

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2018:30

2018-07-05

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 2 juli 2018 en framställning från Advokatfirman Westermark Anjou på uppdrag av Miltton Group Oy. Framställningen rör tolkning av Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres följande.

Bakgrund

Det finländska bolaget Miltton Group Oy ("Miltton") är en av de största kommunikationsbyråerna i Norden med över 250 anställda, kontor i Stockholm, Helsingfors, Tallin och Bryssel och med en omsättning om omkring 240 miljoner kronor. Miltton har idag 17 ägare – en huvudägare och 16 minoritetsägare. Härutöver finns lokala delägare dels i finska dotterföretag, dels i verksamheterna utanför Finland - minoritetsägarna och lokala delägare hänvisas fortsättningsvis till som "Partners".

Miltton överväger att lämna ett offentligt uppköpserbjudande, "Budet", på samtliga aktier i

det svenska bolaget House of Friends AB, noterat vid Nasdaq First North. Målbolaget är verksamt i samma bransch som Miltton.

I målbolaget är två nyckelpersoner ("Nyckelpersonerna") verksamma. Nyckelpersonerna är också större aktieägare i målbolaget. Det är en absolut förutsättning för Budet att Miltton så långt möjligt kan säkra Nyckelpersonernas fortsatta engagemang i målbolaget efter ett utköp. Miltton vill därför erbjuda Nyckelpersonerna delägarskap i målbolaget efter ett eventuellt utköp.

Budet

Budet kommer avse samtliga aktier i målbolaget och vederlaget kommer erläggas kontant. Budet kommer genomföras genom att nybildat svenskt holdingbolag, helägt av Miltton. Budpriset kommer innebära en premie i en storlek som bedöms erforderlig för ett framgångsrikt utköp.

Partnerskapserbjudandet

För att så långt möjligt säkra Nyckelpersonernas fortsatta engagemang efter utköpet kommer dessa erbjudas att köpa aktier i Holdingbolaget – de kommer erbjudas partnerskap ("Partnerskapserbjudandet"). Holdingbolaget kommer då äga målbolaget med dotterbolag och dessutom är avsikten att Milttons nuvarande svenska verksamhet ska införlivas med Holdingbolaget. Nyckelpersonerna kommer erbjudas förvärva 11 procent var av aktierna i Holdingbolaget. Nyckelpersonerna äger för närvarande cirka 10 respektive 13 procent av aktierna i målbolaget och det finns således inget samband mellan nuvarande ägarandel i målbolaget och ägarandel i Holdingbolaget med det framtida utköpta målbolaget.

Priset som Nyckelpersonerna kommer erbjudas betala för aktierna i Holdingbolaget kommer motsvara substansvärdet, vilket understiger ett tänkt marknadsvärde. Skulle emellertid någon av Nyckelpersonerna välja att lämna verksamheten finns en skyldighet att acceptera inlösen till det högre av vad Nyckelpersonen erlade för sina aktier och substansvärdet (net asset value) baserat på det vid tidpunkten senast upprättande årsbokslutet minus eventuell utdelning. Enda gången andra värden kan komma i fråga är i samband med att Miltton säljer till tredje

part eller beslutar att aktierna i det svenska bolaget ska bytas mot aktier i Millton. Ägandet kommer således vara, precis som för samtliga befintliga Partners, kopplat till arbete i verksamheten. Det följer principen ”naken in – naken ut” som är vanlig i konsultverksamhet, bl.a. advokatverksamhet. Du betalar inget, eller lite, för ditt delägarskap, men får heller inget tillbaka om du lämnar, eller, i ett annat perspektiv – du betalar för ditt delägarskap med dina framtida arbetsinsatser och så länge som du tillför arbetsinsatser är du med och delar på avkastning – upphör du att tillföra arbetsinsatser får du lämna tillbaka aktierna. Systemet bidrar förstås till inlåsning och lojalitet.

Nyckelpersonerna kommer ingå ett aktieägaravtal som reglerar frågan om pris för aktierna och innehåller ett förbud mot överlåtelse av aktier annat än enligt avtalet.

Principen om ”naken in – naken ut” gäller på samma sätt för Milttons samtliga Partners även om inköpspriset har varierat genom åren. Oavsett anskaffningspris är det emellertid bara detta plus en ränta som du kan få tillbaka om anställningsförhållandet skulle upphöra. För samtliga nya Partners kommer tillämpas ett pris baserat på substansvärde. Det centrala för frågan är emellertid att Partnerskapserbjudandet sker på villkor som samtliga nya partnerskapserbjudanden kommer ske på och motsvarar i stor utsträckning befintliga aktieägaravtal för Partners som så långt möjligt har anpassats efter denna princip.

Avsikten är att träffa avtal med Nyckelpersonerna om det framtida delägarskapet i Holdingbolaget före, eller i samband med, Budets avgivande.

Hemställan

Mot bakgrund av ovanstående hemställer Millton att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida Partnerskapserbjudandet är förenligt med likabehandlingsregeln i punkten II.10 Takeover-reglerna.

ÖVERVÄGANDEN

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har utfärdat takeover-regler för vissa handelsplattformar (2018-04-01). Reglerna ger inom sitt tillämpningsområde uttryck för god sed på den svenska

aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i reglerna ge besked om hur reglerna ska tolkas.

I det nu aktuella fallet ska budgivaren erbjuda två s.k. nyckelpersoner i målbolaget att bli delägare i Holdingbolaget, dvs. det bolag som efter förvärvet kommer att vara ägare till aktierna i målbolaget. Nyckelpersonerna är idag också större aktieägare i målbolaget.

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att aktieägarna i målbolaget ska behandlas lika. Principen kommer bl.a. till uttryck i punkten II.10 enligt vilken budgivaren ska erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie.

I det aktuella fallet ska emellertid erbjudandet till Nyckelpersonerna att bli delägare i Holdingbolaget lämnas till dem i deras egenskap inte av aktieägare utan just nyckelmedarbetare. Den tilltänkta konstruktionen är vanlig i bl.a. konsultbranschen och har likheter med andra arrangemang som nämnden funnit vara förenliga med takeover-reglerna (jfr AMN 2007:15 och 25). Modellen ”naken in – naken ut” distanserar arrangemanget ytterligare från tillämpligheten av likabehandlingsprincipen. Det skulle enligt nämndens mening mot denna bakgrund och med utgångspunkt i vad som i övrigt anförs i framställningen inte strida mot punkten II.10 i takeover-reglerna att erbjuda Nyckelpersonerna delägarskap i Holdingbolaget.

Nämnden erinrar om att arrangemanget i enlighet med vad som numera sägs i kommentaren till punkten II.17 i takeover-reglerna måste godkännas av målbolagets styrelse och att upplysningar om arrangemanget ska lämnas i såväl budpressmeddelandet som erbjudandehandlingen (se punkterna II.3 och II.6).

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Sören Lindström, Robert Ohlsson, Carl-Johan Pousette, Erik Sjöman och Charlotte Strömberg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog