll i den delen bl.a. följande beskrivning:

"I händelse av att Erbjudandet lämnas kommer som ovan framgått vederlaget till viss del att utgöras av aktier i det nya Cloetta. Budvederlagets sammansättning innebär att om samtliga aktieägare i CFAB skulle acceptera Erbjudandet så skulle

detta få effekten att samtliga de aktier i det nya Cloetta som Oy Karl Fazer Ab kommer att erhålla vid utdelningen av dessa, används som vederlag i Erbjudandet. I ett sådant läge kommer således Oy Karl Fazer Ab inte att ha några aktier kvar i det nya Cloetta efter att redovisning av vederlaget skett i Erbjudandet. Mot bakgrund av att anslutningsgraden vid erbjudanden i allmänhet erfarenhetsmässigt sällan eller aldrig når upp till 100 procent bedöms det som osannolikt att samtliga 100 procent av aktieägarna skulle acceptera Erbjudandet. Detta får den för Huvudägarna oönskade effekten att Oy Karl Fazer Ab inte får tillfälle att avhända sig samtliga sina erhållna aktier i det nya Cloetta omedelbart i samband med Erbjudandet (sådana aktier som Oy Karl Fazer Ab har kvar efter att ha utgivit budvederlaget kallas nedan för "Residualaktierna"). Huvudägarna avser därför att inta i delningsöverenskommelsen att AB Malfors Promotor åtar sig att förvärva Residualaktierna från Oy Karl Fazer Ab samt att Oy Karl Fazer Ab åtar sig att till AB Malfors Promotor försälja desamma. Prissättningen av Residualaktierna förväntas, med nu överenskommet pris, att bli förhållandevis ofördelaktig för AB Malfors Promotor.

För att undvika att villkoret i delningsöverenskommelsen om Residualaktierna får effekten att AB Malfors Promotor anses ha gynnats framför någon annan aktieägare i målbolaget överväger AB Malfors Promotor att erbjuda aktieägarna i CFAB en möjlighet att omedelbart från AB Malfors Promotor förvärva Residualaktierna. Sådana förvärv skall ske på exakt samma villkor som de som gällt vid AB Malfors Promotors förvärv av aktierna från Oy Karl Fazer Ab och får ske av aktieägarna i CFAB som accepterat Erbjudandet i proportion till det antal aktier i CFAB som varje respektive aktieägare accepterat att sälja i Erbjudandet. Detta erbjudande från AB Malfors Promotor kan komma att lämnas till aktieägarna i CFAB genom att en separat handling om detta intas och distribueras till aktieägarna i samband med att erbjudandehandlingen för Erbjudandet distribueras.”

Aktiemarknadsnämnden uttalade i sammanhanget:

”I det nu aktuella fallet avses samtliga aktieägare i målbolaget erbjudas ett vederlag bestående av dels en aktie i det nya Cloetta, dels ett kontantbelopp. Därutöver kan emellertid, som ett led i delningsöverenskommelsen, en av ägarna (AB Malfors Promotor) komma att förvärva fler aktier i det nya Cloetta från budgivaren, låt vara av speciella skäl, genom en särskild överenskommelse och till vad som förväntas bli ett mindre förmånligt pris. En sådan särbehandling är enligt nämndens mening inte förenlig med god sed på aktiemarknaden (jfr bl.a. AMN 2007:32). Skulle det emellertid i sin tur åvila AB Malfors Promotor en skyldighet att erbjuda de övriga aktieägarna i målbolaget som accepterar budet att på oförändrade villkor förvärva dessa aktier i proportion till det antal aktier i CFAB som respektive aktieägare lämnat in i Erbjudandet, bortfaller denna invändning. Förfarandet får då anses förenligt med god sed på aktiemarknaden.”

Som framgick vid offentliggörandet av Erbjudandet kommer de eventuella aktier i det nya Cloetta som Oy Karl Fazer Ab kan komma att ha kvar efter att ha erlagt vederlaget i Erbjudandet att förvärvas av Malfors till ett pris om 45,60 kronor per aktie. Malfors har därvid, med hänsyn till Aktiemarknadsnämndens uttalande, åtagit sig att erbjuda aktieägarna i CFAB som accepterat Erbjudandet att, i proportion till det antal aktier i CFAB som respektive aktieägare lämnat in i Erbjudandet, förvärva dessa aktier från Malfors på samma villkor som Malfors förvärvat aktierna från Oy Karl Fazer Ab.

Av offentliggörandet av Erbjudandet den 16 juni 2008 framgick att priset om 45,60 kronor

per aktie i det nya Cloetta inte skulle ses som ett bedömt marknadsvärde på aktien. Istället utgör priset en del av Huvudägarnas sammantagna överenskommelse. Efter att Erbjudandet offentliggjordes den 16 juni 2008 har kursen på CFAB-aktien, med undantag för de två veckor som följde direkt efter offentliggörandet av Erbjudandet, legat mellan 230 och 240 kronor. Under den senaste månaden har kursen stundtals varit lägre än 230 kronor. Med genomsnittskursen om 233 kronor under perioden från den 1 juli 2008 till den 30 september 2008 som riktmärke innebär kurssättningen av CFAB-aktien en implicit värdering av aktierna i det nya Cloetta på omkring 16 kronor per aktie. Senast betalt för CFAB-aktien den 30 september 2008 var 230 kronor, vilket innebär en implicit värdering av en aktie i det nya Cloetta om knappt 15 kronor.

Ett erbjudande till de aktieägare i CFAB som accepterat Erbjudandet att, i proportion till det antal aktier i CFAB som respektive aktieägare lämnat in i Erbjudandet, förvärva aktier i det nya Cloetta från den blivande huvudägaren Malfors till ett pris om 45,60 kronor riskerar att förvirra marknaden, inte minst mindre aktieägare, i ett läge där den implicita värderingen av aktien under den ovan nämnda genomsnittsperioden varit cirka en tredjedel av detta pris. Anslutningen till ett sådant erbjudande bedöms bli obefintlig och erbjudandet blir närmast en formsak. Det kan heller inte uteslutas att Malfors blir föremål för kritik i marknaden, från massmedia och från aktieägare vid framläggande av ett erbjudande som inte är fördelaktigt för dem som accepterar det. Lämpligheten i att under rubriken "Erbjudande till aktieägarna i Cloetta Fazer" lansera och genomföra försäljningen av en tillgång till ett pris som vida överstiger tillgångens marknadspris torde utifrån ett konsumentperspektiv kunna ifrågasättas.

Kursen på CFAB-aktien har under genomsnittsperioden inte fluktuerat mer än begränsat, vilket är normalt med tanke på Erbjudandet. Inte heller är konjunkturläget sådant att man kan förvänta sig en snar vändning uppåt. Nedgången kan alltså inte bedömas vara endast tillfällig.

Huvudägarna hemställer därför att Aktiemarknadsnämnden skall meddela Malfors dispens från skyldigheten att erbjuda de övriga aktieägarna i CFAB som accepterar Erbjudandet att enligt ovan förvärva de s.k. Residualaktierna. Huvudägarna har inget att invända mot att dispensen förenas med ett åläggande för Malfors att genomföra erbjudandet i det fallet att kursen på Cloetta-aktien vid tidpunkten för Malfors förvärv motsvarar eller ligger i nära anslutning till det pris för Cloetta-aktien som Malfors skall betala (45,60 kronor per aktie) en-

ligt ovan beskrivna förfarande.

ÖVERVÄGANDEN

Takeover-reglerna vilar på principen att aktieägarna i målbolaget ska behandlas lika. Det innebär bl.a. att en budgivare ska erbjuda samma vederlag för varje aktie i målbolaget av ett visst slag (punkten II.8). I det nu aktuella fallet har samtliga aktieägare i målbolaget erbjudits ett vederlag bestående av dels en aktie i Nya Cloetta, dels ett visst kontantbelopp. En av huvudägarna (Malfors) kan emellertid, genom en särskild överenskommelse med budgivaren, komma att förvärva fler aktier i Nya Cloetta från budgivaren till ett på förhand bestämt pris. I uttalandet AMN 2008:18 konstaterade nämnden att en sådan särbehandling inte är förenlig med god sed på aktiemarknaden men att den invändningen skulle bortfalla om det i sin tur åvilade Malfors en skyldighet att erbjuda de övriga aktieägare i målbolaget som accepterat budet att på samma villkor förvärva dessa aktier i proportion till det antal aktier i CFAB som respektive aktieägare lämnat in i Erbjudandet. I Oy Karl Fazers erbjudande den 16 juni 2008 anges att Malfors gjort ett sådant åtagande. Malfors hade då vetskap om den skillnad som skulle kunna komma att föreligga mellan priset i erbjudandet och aktiens s.k. implicita värde. Enligt nämndens mening kan det endast under mycket speciella omständigheter vara förenligt med god sed att inte lämna ett sådant erbjudande. Nämnden kan inte finna att de omständigheter som har åberopats i ärendet är av sådan art.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Marianne Lundius (vice ordförande), Anders Ackebo, Ulf Aspenberg, Lars Bredin, Johan Flodström och Kajsa Lindståhl.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog

