

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:14

2015-06-03

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 31 maj 2015 en framställning från [*en advokatbyrå*]. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs följande.

Bakgrund

Tiger är ett utländskt publikt bolag noterat på huvudlistan i Tigers hemjurisdiktion (EU-medlemsstat).

Cheetah är ett svenskt publikt bolag noterat på Nasdaq Stockholms huvudlista.

Styrelserna för Tiger och Cheetah diskuterar förutsättningarna för en gränsöverskridande fusion med Tiger som övertagande bolag och Cheetah som överlåtande bolag.

Fusionsvederlaget avses utgöras av en kombination av aktier i det övertagande bolaget och kontanter; exakt kombination är inte bestämd ännu men totalen kommer med marginal att hålla sig inom ramen för det krav om +50 % aktier som aktiebolagslagen (ABL) normalt uppställer vid fusioner, även om individuella val hos det överlåtande bolagets aktieägare kan medföra att enskilda aktieägare kan komma att erhålla en större andel kontanter.

Aktiemarknadsnämnden kan förutsätta att sådana justeringar är förenliga med likhetsprincipen.

Aktiemarknadsnämnden, Väpnargatan 8, 114 51 Stockholm

E-post: info@aktiemarknadsnamnden.se Hemsida: www.aktiemarknadsnamnden.se

Denna hemställan rör tolkningen av, och eventuell dispens från, punkterna V.1 och V.3 i takeover-reglerna enligt vilka reglerna, med vissa undantag, ska tillämpas på motsvarande sätt vid fusion.

Rollen för ägarrepresentanter i det överlåtande bolagets styrelse

Vid ett offentligt uppköpserbjudande anger takeover-reglerna att eventuella ägarrepresentanter i målbolagsstyrelsen i situationer där ägarna ifråga har åtagit sig att acceptera erbjudandet inte ska delta i styrelsens beslut om att rekommendera aktieägarna att acceptera eller inte acceptera erbjudandet. Styrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet är aktiemarknadsrättsligt (men inte bolagsrättsligt) reglerad. Att den aktiemarknadsrättsliga jävsregeln går längre än den bolagsrättsliga får därför inga bolagsrättsliga följder. Vidare är aktieägares beslut att acceptera erbjudandet individuellt och inte kollektivt (och kan således få olika följder för olika aktieägare beroende på vilka val de gör).

Vid fusion avges ingen motsvarande rekommendation. Däremot ska styrelsen upprätta fusionsplan, styrelseredogörelse, fusionsdokument m.m. som underställs bolagsstämman i det överlåtande bolaget. Aktieägare i det överlåtande bolaget avger heller inga åtaganden att acceptera något erbjudande, men kan åta sig att vid bolagsstämman rösta för fusionen (motsvarande åtaganden kan även göras av aktieägarna i det övertagande bolaget). Vidare är aktieägarnas beslut på bolagsstämman att säga ja eller nej till fusionen inte individuella beslut utan ett kollektivt beslut som får samma följd för samtliga aktieägare (blir det ja så blir det ja för alla, blir det nej så blir det nej för alla).

Fusionsplanen och styrelsens legala uppdrag att besluta om densamma regleras bolagsrättsligt. Om den aktiemarknadsrättsliga mer långtgående jävsregeln skulle tillämpas i sammanhanget skulle det kunna äventyra möjligheten att fatta beslut som är bolagsrättsligt nödvändiga för att kunna genomföra en fusion.

Med hänsyn till de ovan beskrivna grundläggande skillnaderna mellan ett offentligt uppköpserbjudande och en fusion anser vi att en tillämpning av takeover-reglerna innebärande att reglerna skulle hindra ägarrepresentanter i det överlåtande bolaget från att delta i beslut om fusionsplan och övriga ovan angivna dokument i situationer där ägaren ifråga har åtagit sig att på bolagsstämman rösta för fusionen, inte vore ändamålsenlig.

Fusionsrelaterade arrangemang mellan övertagande och överlåtande bolag

Vid ett offentligt uppköpserbjudande anger takeover-reglerna att målbolaget i princip inte får binda sig till några budrelaterade arrangemang gentemot budgivaren.

Vid en fusion utgör fusionsplanen ett aktiebolagsrättsligt reglerat obligatoriskt arrangemang som förstås måste vara tillåtet. Valet mellan vad som vid en gränsöverskridande fusion ska inflyta i den aktiebolagsrättsligt reglerade fusionsplanen och vad som istället bör tas in i ett separat fusionsavtal som kompletterar fusionsplanen torde avgöras delvis av vad som krävs och tillåts för registrering vid Bolagsverket i Sverige och Bolagsverkets motsvarighet i utlandet. Det förefaller inte ändamålsenligt att låta den svenska aktiemarknadsrättsliga tillåtligheten av ett arrangemang avgöras av vad som av registreringstaktiska skäl kan eller inte kan införas i fusionsplanen, vilket torde variera beroende på vilken annan jurisdiktion som är involverad i fusionen.

Det kan också konstateras att en fusion till sin natur är ett slags *merger of equals*-situation där inblandade bolag med nödvändighet måste samverka på flera sätt för att fusionen ska kunna genomföras. *Merger of equals*-elementet i fusioner har förstärkts ytterligare genom de begränsningar i möjligheterna att låta fusionsvederlaget utgöras av kontanter som har införts i ABL. Vidare är fusionen till sin natur, till skillnad från offentliga uppköpserbjudanden, inte huvudsakligen en transaktion mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget, utan huvudsakligen en transaktion mellan det övertagande och det överlåtande bolaget.

Enligt takeover-reglerna är budgivaren bunden av ett lämnat erbjudande. Vid en fusion kommer styrelsernas antagande av fusionsplanen att utlösa en skyldighet enligt takeover-reglerna att offentliggöra fusionsavsikten genom ett pressmeddelande. Innehållet i pressmeddelandet kommer att spegla innehållet i fusionsplanen samt innehållet i ett eventuellt fusionsavtal som ingåtts vid sidan av fusionsplanen. Innehållet i pressmeddelandet, liksom innehållet i fusionsplanen kommer med andra ord att ha tagits fram av de deltagande bolagen gemensamt. En viktig skillnad mellan ett offentligt uppköpserbjudande och en fusion är med andra ord att "erbjudandet" inte bara lämnas av det ena bolaget utan av de deltagande bolagen tillsammans. Mot denna bakgrund skulle det kunna vara lämpligt från ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv och ge ökad förutsebarhet om ett överlåtande och övertagande bolag som ska fusioneras ingår avtal som binder parterna vid transaktionen, på de villkor som överenskommes och som anges i pressmeddelandet. Villkoren i ett sådant avtal

får förstås inte vara av sådant slag att de i praktiken föregriper aktieägarnas (i något av de inblandade bolagen) rätt att besluta om fusionens genomförande. Att villkoren i viss mån kan minska förutsättningarna för en konkurrerande transaktion (en annan fusion eller ett uppköpserbudande) framstår dock som naturligt med hänsyn till det ömsesidiga deltagande från övertagande och överlåtande bolag som fusionen förutsätter.

Med hänsyn till vad som anförts ovan kan lämpligheten i att tillämpa förbudet mot budrelaterade arrangemang vid fusioner ifrågasättas generellt och om regeln anses tillämplig kan behovet av dispenser för att i praktiken möjliggöra genomförande av fusioner, särskilt gränsöverskridande sådana, mellan noterade bolag förväntas bli omfattande. Vi anser därför att sådana transaktionsrelaterade arrangemang som tidigare har förekommit på den svenska marknaden i *merger of equals*-situationer vid offentliga uppköpserbudanden borde vara fortsatt tillåtna vid fusioner (med tillämpning från arrangemangets ingående ända till fusionens genomförande), annat än möjligen med avseende på mycket ensidiga avtal som får transaktionen att se ut som ett övertagande snarare än ett ömsesidigt samgående.

I vart fall kan i en fusionssituation förbudet mot budrelaterade arrangemang enligt vår uppfattning inte gälla arrangemang som läggs fram vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget och träder i kraft först *efter* att samma bolagsstämma har godkänt fusionsplanen. Bakgrunden till detta är att vi uppfattar förbudet mot budrelaterade arrangemang som huvudsakligen motiverat av att styrelsen för målbolaget inte ska kunna föregripa aktieägarnas beslut att tacka ja eller nej till erbjudandet. Vid en fusion fattas det kollektiva beslutet att genomföra transaktionen vid bolagsstämman som godkänner fusionsplanen. Detta torde innebära att det inte finns några hinder mot att de deltagande bolagen, vid sidan av fusionsplanen, ingår ett fusionsavtal avseende exempelvis fusionsprocessen och de deltagande bolagens respektive det framtida fusionerade bolagets drift, som läggs fram vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget och träder i kraft först *efter* att samma bolagsstämma har godkänt fusionsplanen. Förutsatt att aktieägarna har fått information om innehållet i och innebörden av avtalet i god tid före bolagsstämman föregrips aktieägarnas beslut inte av arrangemanget och vi kan inte se några skäl att anse ett sådant fusionsavtal förbjudet enligt takeover-reglerna.

I kommentaren till punkten II.17a i takeover-reglerna anges att Aktiemarknadsnämnden kan lämna dispens från bestämmelsen eller uttala sig om hur den ska tillämpas. Som exempel anges att vid ömsesidiga åtaganden i samgåendeöverenskommelser mellan jämbördiga parter kan omständigheterna vara sådana att Aktiemarknadsnämnden kan lämna dispens från bestämmelsen.

I Tigers hemjurisdiktion, precis som i flera andra jurisdiktioner, är det praxis i publika bud- och fusionssituationer att de bolag som deltar i transaktionen ingår transaktionsavtal som bland annat innehåller olika mekanismer för att säkerställa den tilltänkta transaktionens genomförande. I den förevarande tilltänkta fusionen kommer diskussionerna mellan de deltagande bolagen till stor del att handla om hur de två involverade jurisdiktionernas legala och aktiemarknadsrättsliga system ska kunna jämkas ihop så att transaktionen kan genomföras på ett ändamålsenligt och effektivt sätt (i ett processuellt och kommersiellt perspektiv) och så att de deltagande bolagen kan erhålla någon form av försäkran från varandra om att respektive bolag kommer att vidta de åtgärder som krävs för att fusionen faktiskt genomförs. Detta blir särskilt relevant vid en fusion med tanke på att en fusionsprocess av förevarande slag pågår i minst 5-7 månader, varav minst 3-4 månader ligger efter att fusionsplanen har antagits av de deltagande bolagens styrelser och fusionsavsikten blivit offentliggjord. Det är givetvis inte optimalt för börsnoterade bolag att leva med osäkerhet under en så lång period.

Hemställan

Mot bakgrund av ovanstående ombeds Aktiemarknadsnämnden uttala sig om följande frågor.

A. Fråga angående rollen för ägarrepresentanter i det överlåtande bolagets styrelse

Tillåter takeover-reglerna att ägarrepresentanter i styrelsen för ett överlåtande bolag deltar i styrelsebeslut om att anta fusionsplan och andra dokument som krävs från ett legalt perspektiv i situationer där ägaren ifråga har åtagit sig att på bolagsstämma rösta för fusionen?

B. Frågor angående fusionsrelaterade arrangemang mellan övertagande och överlåtande bolag

- 1) Är takeover-reglernas förbud mot budrelaterade arrangemang tillämpligt på situationer där övertagande och överlåtande bolag som ska fusioneras ingår ett fusionsavtal (vid sidan av fusionsplanen) avseende exempelvis fusionsprocessen och de deltagande bolagens respektive det framtida fusionerade bolagets drift som läggs fram vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget och träder i kraft först *efter* att samma bolagsstämma har godkänt fusionsplanen?
- 2) Hindrar takeover-reglernas förbud mot budrelaterade arrangemang att övertagande och överlåtande bolag som ska fusioneras ingår ett fusionsavtal (vid sidan av

fusionsplanen) avseende exempelvis fusionsprocessen och de deltagande bolagens respektive det framtida fusionerade bolagets drift, som blir gällande i samband med eller efter att de deltagande bolagens styrelser antar fusionsplanen (eller något tidigare, t ex i samband med att en kort due diligence-undersökning inleds innan fusionsplanen undertecknas) men *innan* bolagsstämman i det överlåtande bolaget har godkänt fusionsplanen? Aktiemarknadsnämnden ombeds härvid att uttala sig om huruvida vart och ett av följande villkor är tillåtet att inkludera i ett sådant avtal:

- a) ömsesidigt exklusivitetsåtagande innebärande, med vissa undantag, att vare sig överlåtande eller övertagande bolag tillåts diskutera, söka eller inleda andra transaktioner med annan part som skulle innebära ett kontrollägarskifte för något av bolagen eller att något av bolagen förvärvar kontroll över ett annat bolag;
 - b) ömsesidigt åtagande om så kallad break-fee, innebärande att den part som orsakar att fusionen inte genomförs (på grund av exempelvis att någon av styrelserna inte fullgör sina förpliktelser enligt fusionsplanen eller vad ABL kräver för fusionens genomförande, t ex genom att inte inge nödvändiga anmälningar till Bolagsverket eller avge respektive inhämta de yttranden som krävs för fusionens registrering), eller negativt bolagsstämmobeslut i något av bolagen, inom vissa ramar ska ersätta den andra parten *för faktiska nedlagda kostnader* i samband med transaktionen (Aktiemarknadsnämnden kan härvid utgå från att det kommer att finnas en beloppsbegränsning för att inte i praktiken föregripa aktieägarnas beslut);
 - c) ömsesidigt åtagande att inte köpa aktier i den andra parten (s.k. stand still agreement);
 - d) ömsesidigt åtagande att inte vidta några refinansieringsåtgärder utan den andra partens medgivande; och
 - e) ömsesidigt åtagande att driva respektive verksamhet vidare i enlighet med tidigare praxis för bolagen, inklusive ömsesidiga åtaganden att inte inhämta nytt kapital, utge skuldinstrument eller säga upp större avtal.
- 3) Skulle svaren på fråga 2) ovan påverkas av att villkoren a) – e) inkluderas i den aktiebolagsrättsligt reglerade fusionsplanen (förutsatt aktiebolagsrättslig tillåtlighet) i stället för i ett separat avtal vid sidan om fusionsplanen?
- 4) Skulle svaren på fråga 2) ovan påverkas av att villkoren a) – e) ovan i stället skulle vara formulerade som ensidiga åtaganden från det överlåtande bolaget?

- 5) Skulle svaren på fråga 2) ovan påverkas av att villkoren a) – e) ovan i stället visserligen huvudsakligen skulle vara ömsesidiga men till vissa delar inte är identiska för båda parterna utan innehålla vissa åtaganden som är mer betungande för det överlåtande bolaget och vissa åtaganden som är mer betungande för det övertagande bolaget?
- 6) För det fall att Aktiemarknadsnämnden svar på fråga 1) ovan är jakande, skulle svaret på fråga 2) a) – e) ovan påverkas av att det föreslagna avtalet läggs fram vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget och träder i kraft först *efter* att samma bolagsstämma har godkänt fusionsplanen?

C. Hemställan om dispens

- 1) I den mån Aktiemarknadsnämndens svar på någon av frågorna under A och B ovan är helt eller delvis negativa (d.v.s. att nämnden anser att takeover-reglerna hindrar någon av de ovan beskrivna åtgärderna och avtalsbestämmelserna) hemställs om dispens från takeover-reglernas tillämplighet med avseende på de bestämmelser som behandlas i denna framställning.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande 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 uppköpserbjudande 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.

Från minoritetsskyddssynpunkt gör sig likartade skyddsintressen gällande oberoende av om ett övertagande av ett målbolag genomförs som ett uppköpserbjudande eller t.ex. genom ett fusionsförfarande. Därför föreskrivs i avsnitt V i takeover-reglerna att reglerna, med endast vissa i punkten V.3 angivna undantag, ska äga motsvarande tillämpning vid fusioner och fusionsliknande förfaranden. I kommentaren till punkten V.I påpekas att en sådan tillämpning

många gånger kräver en anpassning så att tillämpningen passar för ett fusionsförfarande och den aktuella bestämmelsen ges en förnuftig innebörd som tillgodoser de skyddsintressen som gör sig gällande i en fusionssituation.

Fråga A

Vid en fusion ska enligt 23 kap. 6 § ABL styrelserna för de fusionerande bolagen upprätta en gemensam fusionsplan. Takeover-reglerna innehåller inte några bestämmelser som tar sikte på respektive styrelses beslut därom.

I en uppköpsituation ska enligt punkten II.19 i takeover-reglerna målbolagets styrelse senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen till denna uppfattning. Av punkten V.3 i takeover-reglerna följer motsatsvis att punkten II.19 äger motsvarande tillämpning vid fusion. Det innebär att det överlåtande bolagets styrelse, till ledning för aktieägarnas ställningstagande till fusionsplanen vid bolagsstämman, ska upprätta ett dokument med innehåll som motsvarar vad som följer av punkten II.19. Nämnden noterar i sammanhanget att det vid fusion mellan svenska börsbolag sedan länge förekommit att de fusionerande bolagen upprättat ett prospekt eller prospektliknande dokument (jfr 2 b kap. lagen [1991:980] om handel med finansiella instrument) till vilket fogats såväl ett yttrande från det överlåtande bolagets styrelse som fusionsplanen.

Även punkten II.18 äger motsvarande tillämpning vid fusion. I bestämmelsen föreskrivs, i fråga om offentliga uppköpserbjudanden, att en ledamot av målbolagets styrelse inte får delta i handläggningen av en fråga som är relaterad till erbjudandet, om styrelseledamoten till följd av intressegemenskap med budgivaren eller av annan anledning kan ha ett intresse i frågan som strider mot aktieägarnas intresse. Av kommentaren till bestämmelsen framgår att om styrelseledamot är aktieägare i målbolaget och i anslutning till erbjudandet har träffat avtal om överlåtelse av sina aktier till budgivaren eller förbundit sig att acceptera erbjudandet, så får han eller hon anses ha en intressekonflikt.

I en uppköpsituation är en styrelseledamot som har en intressekonflikt av nu nämnt slag förhindrad att delta i utarbetandet av styrelsens ställningstagande till budet enligt punkten II.19. Tillämpat på en fusionssituation skulle det kunna anses innebära att en styrelseledamot som tillika är aktieägare i det överlåtande bolaget och åtagit sig att vid bolagsstämma rösta för fusionen, är förhindrad att delta i upprättandet av det ovan nämnda mot punkten II.19 svarande dokumentet till ledning för aktieägarnas ställningstagande vid stämman. Enligt nämndens mening skulle det emellertid kunna ge ett motsägelsefullt intryck om en

styrelseledamot i en sådan situation deltar i styrelsens beslut om fusionsplanen (vilket aktiebolagslagen tillåter) men inte deltar i upprättandet av det särskilda dokumentet. Punkten II.18 ska enligt nämndens mening därför inte ges en sådan innebörd vid fusion. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden får det anses tillräckligt att det av dokumentet framgår att ledamoten i fråga, i egenskap av aktieägare, åtagit sig att rösta för fusionen.

Fråga B

Enligt punkten II.17a i takeover-reglerna får, i en uppköpssituation, målbolaget inte gentemot budgivaren binda sig till några till erbjudandet relaterade arrangemang som innebär en förpliktelse för målbolaget gentemot budgivaren. Förbudet syftar i första hand till att begränsa utrymmet för arrangemang som försämrar förutsättningarna för att konkurrerande erbjudanden ska lämnas eller fullföljas.

Av punkten V.3 följer motsatsvis att punkten II.17a äger motsvarande tillämpning vid fusion. Det innebär att det överlåtande bolaget som utgångspunkt inte får binda sig till några till fusionen relaterade arrangemang som innebär en förpliktelse för det bolaget gentemot det övertagande bolaget, framför allt inte arrangemang som försämrar förutsättningarna för att konkurrerande erbjudanden eller fusionsförslag ska lämnas eller fullföljas.

I linje med vad som anförs i framställningen kan syftet bakom punkten II.17a inte anses påkalla att den i en fusionssituation ska omfatta fusionsrelaterade arrangemang som läggs fram vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget och träder i kraft först *efter* det att aktieägarna vid samma bolagsstämma har godkänt fusionsplanen.

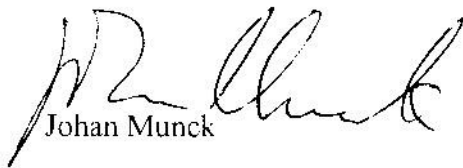
Annorlunda förhåller det sig med fusionsrelaterade arrangemang som ingås och ska gälla *innan* bolagsstämman i det överlåtande bolaget har godkänt fusionsplanen. På sådana arrangemang, innefattande exempelvis sådant som i framställningen nämns under fråga B 2 a)-e), ska enligt nämndens mening punkten II.17a tillämpas. Det innebär att dessa som utgångspunkt är otillåtna. Huruvida arrangemanget kommer till uttryck i fusionsplanen eller i ett avtal vid sidan av fusionsplanen kan inte anses spela någon roll. Punkten II.17a kan emellertid självklart inte anses hindra sådana arrangemang som är aktiebolagsrättsligt obligatoriska i en fusion.

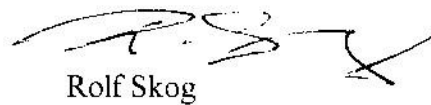
Som påpekas i framställningen anges i kommentaren till punkten II.17a att Aktiemarknadsnämnden kan lämna dispens från bestämmelsen. Exempelvis kan

omständigheterna vid ömsesidiga åtaganden i samgåendeöverenskommelser mellan jämbördiga parter vara sådana att dispens kan lämnas. Nämnden är mot denna bakgrund beredd att, efter närmare beskrivning av omständigheterna i det nu aktuella fallet, pröva en framställan om dispens. En sådan prövning kan inte göras på basis av den i förevarande framställning lämnade, mer allmänt hållna, informationen och utan kunskap om de fusionerande bolagen. Enbart den omständigheten att en transaktion genomförs som en fusion innebär inte att skäl för dispens föreligger.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Ulf Aspenberg, Ramsay Brufer, Carl-Johan Pousette och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar


Johan Munck


Rolf Skog