

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:03

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den XX en framställning från en advokatbyrå på uppdrag av en klient. Framställningen rör tolkning av punkten II.13 i Nasdaq Stockholms regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (takeover-reglerna).

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres i huvudsak följande.

Fråga 1

Klienten överväger att förvärva ett aktieinnehav i ett svenskt bolag noterat på Nasdaq Stockholm (målbolaget) till en nivå under flaggningskyldighet, genom ett upplägg med bank, så kallad "total return swap" eller "TRS-avtal". Upplägget innebär i korthet följande.

Klienten ingår ett avtal med bank varigenom klienten tar den fulla finansiella exponeringen (vinst eller förlust) avseende ett överenskommet antal aktier i målbolaget. För att hedga upplägget förvärvar banken motsvarande antal aktier i målbolaget i marknaden till rådande marknadspriser. Detta utgör förvärvspriset ("Förvärvspriset") för TRS-avtalet. När TRS-avtalet ingås förvärvar klienten inte äganderätten till aktierna i målbolaget. Klienten betalar banken marknadsmässig avgift och ränta för TRS-avtalet. Syftet med avtalet är att klienten ska kunna öka sin finansiella exponering i målbolaget utan att bli ägare till aktierna förrän TRS-avtalet löper ut.

Efter viss tid upphör TRS-avtalet och klienten kan då välja att förvärva målbolagsaktierna från banken (dvs. fysisk settlement kan väljas av klienten). Två strukturer för fysisk settlement övervägs; antingen (i) förvärvar klienten aktierna till rådande marknadskurs när TRS-avtalet löper ut och om kursen ökat jämfört med Förvärvspriset återbetalar banken belopp motsvarande ökningen till klienten alternativt om priset sjunkit kompenserar klienten banken för denna nedgång eller (ii) så erlägger klienten betalning för aktierna motsvarande Förvärvspriset. I bägge fallen syftar strukturen till att klienten skall vara fullt exponerad mot den finansiella risken förenad med innehav av dessa aktier.

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs att nämnden bekräftar att det är Förvärvspriset som banken erlägger vid köp i marknaden av aktier i målbolaget för att hedga avtalet, som utgör det lägsta pris som, enligt punkten II.13, behöver erläggas av klienten vid ett efterföljande uppköpserbjudande som lämnas av klienten avseende målbolaget. Det har upplysts nämnden att Förvärvspriset i detta fall ska baseras på det volymvägda genomsnittspris som banken betalat för aktierna i marknaden.

Fråga 2

En alternativ struktur som övervägs är att ingå ett så kallat "collar"-avtal med en bank med följd att klienten kommer att kunna öka sitt aktieinnehav i målbolaget. Upplägget innebär i korthet följande (i illustrativt syfte har här inkluderats sifferexempel).

(A) Banken och klienten ingår ett avtal som innebär att klienten köper en *säljoption* avseende rätt att sälja ett visst antal aktier i målbolaget (t.ex. 1 milj. aktier motsvarande 4,99 % av aktierna i målbolaget) till banken till visst pris (t.ex. 80 SEK att jämföras med ett marknadspris för aktierna om 100 SEK) och samtidigt säljer klienten en *köpooption* till banken att förvärva ett visst antal aktier från klienten (t.ex. motsvarande 4,99 %) till visst pris (t.ex. 130 SEK). Om kostnaden för säljoptionen överstiger kostnaden för köpooptionen erlägger klienten marknadsmässig premie (med avdrag för kostnaden för köpooptionen) till banken. Optionerna kan avräknas kontant eller genom fysisk leverans av aktier vid löptidens utgång.

- (B) Genom optionsupplägget får banken en exponering mot målbolagets aktier, dvs. om aktierna sjunker i värde (under säljkursen för säljoptionen) behöver banken erlagga kompensation till klienten och på motsvarande sätt behöver klienten kompensera banken om aktierna stiger i värde (över köpkurs för köpoptionen).
- (C) För att "hedga" sin aktiekursexponering behöver banken låna ett visst antal aktier i målbolaget i marknaden och sälja dessa aktier. Antalet aktier som banken behöver sälja beror på optionernas villkor men kommer att vara färre än det antal aktier som arrangemanget omfattar (t.ex. de 1 milj. aktier som är föremål för köp- och säljoptionen kan komma att innebära att banken behöver låna och sälja 800.000 aktier). Klienten köper dessa 800.000 aktier i målbolaget från banken mot betalning motsvarande rådande marknadspris för målbolagets aktier vid tidpunkten för transaktionen (dvs. 100 SEK i vårt exempel) ("Förvärvspriset"). I klientens perspektiv är det primära syftet med collar-avtalet att förvärva detta block om 800.000 aktier.
- (D) Under collar-avtalets löptid kommer banken att handla i målbolagets aktie (potentiellt genomföra både köp och försäljningar) i syfte att löpande balansera sin s.k. hedging-position. Detta kan även innefatta att banken lånar fler aktier i marknaden eller återlämnar lånade aktier i marknaden.
- (E) I samband med att optionerna löper ut kommer optionerna högst sannolikt att kon-
tantavräknas (de kan dock avräknas genom fysisk leverans om klienten så önskar). Be-
roende på marknadspriset vid utgången av collar-avtalet och den metod som används
för avräkning kan banken komma att förvärva aktier i marknaden för återleverans av
lånade aktier.

I framställningen till nämnden hemställs att nämnden bekräftar att det är Förvärvspriset som klienten betalar för sitt förvärv av aktier i målbolaget från banken (dvs. 100 SEK) som utgör det lägsta pris som enligt punkten II.13 behöver erbjudas av klienten vid ett efterföljande offentligt uppköpserbudande som lämnas av klienten avseende målbolaget och att de marknadsmässiga avgifter som klienten betalar till banken för derivatuppläggen, det pris som banken erlägger för eventuella efterföljande s.k. hedging-upplägg under transaktionens löptid eller vid utgången av collar-avtalet för återleverans av lånade aktier och belopp som erläggs/erhålls för avräkning av optionerna alltså inte ska påverka det lägsta pris klienten måste erbjuda. Det har upplysts nämnden att Förvärvspriset i detta fall ska bestämmas utifrån det volymvägda priset eller stängningspriset dagen innan klienten förvärvar aktierna från banken alternativt inom rådande spread då förvärvet genomförs.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbudande lämnas endast av den som gentemot den börs som driver den reglerade marknad där målbolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende ett bolag med aktier noterade på Nasdaq Stockholm måste följa börsens ”takeover-regler”. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2) och i övrigt uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden.

Nämnden har i två tidigare ärenden behandlat frågor rörande arrangemang som liknar de nu aktuella arrangemangen.

I AMN 2011:20 var således frågan om reglerna rörande för- och sidoaffärer (punkterna II.13 och 14) skulle anses tillämpliga om en budgivare med en bank ingår ett s.k. cash-settled equity swap avtal avseende aktier i målbolaget.

Nämnden konstaterade först att ett cash-settled equity swap avtal i anledning av ett förestående eller pågående uppköpserbudande inte i sig kan betraktas som en för- eller sidoaffär och inte heller i övrigt strider mot god sed på aktiemarknaden under förutsättning att avtalet offentliggörs i samband med att erbjudandet offentliggörs eller, om avtalet ingås vid en senare tidpunkt, vid avtalets ingående.

I det aktuella fallet var avtalet också uttryckligen kompletterat med en s.k. irrevocable undertaking från bankens sida att acceptera budgivarens uppköpserbudande avseende aktier i målbolaget som banken kunde komma att förvärva för att säkra sina positioner. Nämnden konstaterade i anledning därav vidare att huruvida reglerna om för- och sidoaffärer ska anses tillämpliga på cash-settled equity swap arrangemang i förening med exempelvis en irrevocable undertaking från bankens sida blir avhängigt de villkor på vilka banken förvärvar de aktier som sedermera överläts till budgivaren. Om dessa förvärv sker på villkor som inte är förmånligare än villkoren i erbjudandet kan den likabehandlingsprincip som bär upp reglerna ifråga inte anses åsidosatt. Arrangemanget träffas då inte av reglerna om för- och sidoaffärer. Motsatsen gäller, konstaterade nämnden, givetvis i det fallet att förvärvet sker på villkor som är förmånligare än villkoren i erbjudandet. Nämnden utgick i sina överväganden från att den avgift som budgivaren skulle komma att erlägga till banken i swap-avtalet var marknads- mässig. Motsvarande slutsats kom nämnden till i AMN 2013:19.

I såväl AMN 2011:20 som 2013:19 var fråga om arrangemang i syfte att undvika överträdelse av konkurrensregler och nämnden begränsade i båda fallen sina uttalanden till avse arrangemang i sådana syften. I det nu aktuella fallet är syftet ett annat. Enligt nämndens mening finns det emellertid inte av det skälet anledning att se annorlunda på frågan.

Under förutsättning att budgivarens ersättning till banken för de finansiella kostnaderna för arrangemanget är marknadsmässiga, är det således det högsta pris som banken betalar vid köp av aktier i målbolaget, som utgör det lägsta pris som, enligt punkten II.13, måste erläggas av klienten vid ett efterföljande uppköpserbjudande som lämnas av klienten avseende målbolaget. Annorlunda uttryckt kommer det högsta pris som banken betalar vid köp av aktier i målbolaget bli lägsta tillåtna budpris.

I framställningen redovisas två alternativa arrangemang, vilka båda skulle kunna innebära att vissa aktieägare kan få mer betalt för sina aktier än vad som sedermera blir priset i budet. Det är enligt nämndens mening inte förenligt med likabehandlingsprincipen och punkten II.13.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Ulf Aspenberg, Ramsay Brufer, Dick Lundqvist, Robert Ohlsson, Carl-Johan Pousette och Anne Holm Rannaleet.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog