

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2018:39

2018-09-19

[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 13 september 2018 en framställning från [X] som ombud för ett private equity-bolag ("PE-bolaget"). Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförts i huvudsak följande.

PE-bolaget överväger att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i ett bolag vars aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm. Budet förväntas på sedvanligt sätt finansieras genom upptagande av ny skuld och genom att till budgivarbolaget tillskjuts eget kapital. Med hänsyn till transaktionens storlek är det helt nödvändigt att flera finansiärer går samman och bildar ett budkonsortium.

Budkonsortiet förväntas för närvarande bestå av dels 10-15 co-investors (dvs. utöver PE-bolagets egna fonder, som kommer leda budkonsortiet) som också är aktieägare i målbolaget, dels av institutioner och andra investerare som inte är aktieägare i målbolaget. Baserat på preliminära beräkningar förväntas omkring 120 miljarder kronor, vilket motsvarar en betydande andel av eget kapital-delen av finansieringen, tillföras av co-investors i budkonsortiet. Ingen av konsortiedlemmarna förväntas tillskjuta mindre än en (1) miljard kronor.¹

Konsortiedlemmarna väljs ut av PE-bolaget baserat på följande kriterier: (i) institutionens bedömda möjlighet att investera i onoterade bolag; (ii) bedömt intresse från institutionens sida; (iii) institutionens bedömda kapacitet att tillskjuta en (1) miljard kronor eller mer; och (iv) såvitt avser de konsortiedlemmar som också är investerare i PE-bolagets fonder, institutionens befintliga relation till PE-bolaget. Baserat på dessa urvalskriterier kommer konsortiedlemmarna uteslutande att utgöras av stora, välrenommerade investmentbolag och finansiella institutioner, däribland stora, välkända svenska och andra nordiska förvaltare av pensionskapital.

Som ett led i sin löpande kapitalförvaltande verksamhet äger vissa av konsortiedlemmarna aktier i Målbolaget. De aktuella innehaven i Målbolaget är sedvanliga finansiella placeringar, och även om det nominella värdet på vissa av dessa poster är betydande, är inget enskilt innehav större än 2 % av aktierna i Målbolaget och endast två (2) av de potentiella konsortiedlemmarna äger mer än 1 % av aktierna i Målbolaget.²

Som redogjorts för ovan har Konsortiedlemmarna inte på något vis valts ut på grund av deras innehav i Målbolaget. Konsortiedlemmarnas innehav i Målbolaget är följaktligen ingen drivkraft för transaktionens genomförande. Att vissa konsortiedlemmar äger aktier i Målbolaget är tvärtom en för transaktionens genomförande

¹ Konsortiedlemmarnas investering kan ske direkt i budgivarbolaget eller indirekt via bolag och/eller s.k. limited partnerships.

² Baserat på ägarstatistik per den 31 juli 2018.

helt ovidkommande omständighet som måste ses i ljuset av de aktuella konsortiemedlemmarnas status som långsiktiga institutionella investerare, däribland förvaltare av pensionskapital, i många fall med behov av att följa ett eller flera börsindex. Konsortiemedlemmarnas medverkan är således uteslutande en fråga om att lösa finansieringen av budet.

Hemställan

I framställningen till nämnden hemställs följande.

- (A) Med hänsyn till det utpräglade finansieringssyftet och beloppens storlek hemställs att Aktiemarknadsnämnden uttalar att det inte anses oförenligt med takeover-reglerna och principen om likabehandling av målbolagets aktieägare att, på det vis som redogjorts för ovan, låta vissa finansiella institutioner som innehar minoritetsposter i Målbolaget ingå i budkonsortiet.
- (B) Om Aktiemarknadsnämnden under (A) finner att det aktuella budkonsortiets sammansättning *inte* är förenlig med likabehandlingsprincipen, skulle Aktiemarknadsnämndens inställning i frågan ändras om samtliga eller vissa investerare i budkonsortiet – till den del de äger aktier i Målbolaget – även bidar till budets finansiering genom att byta sina aktier i Målbolaget mot aktier budgivarbolaget?
- (C) Om Aktiemarknadsnämnden under (A) finner att det aktuella budkonsortiets sammansättning *inte* är förenlig med likabehandlingsprincipen, skulle Aktiemarknadsnämndens inställning i frågan ändras om investerarna i budkonsortiet – till den del de äger aktier i Målbolaget – *endast* består av institutioner som också är investerare i de av PE-bolagets egna fonder som kommer leda budkonsortiet?
- (D) Om Aktiemarknadsnämnden under (A) finner att det aktuella budkonsortiets sammansättning *inte* är förenlig med likabehandlingsprincipen, skulle Aktiemarknadsnämndens inställning i frågan ändras om konsortiemedlemmarna också har vissa förvaltningsrättigheter relaterade till styrningen av budgivarbolaget (governance rights)?
- (E) Man kan naturligtvis också tänka sig att budkonsortiet sätts samman genom en kombination av två eller samtliga av de scenarier som beskrivs i (B)-(D). I sista hand hemställs därför – om Aktiemarknadsnämnden under (A) finner att det aktuella budkonsortiets

sammansättning *inte* är förenlig med likabehandlingsprincipen – att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Aktiemarknadsnämndens inställning i frågan skulle ändras om två eller samtliga av de scenarier som beskrivs i (B)-(D) föreligger.

ÖVERVÅGANDEN

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 ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2) och att i övrigt uttala sig om vad som är god sed på den svenska aktiemarknaden.

Nämnden gör följande bedömning.

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika. Principen kommer bl.a. till uttryck i punkten II.10 enligt vilken alla innehavare av aktier med identiska villkor ska erbjudas ett till såväl form som värde identiskt vederlag per aktie. En budgivare är således förhindrad att inom ramen för erbjudandet erbjuda viss eller vissa aktieägare exempelvis att förvärva aktier i budgivarbolaget eller i annat bolag eller att förvärva annan tillgång.

Det förekommer sedan länge uppköpserbjudanden i vilka en eller flera aktieägare i målbolaget deltar i erbjudandet i egenskap av delägare i budgivarbolaget. Det kan exempelvis handla om att några större ägare i målbolaget samverkar med ett s.k. private equity-bolag och genom ett gemensamt ägt, för ändamålet tillskapat, budgivarbolag lämnar ett erbjudande om förvärv av aktierna i målbolaget. Huruvida ett sådant förfarande är förenligt med likabehandlingsprincipen får enligt kommentaren till punkten II.10 avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning, där huvudfrågan är huruvida parterna i budgivarbolaget/konsortiet de facto är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget.

I den nu aktuella framställningen lämnas inga uppgifter om exempelvis målbolagets identitet,

ägarstruktur, identiteten på det planerade budkonsortiets medlemmar eller villkoren för deltagande i budkonsortiet. Nämnden kan därmed bara ta ställning till om det är förenligt med takeover-reglerna att låta vissa finansiella institutioner, som innehar minoritetsposter i målbolaget, enligt i framställningen angivna kriterier ingå i budkonsortiet. Enligt nämndens mening möter detta som utgångspunkt inte några hinder. Nämnden erinrar dock om de övriga kriterier som i det konkreta fallet, enligt punkten II.10 i takeover-reglerna, ska läggas till grund för helhetsbedömningen av huruvida de olika parterna i budkonsortiet de facto är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget.

Med anledning av punkt B i framställningen påminner nämnden om att det enligt kommentaren till punkten II.10 inte är förenligt med regelverket att låta vissa aktieägare i målbolaget delta i ett budkonsortium och samtidigt kvarstå med hela eller delar av sitt aktieäggande och således även omfattas av erbjudandet.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Mats Andersson, Ulf Aspenberg, Peter Bäärnhielm, Wilhelm Lünig, Robert Ohlsson, Eva Persson och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog