

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2016:10

2016-04-13

Detta uttalande är såvitt avser fråga 5 meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17). Uttalandet offentliggjordes 2016-04-28.

[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.]

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 8 april 2016 en framställning från Advokatfirman Lindahl som ombud för HNA Tourism Group Co., Ltd. Framställningen rör tolkning av lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) och Nasdaq Stockholms takeover-regler (ötakeover-reglerna) samt god sed på aktiemarknaden med anledning av ett potentiellt indirekt kontrollägarskifte i Rezidor Hotel Group AB.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförts i huvudsak följande.

Bakgrund

HNA Tourism Group Co., Ltd (öHNAö) ingår i HNA Group som bildades år 1993 och är ett Fortune Global 500-bolag och ett ledande, multinationellt konglomerat med verksamhet inom luftfart, flygplatsdrift, finansiella tjänster, fastigheter, retail, turism och logistik. HNA Group hade under år 2015 en omsättning på över 25,6 mdr USD och totala tillgångar på över 81 mdr USD. HNA, ett helägt dotterbolag till HNA Group, är en av Kinas största koncerner inom turism med 89 resebyråer, fler än 450 hotell och Kinas fjärde största flygkoncern. Under år 2012 investerade HNA i NH Hotel Group, en ledande hotellkoncern med huvudkontor i Spanien, och idag är HNA den enskilt största aktieägaren i NH Hotel Group med en ägarandel uppgående till 29,5 procent.

Rezidor Hotel Group AB (öRezidorö) är ett hotellföretag med 457 hotell och mer än 100 000 rum i drift eller under utveckling i 80 länder i Europa, Mellanöstern och Afrika. Bolaget driver och utvecklar exklusivt varumärkena Radisson Blu, Park Inn by Radisson, Quorvus Collection och Radisson Red i Europa, Mellanöstern och Afrika. Bolagets aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm.

I Rezidor finns det idag 174 milj. aktier, vilka alla är av samma slag. Bolaget ägs, direkt och indirekt, till 51,3 procent av det amerikanska bolaget Carlson Hotels, Inc.

Carlson Hotels är en ledande global aktör inom turism- och hotellbranschen, som äger och förvaltar varumärken, globala boknings- och franchisesystem samt lojalitetsprogram. Carlson Hotels är franchisegivare av Carlson Hotels varumärken globalt. Carlson Hotels äger och förvaltar hotellvarumärken såsom Quorvus Collection, Radisson Blu, Radisson, Radisson RED, Park Plaza, Park Inn by Radisson och Country Inns & Suites, samt en hotellportfölj bestående av 1 400 hotell med mer än 220 000 rum i drift eller under utveckling (inklusive Rezidors) i 115 länder i Amerika, Asien-Stillahavsregionen och Europa. Carlson Hotels ägs av Carlson Hospitality Group, Inc.

Förvärvet

HNA överväger ett förvärv av samtliga aktier i Carlson Hotels från Carlson Hospitality Group (öFörvärvetö). Förvärvet skulle stärka HNAs närvaro inom turism- och hotellbranschen i USA och Europa.

För närvarande för HNA och Carlson Hospitality Group diskussioner om villkoren för ett sådant potentiellt Förvärv. Villkoren för Förvärvet, inklusive köpeskillingen, kommer att regleras i ett aktieöverlåtelseavtal (öAktieöverlåtelseavtaletö).

Aktieöverlåtelseavtalet kommer att vara bindande för HNA och Carlson Hospitality Group. Förvärvet kommer emellertid att kräva godkännanden av kinesiska myndigheter och konkurrensgodkännanden i flera länder, däribland Kina, USA och av EU. Fullföljandet av Förvärvet under Aktieöverlåtelseavtalet kommer därför vara villkorat av att sådana godkännanden samt andra väsentliga myndighetsgodkännanden erhålls.

Det är HNAs och Carlson Hospitality Groups avsikt att genom pressmeddelande offentliggöra Förvärvet i samband med att Aktieöverlåtelseavtalet ingås. Genom pressmeddelandet skulle de huvudsakliga villkoren för Förvärvet samt den inverkan Förvärvet kommer att ha för resterande aktieägare i Rezidor komma marknaden till kännedom.

För närvarande innehar HNA, varken direkt eller indirekt, några aktier i Rezidor. Aktieöverlåtelseavtalet avser endast Förvärvet av aktier i Carlson Hotels och inte något förvärv av aktier direkt i Rezidor. Aktieöverlåtelseavtalet hänför sig således inte till något framtida förvärv av aktier direkt i Rezidor.

Det bör noteras att Carlson Hotels har varit verksamt i många år och innehar andra väsentliga tillgångar utöver aktierna i Rezidor. Rezidors totala börsvärde uppgår per den 7 april 2016 till cirka 6 mdr SEK, varvid börsvärdet av Carlson Hotels ägarandel om 51,3 procent i Rezidor uppgår till drygt 3 mdr SEK. Av den totala köpeskillingen för aktierna i Carlson Hotels kommer mindre än 40 procent att allokeras till Carlson Hotels andel i Rezidor.

Eftersom Förvärvet av aktierna i Carlson Hotels kommer att vara villkorat av myndighets-

och konkurrensgodkännanden kommer något koncernförhållande mellan HNA och Carlson Hotels inte uppkomma förrän Förvärvet fullföljs, dvs. när villkoren i Aktieöverlåtelseavtalet är uppfyllda.

Tre handlingsalternativ

När ett koncernförhållande mellan HNA och Carlson Hotels uppkommer sker enligt HNAs bedömning ett sådant indirekt kontrollägarskifte i Rezidor som kan utlösa budplikt. HNA överväger i anledning därav tre alternativ; (i) att lämna ett budpliktserbjudande till aktieägarna i Rezidor i samband med fullföljandet av Förvärvet, (ii) att lämna ett frivilligt erbjudande till aktieägarna i Rezidor i samband med ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet och pressmeddelandet om Förvärvet, eller (iii) att inom fyra veckor efter fullföljandet av Förvärvet avyttra så många aktier i Rezidor att innehavet understiger tre tiondelar av rösterna. Samtliga tre alternativ väcker frågor om tolkning av LUA och takeover-reglerna.

Om HNA skulle lämna ett frivilligt erbjudande, skulle det lämnas i samband med offentliggörandet av ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet. Erbjudandet skulle inte vara villkorat av någon viss lägsta acceptansgrad. Vidare skulle Carlson Hotels, i anslutning till att Aktieöverlåtelseavtalet ingås, åta sig att inte lämna in sina aktier i Rezidor i budet.

I samband med att det frivilliga erbjudandet lämnas skulle marknaden informeras om Förvärvet och möjligheten att ett indirekt kontrollägarskifte i Rezidor kommer att äga rum. Vidare skulle erbjudandet villkoras av att HNA erhåller nödvändiga myndighets- och konkurrensgodkännanden för fullföljandet av Förvärvet. Om sådana godkännanden inte skulle erhållas skulle således varken Förvärvet eller det frivilliga budet fullföljas.

I tillägg till ovan skulle det frivilliga budet endast vara villkorat av de eventuella myndighets- och konkurrensgodkännanden som skulle kunna krävas för genomförande av det frivilliga budet. Vederlagsmässigt skulle det frivilliga budet utformas så att det minst motsvarar vad HNA skulle vara skyldigt att erlagga i ett budpliktsbud.

Om HNA, i samband med offentliggörandet av ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet, lämnar ett frivilligt bud till aktieägarna i Bolaget kommer HNA inte ha vetskap om huruvida myndighets- och konkurrenstillstånd kommer att erhållas för Förvärvet. Erhållande av sådana till-

stånd är nödvändigt för att HNA ska kunna förvärva Carlson Hotels. Om sådana tillstånd inte erhålls skulle HNA inte fullfölja Förvärvet och, följaktligen, skulle HNA inte ha något intresse av att förvärva några aktier i Bolaget. Det är därför av största vikt för HNA att det frivilliga budet kan vara villkorat av att myndighets- och konkurrensgodkännande för Förvärvet erhålls.

Vad slutligen gäller det tredje alternativet, dvs, att inom fyra veckor från fullföljandet av Förvärvet avyttra så många aktier i Rezidor att innehavet inte längre representerar minst tre tiondelar av aktierna och rösterna i bolaget, är en tänkbar möjlighet att göra en sådan avyttring genom ett aktieswapavtal med en oberoende och väl ansedd bank på marknadsmässiga villkor, innebärande att banken förvärvar så många aktier att HNA:s andel i Rezidor underskrider 30 procent av capital och roster. HNA skulle således behålla den fullständiga ekonomiska exponeringen avseende de vytrade aktierna på syntetisk basis. Banken skulle äga rätten att rösta för de förvärvade aktierna. Det skulle inte finnas någon överenskommelse mellan HNA och banken om hur banken ska rösta för aktierna och ingen rätt för HNA att återköpa aktierna från banken. Banken skulle vara oförhindrad att sälja vidare aktierna i Rezidor till tredje parter samt att ingå aktieswapavtal avseende dess aktier i Rezidor med tredje parter.

Hemställan om tolkning

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställer HNA att nämnden lämnar besked i följande frågor.

1. Ska ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet, inklusive fullföljandet av Förvärvet, anses utgöra en föraffär enligt punkten II.13, en sidoaffär enligt punkten II.14 eller en efteraffär enligt punkten II.15 i takeover-reglerna?
2. Vilket är lägsta tillåtna budpris i ett av HNA på grund av det indirekta kontrollägarskiftet lämnat budpliktsbud avseende aktierna i Rezidor?
3. Skulle det vara möjligt för HNA att erhålla dispens från skyldigheten att lämna ett budpliktsbud efter fullföljande av ett frivilligt bud på ovan beskrivna villkor, om det frivilliga budet inte skulle antas av aktieägare som innehar minst 30 procent av rösterna i Rezidor? Ansökan om sådan dispens skulle i så fall göras innan offentliggörandet av ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet.
4. Skulle det vara tillåtet för HNA att villkora ett frivilligt bud av att HNA erhåller myndighets- och konkurrensgodkännanden för Förvärvet?

5. Skulle en avyttring av aktier i Rezidor genom ett aktieswapavtal på ovan beskrivna villkor medföra att HNA inte längre skulle anses vara budpliktigt? Skulle ett sådant aktieswapavtal behöva vara begränsat i tiden och vad skulle i sådant fall vara en acceptabel tidsfrist?

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.

I 3 kap. lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om budplikt. Finansinspektionen får enligt 7 kap. 4 § LUA efter ansökan ge besked om huruvida budplikt gäller. 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 (FFFS 2007:17).

Fråga 1

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika. Principen medför att villkoren i ett erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren i andra aktieförvärv som budgivaren gjort. Ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska sålunda enligt punkten II.13 vara minst lika förmånligt för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet (öföraffären), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan föraffären och erbjudandet. Av samma skäl gäller enligt punkten II.14

att, om villkoren i en s.k. sidoaffär är förmånligare för överlåtaren än villkoren i erbjudandet, ska en motsvarande ändring av villkoren i erbjudandet göras. En likartad bestämmelse om s.k. efteraffärer finns i punkten II.15.

Reglerna omfattar enligt ordalydelse förvärv av aktier i målbolaget. De tar inte uttryckligen upp situationen att någon förvärvar aktier i ett bolag som i sin tur äger aktier i målbolaget. Det bakomliggande syftet med bestämmelserna torde påkalla att de tillämpas också i situationer som närmast har karaktär av kringgående, exempelvis där det förvärvade bolagets tillgångar uteslutande eller i väsentlig utsträckning utgörs av aktier i målbolaget och syftet med förvärvet är att ta kontroll över målbolaget.

I det nu aktuella fallet kommer enligt framställningen mindre än 40 procent av den totala köpeskillingen för aktierna i Carlson Hotels att allokeras till Carlson Hotels andel i Rezidor. Nämnden har också inhämtat uppgifter om vissa andra i sammanhanget relevanta nyckeltal, däribland Rezidors andel av Carlson Hotels resultat, och gör sammantaget bedömningen att HNA inte behöver beakta köpeskillingen erlagd till Carlson Hospitality Group för aktierna i Carlson Hotels vid fastställandet av priset som ska erläggas i ett offentligt erbjudande till aktieägarna i Rezidor (vid frivilligt bud eller budpliktsbud), även om avtal om Förvärvet skulle ingås eller Förvärvet skulle fullföljas inom sex månader före offentliggörandet av ett frivilligt bud eller ett budpliktsbud, under budet eller inom sex månader från det att utbetalning av vederlaget i budet har påbörjats. Reglerna om för-, sido- och efteraffärer i punkterna II.13 ó 15 ska alltså inte tillämpas.

Fråga 2

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.

Vid tillämpningen av 1 § ska enligt 5 § som närstående anses

1. företag inom samma koncern som förvärvaren,
2. make eller sambo till förvärvaren,

3. barn till förvärvaren som står under förvärvarens vårdnad,
4. den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, samt
5. någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.

Med det i punkten 1 använda begreppet 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 rättssubjekt än aktiebolag. Det senare innebär bl.a. att bestämmelsen kan tillämpas även då förvärvaren ingår i en utländsk koncern.

Budplikt utlöses vidare enligt 3 kap. 2 § 2 LUA om ett närståendeförhållande enligt 3 kap. 5 § 1 LUA etableras och parterna därigenom tillsammans uppnår en röstandel som uppgår till minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Om någon förvärvar aktier eller andelar i ett företag i sådan utsträckning att ett koncernförhållande uppstår och dotterföretaget i sin tur innehar aktier i ett svenskt aktiemarknadsbolag, anses ett s.k. indirekt kontrollägarskifte ske och budplikt således uppkomma enligt 3 kap. 5 § 1 LUA, om förvärvaren och dotterföretaget tillsammans, dotterföretaget ensamt eller dotterföretaget tillsammans med andra dotterföretag innehar aktier som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

I det nu aktuella fallet avses HNA bli ägare till samtliga aktier i Carlson Hotels, som innehar aktier som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i Rezidor. HNA ska därför enligt 3 kap. 2 § 2 LUA som utgångspunkt lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i Rezidor.

Enligt punkten II.21 takeover-reglerna gäller reglerna rörande frivilliga erbjudanden, om inte annat anges, i tillämpliga delar även vid ett erbjudande till följd av budplikt. Det innebär bl.a. att villkoren i ett erbjudande till följd av budplikt, i enlighet med vad som följer av punkten II.13, ska anpassas till villkoren i andra förvärv som budgivaren gör före erbjudandet.

Punkten II.13 går tillbaka på den i takeover-reglerna grundläggande principen att målbolagets aktieägare ska ges en likvärdig behandling. I linje därmed föreskrivs i punkten II.13 att villko-

ren i ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska vara minst lika förmånligt för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet (öföreffärenö), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan föreffären och erbjudandet.

Om budplikt uppkommer utan att någon föreffär enligt punkten II.13 gjorts under sexmånadersperioden, t.ex. vid indirekta kontrollägarskiften, får enligt kommentaren till punkten II.21 priset i det kontanta budpliktserbjudandet inte understiga den volymvägda genomsnittliga betalkursen för aktien i fråga under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörande av innehavet. Nämnden ser inte några skäl till att frånga den regeln i det nu aktuella fallet, låt vara att det under speciella omständigheter kan komma ifråga att beakta indirekta förvärv vid tillämpning av punkten II.13 (jfr bl.a. AMN 2014:42).

I den aktuella situationen skulle marknaden få information om Förvärvet, vilket också skulle vara den transaktion som utlöser budpliktsbudet, när Aktieöverlåtelseavtalet har ingåtts. Således skulle de huvudsakliga villkoren för Förvärvet, samt den inverkan Förvärvet kommer att ha för resterande aktieägare i Rezidor, komma till marknads kändedom genom offentliggörandet av ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet. I linje med nämndens tidigare uttalanden att priset i ett budpliktsbud som utgångspunkt ska reflektera aktiernas marknadsvärde innan den transaktion som utlöste budplikt offentliggjordes (jfr bl.a. AMN 2013:02, 2005:34 och 2003:32), ska enligt nämndens mening priset i budpliktsbudet bestämmas så att det inte är lägre än den volymvägda genomsnittliga betalkursen för Rezidor-aktien under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörandet av att Aktieöverlåtelseavtalet ingåtts.

Fråga 3

Reglerna om budplikt är avsedda att skydda övriga aktieägare i samband med ett kontrollägarskifte. Den som förvärvar aktier i ett aktiemarknadsbolag i sådan omfattning att kontroll ó minst tre tiondelar av röstetalet ó uppnås, ska erbjuda sig att förvärva även resterande aktier till ett i reglerna på visst sätt angivet pris. För övriga aktieägare innebär budplikten en individuell rätt att bli erbjuden möjligheten att lämna bolaget genom att överlåta sina aktier till kontrollägaren.

Om det finns särskilda skäl, får enligt 7 kap. 5 § LUA undantag medges från bestämmelserna om budplikt. Undantag får förenas med villkor. Av kommentaren till bestämmelsen framgår

att Aktiemarknadsnämnden i detta sammanhang har att genom en helhetsbedömning pröva om en dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse kan anses väga tyngre än den möjlighet för aktieägare att lämna bolaget som budplikten innebär.

I sammanhanget kan noteras att, enligt 3 kap. 3 § LUA, ett offentligt erbjudande som omfattar alla aktier i målbolaget och som vid fullföljandet medför att gränsen tre tiondelar av röstetalet uppnås eller passerar inte utlöser budplikt. Alla aktieägare har i det fallet genom erbjudandet redan haft möjlighet att överlåta sina aktier till kontrollägaren.

HNA överväger att, i samband med offentliggörandet av ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet, lämna ett frivilligt erbjudande att förvärva samtliga aktier i Rezidor. Ett sådant erbjudande skulle enligt framställningen inte vara villkorat av någon viss lägsta acceptansgrad. Vidare skulle Carlson Hotels åta sig att inte lämna in sina aktier i Rezidor i budet.

Om acceptansgraden i ett sådant erbjudande skulle bli lägre än 30 procent, skulle fullföljandet av Förvärvet och uppkomsten av det indirekta kontrollägarskiftet i Rezidor, i enlighet med vad som konstaterats under Fråga 2 ovan, utlösa en skyldighet för HNA att lämna ett budpliktserbjudande avseende resterande aktier i Rezidor.

I samband med att det frivilliga erbjudandet lämnas skulle marknaden informeras om Förvärvet och möjligheten att ett indirekt kontrollägarskifte i Rezidor kommer att äga rum. Vidare skulle det frivilliga erbjudandet villkoras av, och endast av, att HNA erhåller nödvändiga myndighets- och konkurrensgodkännanden för fullföljandet av Förvärvet. Om sådana godkännanden inte skulle erhållas skulle således varken Förvärvet eller det frivilliga erbjudandet fullföljas.

Vederlagsmässigt skulle det frivilliga erbjudandet utformas så att det erbjudna vederlaget minst motsvarar vad HNA skulle vara skyldigt att erlagga i ett budpliktsbud, dvs. den volymvägda genomsnittliga betalkursen för aktien under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörandet av att Aktieöverlåtelseavtalet ingåtts (jfr Fråga 2 ovan).

Enligt nämndens mening skulle under dessa förutsättningar, vid en samlad bedömning, syftet med reglerna om budplikt redan ha uppfyllts och förutsättningar föreligga att vid en dispensansökan medge HNA undantag från skyldigheten att lämna ett budpliktsbud efter fullföljan-

det av det frivilliga budet för det fall ett sådant frivilligt bud inte skulle antas av aktieägare representerade mer än 30 procent av rösterna i Rezidor.

Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden är det vid ett sådant frivilligt erbjudande angeläget dels att aktieägarna tydligt informeras om att konkurrensprövningen avser förvärvet av Carlson Hotels samt om omfattningen av den prövningen, dels att acceptfristen bestäms på ett sådant sätt att aktieägarna under fristen kan beräknas få besked om utfallet av konkurrensprövningen.

Fråga 4

En budgivare får enligt punkten II.4 i takeover-reglerna uppställa villkor för erbjudandets fullföljande, förutsatt att villkoren är utformade så att det objektivt kan fastställas om de uppfylls eller inte. Budgivaren får inte själv ha ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Trots kravet på objektiv fastställbarhet får erbjudandets fullföljande villkoras av att budgivaren på för denne acceptabla villkor erhåller nödvändiga myndighetstillstånd.

Förvärvet, dvs. HNA:s förvärv av Carlson Hotels, förutsätter myndighets- och konkurrensgodkännanden. Fullföljandet av Förvärvet kommer således vara villkorat av att HNA erhåller sådana godkännanden.

Om HNA, i samband med offentliggörandet av ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet, lämnar ett frivilligt bud till aktieägarna i Rezidor kommer HNA inte ha vetskap om huruvida myndighets- och konkurrenstillstånd kommer att erhållas för Förvärvet. Om sådana tillstånd inte erhålls skulle HNA inte fullfölja Förvärvet och, följaktligen, skulle HNA enligt framställningen inte ha något intresse av att förvärva några aktier i Rezidor och det är därför av största vikt att det frivilliga budet kan vara villkorat av att myndighets- och konkurrensgodkännande för Förvärvet erhålls. Frågan är huruvida ett sådant fullföljandevillkor skulle vara förenligt med takeover-reglerna.

Aktiemarknadsnämnden konstaterar att det kommer vara möjligt att objektivt fastställa huruvida sådana myndighets- och konkurrensgodkännanden för Förvärvet har erhållits eller inte, och att HNA enligt framställningen inte skulle ha något inflytande över huruvida sådana tillstånd kommer att erhållas. De grundläggande kraven i punkten II.4 andra stycket är under

de förutsättningarna uppfyllda. Vidare gör nämnden följande bedömning. Nämnden har i tidigare uttalanden slagit fast att det inte utan vidare är godtagbart att en budgivare samtidigt offentliggör erbjudanden till aktieägarna i två målbolag och uppställer villkor som innebär att buden blir beroende av varandra, men att ett sådant förfarande får anses vara acceptabelt, om sammankopplingen grundas på väsentliga kommersiella eller industriella skäl (AMN 2006:38 och 2006:42). Ett likartat synsätt kan anläggas i det nu aktuella fallet och enligt nämndens mening får, mot bakgrund av vad som anförs i framställningen, det aktuella fullföljandevillkoret anses förenligt med takeover-reglerna.

Fråga 5

Den femte och sista frågan handlar om betydelsen av ett kontantavräknat finansiellt kontrakt, i detta fall ett s.k. swap-avtal, vid tillämpning av reglerna om budplikt. Aktiemarknadsnämnden har i ett tidigare uttalande berört dessa frågor och i ett par uttalanden berört näraliggande frågor rörande sådana kontrakt och tillämpningen av reglerna om förfärfärer i takeover-reglerna.

I AMN 2008:47 konstaterade nämnden att reglerna om budplikt bygger på tanken att det är röstkontroll och inte finansiell exponering som är av betydelse vid en bedömning av om budplikt ska anses uppkomma och att kontantavräknade finansiella kontrakt således inte ska beaktas vid en sådan bedömning. Nämnden fann i det fallet inte heller att det förelåg några sådana överenskommelser mellan avtalsparterna att dessa skulle anses vara närstående i budpliktshänseende. Beslutet överklagades men överklagandet avslogs av Finansinspektionen, vars beslut i sin tur överklagades men avslogs av Förvaltningsrätten (se Förvaltningsrättens i Stockholm dom 2010-12-21 i mål nr 11586-10).

I det nu aktuella fallet handlar det inte om att en aktieägare som har ett aktieinnehav som motsvarar mindre än tre tiondelar ingår ett kontantavräknat finansiellt kontrakt omfattande så många aktier att dessa tillsammans med det ursprungliga innehavet motsvarar tre tiondelar eller mer av röstetalet utan om den omvända situationen, nämligen att en aktieägare som har ett aktieinnehav som motsvarar tre tiondelar eller mer av röstetalet inom ramen för ett kontantavräknat finansiellt kontrakt avyttrar så många aktier att innehavet minskar till mindre än tre tiondelar av röstetalet. Utgångspunkten för bedömningen blir då 3 kap. 6 § LUA vari stadgas att budplikten bortfaller om en aktieägare som är underkastad budplikt inom fyra veckor från den tidpunkt då budplikten uppkom avyttrar aktier så att innehavet inte längre represe-

rar tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Bestämmelsen gör inte något undantag för en avyttring som sker inom ramen för ett kontantavräknat finansiellt kontrakt, exempelvis ett s.k. swap-arrangemang, och enligt nämndens mening finns det inte skäl att vid tillämpning av bestämmelsen se annorlunda på det fallet än på den situation som behandlades i AMN 2008:47. För att ett sådant avtalsarrangemang ska anses i praktiken medföra att ägaren i fråga alltjämt ska anses vara budpliktig är det inte tillräckligt att arrangemanget enbart innebär att ägaren försätts i samma *ekonomiska* position som om vederbörande fortfarande innehavt aktier i budpliktsutlösande omfattning.

Under de i framställningen redovisade förutsättningarna i fråga om swap-arrangemangets utformning anser nämnden inte heller att det skulle föreligga några sådana överenskommelser mellan HNA och Banken att dessa skulle anses vara närstående i budpliktshänseende.

I linje med vad som numera uttalas i kommentaren till punkten II.21 i takeover-reglerna vill nämnden påpeka att det skulle strida mot god sed på aktiemarknaden att i en situation som den nu aktuella, genom ett avtalsarrangemang, försöka åstadkomma vad som i praktiken är ett bibehållande av kontrollen över bolaget ifråga. Nämnden utgår från att HNA inte kommer att ingå ett swap-avtal i sådant syfte och att avtalstidens längd bestäms med hänsyn till de legitima motiv, exempelvis en ordnad avyttring av aktier, som HNA skulle kunna ha för arrangemanget.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Mats Andersson, Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Ann-Christine Lindeblad, Sören Lindström, Robert Ohlsson och Carl-Johan Pousette.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

/Rolf Skog

Hur man överklagar

Beslutet kan såvitt avser fråga 5 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.