

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2018:36

2018-09-25

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 10 september 2018 en framställning från Mannheimer Swartling Advokatbyrå AB som ombud för Canon Inc. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler. Uttalandet offentliggjorde 2018-10-22.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres följande.

Bakgrund

Den 10 februari 2015 offentliggjorde Canon ett offentligt uppköpserbjudande om förvärv av samtliga aktier i Axis Aktiebolag ("Axis"). Canon erbjöd 340 kr kontant per Axis-aktie ("Erbjudandeverderlaget"). Erbjudandet var villkorat bl.a. av att det accepterades i sådan utsträckning att Canon blev ägare till mer än 90 % av totalt antal aktier i Axis. Den 26 mars 2015 offentliggjordes i ett flaggningsmeddelande att Elliott International, L.P. och The Liverpool Limited Partnership (tillsammans "Elliott") förvärvat mer än 5 % av totalt antal aktier i Axis. Den 30 mars 2015 offentliggjordes i ett flaggningsmeddelande att Elliotts innehav överskridit 10 % av totalt antal aktier i Axis. Elliott valde sedermera att inte acceptera Canons erbjudande.

Den 8 april 2015 offentliggjorde Canon att Canon frånföll anslutningsgradsvillkoret och förklarade erbjudandet ovillkorat. Acceptfristen förlängdes till den 21 april 2015. I Canons pressmeddelande angavs även att Canon "…/varken kommer att höja Erbjudandeverderlaget

eller köpa några Axis-aktier till ett pris som överstiger Erbjudandeverderlaget efter Erbjudandet ("Uttalandet"). Den 24 april 2015 offentliggjorde Canon att acceptfristen förlängdes ytterligare till den 5 maj 2015 samt att acceptfristen inte skulle förlängas ytterligare. Erbjudandet accepterades i sådan utsträckning att Canon blev ägare till mer än 80 % av totalt antal aktier i Axis.

Canon innehar idag omkring 86,6 % av totalt antal aktier i Axis. Såvitt Canon känner till, innehar Elliott alltså mer än 10 % av totalt antal aktier i Axis. Axis är noterat på Nasdaq Stockholms huvudmarknad.

Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2017:38 (konfidentiellt) uttalat att om Canon förvärvar Axis-aktier till ett högre pris än Erbjudandeverderlaget skulle detta strida mot punkten II.2 i Nasdaq Stockholms takeover-regler ("Takeover-reglerna"). I beslutet uttalade Aktiemarknadsnämnden vidare att "*[v]arken principen eller den nu aktuella regeln kan anses innebära att ett uttalande av det slag som Canon gjort är bindande för obegränsad tid eller under alla omständigheter.*" Såvitt Canon känner till skiljer sig inte detta från rättsläget på ledande europeiska aktiemarknader. Aktiemarknadsnämndens uttalande meddelades den 27 november 2017.

Denna framställan avser två frågor. Dels huruvida Canon alltså är bunden av Uttalandet enligt punkten II.2 i Takeover-reglerna, med hänsyn till att det nu gått mer än tre år och fyra månader sedan Uttalandet offentliggjordes. Dels om det skulle strida mot Takeover-reglerna att Canon förvärvar aktier i Axis till ett pris motsvarande Erbjudandeverderlaget jämte avkastningsränta enligt räntelagen beräknad på sätt som framgår nedan. Den senare frågan är givetvis endast relevant om Canon alltså är bunden av Uttalandet.

Innebörden av Uttalandet

Av kommentaren till punkten II.15 i Takeover-reglerna, som behandlar s.k. efteraffärer, framgår att vid jämförelsen mellan vederlaget i erbjudandet och efteraffären får, men behöver inte, ränta beaktas. Vidare framgår att om ränta ska beaktas, ska denna beräknas tidigast från den tidpunkt då budgivaren påbörjade utbetalning av vederlaget.

En budgivare får alltså i en efteraffär betala en köpeskillning som motsvarar vederlaget i erbjudandet jämte ränta utan att efteraffären anses ha gjorts på förmånligare villkor. På motsvarande sätt bör det vara möjligt för Canon att betala ränta vid ett förvärv av Axis-aktier, utan att Canon anses ha betalat ett ”pris som överstiger Erbjudandeverderlaget”. I annat fall skulle Canon genom Uttalandet anses ha tagit på sig strängare restriktioner än vad som följer av efteraffärsbestämmelsen; en sådan innebörd kan inte marknaden förväntas ha tillskrivit Uttalandet.

Efteraffärsbestämmelsen gäller under sex månader från det att budgivaren påbörjade utbetalningen av vederlaget i erbjudandet, medan Canons nu övervägda förvärv av aktier i Axis skulle äga rum mer än tre år efter att Canon påbörjade utbetalningen av vederlaget i sitt erbjudande. Om det anses förenligt med Takeover-reglerna att Canon i en efteraffär betalar ränta, kan det dock inte finnas något skäl till att räntan skulle få utgå under sex månader men inte därefter.

Av efteraffärsbestämmelsen framgår inte vilken räntefot som ska användas eller i övrigt hur räntan ska beräknas, annat än att den ska beräknas tidigast från den tidpunkt då budgivaren påbörjade utbetalning av vederlaget. Enligt Canon bör räntan beräknas enligt 5 § räntelagen (avkastningsränta), dvs. enligt en räntefot som motsvarar den vid varje tid gällande referensräntan med ett tillägg av två procentenheter. Räntelagen kompletterar så gott som alla lagar vilka kan föranleda betalningsskyldighet i pengar (se Walin och Herre, Lagen om skuldebrev m.m. - En kommentar, 4:e uppl. 2017). Lagen är avsedd att i gränsområden få analogisk tillämpning, om inte särskilda skäl föranleder till annat (se SOU 1974:28 s. 101 och prop. 1975:102 s. 114). Ränta enligt 5 § räntelagen utgår även på lösenbeloppet i tvångsinlösenförfaranden.

Den köpeskillning som Canon överväger att betala skulle således uppgå till 340 kr. per aktie jämte ränta enligt 5 § räntelagen från den dag Canon påbörjade utbetalning av vederlaget i sitt erbjudande (vilket var den 15 april 2015) till den dag då Canon erlägger köpeskillningen och tillträder aktierna i den tilltänkta transaktionen (”Tillträdesdagen”). Canon skulle vid räntebereäkningen använda räntedagsbasen Act/365L, enligt vilken tidsperioden beräknas med faktiskt antal dagar. I räntebereäkningen får enligt denna räntedagsbas ett helt år 365 dagar, såvida det inte i perioden ingår en skottdag, i vilket fall året ges 366 dagar.

Under antagande att Tillträdesdagen skulle infalla den 13 september 2018 skulle köpeskillingen per aktie uppgå till 340 kr jämte ränta om 19,45 kr, dvs. totalt 359,45 kr. Om Tillträdesdagen skulle infalla tidigare eller senare än den 13 september 2018, skulle antalet dagar i räntedagsbasen justeras i motsvarande mån.

Av kommentardelen till punkten II.15 i Takeover-reglerna framgår att hänsyn ska tas till förfallen utdelning. I ljuset av att förevarande situation så markant skiljer sig från en typisk efteraffär vad gäller såväl förfluten tid som målbolagets resultat- och omsättningsökning samt att utdelningarna skett i form av s.k. minoritetsutdelningar, är det inte uppenbart att hänsyn ska tas till förfallen utdelning. Aktieägarna har vid Axis årsstämmor 2015–2018 erhållit minoritetsutdelningar på sammanlagt 3,31 kr per aktie sedan Canons erbjudande fullföljdes.

Hemställan

1. Canon hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Canon, utan hinder av punkt II.2 i Takeover-reglerna, får förvärva Axis-aktier till ett högre pris än Erbjudandevederlaget.
2. Om den första frågan besvaras nekande, hemställer Canon att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Canon får förvärva Axis-aktier till ett pris per aktie motsvarande 340 kr. jämte ränta enligt 5 § räntelagen beräknad på sätt som framgår ovan. Om Aktiemarknadsnämnden skulle anse att Canon får betala ett pris per aktie motsvarande 340 kr. jämte ränta men inte acceptera ovan angiven räntefot, räntedagsbas eller ränteberäkning i övrigt, hemställer Canon att Aktiemarknadsnämnden ger anvisning om vilken räntefot eller ränteberäkning som skulle vara förenlig med Takeover-reglerna.
3. Om Canon får förvärva Axis-aktier till ett pris per aktie motsvarande 340 kr jämte ränta, hemställer Canon att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida den på 340 kr beräknade räntan ska reduceras med minoritetsutdelningarna på sammanlagt 3,31 kr per aktie som aktieägarna erhållit sedan 2015. Upplyningsvis skulle köpeskillingen per aktie i en efteraffär efter sådan reduktion och med tillämpning av ovan angiven räntefot och räntedagsbas under den antagna perioden från den 15 april 2015 till den 13

september 2018 uppgå till: 340 kr + (19,45 kr – 3,31 kr) = 356,14 kr. Om Aktiemarknadsnämnden skulle anse att hänsyn ska tas till minoritetsutdelningen på annat sätt, hemställer Canon att Aktiemarknadsnämnden ger anvisning om på vilket sätt.

4. Med hänsyn till att denna framställan avser planerade åtgärder som inte är allmänt kända hemställs att den behandlas konfidentiellt och att Aktiemarknadsnämndens uttalande inte offentliggörs förrän åtgärderna vidtagits eller gjorts allmänt kända av Canon.

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. Canon gjorde inför det nu aktuella erbjudandet avseende aktier i Axis ett sådant åtagande. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2).

Enligt punkten II.2 i takeover-reglerna är en budgivare, som tillkännager att budgivaren kommer eller inte kommer att agera på ett visst sätt med avseende på sitt erbjudande, bunden av detta om tillkännagivandet är ägnat att skapa en befogad tillit på marknaden. Det aktuella pressmeddelandet från Canon var såvitt nämnden förstår saken avsett att skapa en sådan tillit och var också ägnat att göra det. Canon skulle således inte ha kunnat höja vederlaget i budet utan att bryta mot punkten II.2. På motsvarande sätt förhåller det sig, vid en bokstavlig tolkning av bestämmelsen med möjligheten att efter budet förvärva aktier i Axis till ett högre pris än budvederlaget. Frågan är emellertid om bestämmelsen ska anses ha en sådan innebörd.

Nämnden gör följande bedömning. Bestämmelsen, som infördes i takeover-reglerna den 1 februari 2015, är ett utflöde av den allmänna aktiemarknadsprincipen att man inte utan vidare får avvika från en avsiktsförklaring som getts till kännna för aktiemarknaden (se bl.a. AMN 2014:38). Varken principen eller den nu aktuella regeln kan anses innebära att ett

uttalande av det slag som Canon gjort är bindande för obegränsad tid eller under alla omständigheter. I ett uttalande för knappt ett år sedan (AMN 2017:38) konstaterade nämnden att om Canon vid den tidpunkten, omkring två och ett halvt år efter budets fullföljande, skulle förvärva Axis-aktier till ett högre pris än budvederlaget skulle detta, under de i framställningen angivna omständigheterna, strida mot punkten II.2 i takeover-reglerna. Sedan nu ytterligare nästan ett år gått och det alltså snart är tre och ett halvt år sedan budet fullföljdes kan Canon enligt nämndens mening inte längre anses bundet av sitt uttalande. Canon kan således nu förvärva aktier i Axis till ett högre pris än budvederlaget utan att det skulle strida mot takeover-reglerna.

Nämndens vill avslutningsvis påpeka att hur lång tid som måste förflyta för att bundenheten vid ett uttalande av nu aktuellt slag ska upphöra måste avgöras från fall till fall. Nämndens ställningstagande i det nu aktuella fallet ska således inte uppfattas som ett allmängiltigt uttalande om bundenhetstidens längd.

[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.]

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Ramsay Brufer, Peter Bäärnhjelm, Ossian Ekdahl, Wilhelm Lünig, Nina Macpherson och Joakim Strid.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog