

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:11

2019-02-22

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

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 20 februari 2019 en framställning från Advokatfirman Vinge på uppdrag av Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB. Framställningen rör tolkning av Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anför följande.

Bakgrund

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB ("SBB" eller "Bolaget") lämnade den 4 oktober 2018 ett partiellt offentligt uppköpserbjudande till preferensaktieägarna i Karlbergsvägen 77 Fastighets AB ("Karlbergsvägen 77") med vederlag bestående av stamaktier av serie D i SBB ("Erbjudandet"). Kollegiet för svensk bolagsstyrnings takeover-regler för vissa handelsplattformar ("takeover-reglerna") är tillämpliga på Erbjudandet.

Vidare ingick SBB den 1 november 2018 avtal om att förvärva totalt 9 750 000 stamaktier av serie A och 3 250 000 stamaktier av serie B i Karlbergsvägen 77, vilket utgjorde samtliga

stamaktier av serie A respektive serie B i bolaget. Vederlaget utgjordes av stamaktier av serie D i SBB. Förvärvet var villkorat av fullföljandet av Erbjudandet och tillträde skedde i samband med utbetalningen av vederlaget i Erbjudandet. Mot bakgrund av förvärvet av stamaktierna beslutade SBB även att höja vederlaget i Erbjudandet från 2,7742 till 3,0322 stamaktier av serie D i SBB, för varje preferensaktie i Karlbergsvägen 77.

Vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande var SBB:s stamaktier av serie D inte upptagna till handel på någon marknadsplats. Vederlaget i Erbjudandet fastställdes istället med utgångspunkt i ett uppskattat värde per vederlagsaktie om 31,00 kronor, vilket innebar att vederlaget per preferensaktie i målbolaget värderades till cirka 94 kronor.

Den 13 december 2018 offentliggjorde SBB utfallet i Erbjudandet och den 17 december 2018 utbetalades vederlaget i form av nyemitterade stamaktier av serie D i SBB. Aktierna upptogs till handel på Nasdaq First North den 14 december 2018.

SBB utvärderar nu möjligheten att förvärva ytterligare preferensaktier i Karlbergsvägen 77 från kvarvarande minoritetsaktieägare. Med tanke på att eventuella förvärv är planerade att ske inom en tid om sex månader från det att utbetalningen av vederlag i Erbjudandet påbörjades, är reglerna om efteraffärer i punkt II.15 i takeover-reglerna tillämpliga. Det medför att, för det fall villkoren i efteraffären är förmånligare än villkoren i Erbjudandet, ska SBB utge ett kompenserande kontant vederlag till dem som accepterat Erbjudandet.

Enligt kommentaren till punkt II.15 ska likviden i erbjudandet normalt värderas efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för offentliggörande av att erbjudandet fullföljs. Vidare ska enligt kommentaren till punkt II.13, den volymvägda genomsnittliga betalkursen den senast avslutade handelsdagen normalt användas vid värdering av vederlagsaktier vid en viss tidpunkt. Fråga uppkommer då hur en värdering av vederlagsaktier ska ske då, som i detta fall, vederlagaktierna inte var noterade på en marknadsplats vid värderingstidpunkten.

SBB:s stamaktier av serie D har enligt bolagsordningen rätt till fem gånger den sammanlagda utdelningen på stamaktier av serie A och B, dock högst två kronor per aktie och år. Om utdelningen per stamaktie av serie D understiger två kronor ska utdelningsbegränsningen om två kronor höjas så att det belopp med vilket utdelningen understigit två kronor per år kan delas ut

vid senare tillfälle om tillräcklig utdelning på stamaktierna beslutas, varefter utdelningsbe-
gränsningen ska återgå till två kronor. Utbetalning av utdelning avseende stamaktier av serie
D ska göras i fyra lika stora delbetalningar, en per kvartal. Varje stamaktie av serie D berätti-
gar till en tiondels röst. Det går därmed att likna ”avkastningen” på en stamaktie av serie D i
SBB vid avkastningen på ett räntebärande skuldinstrument.

Det uppskattade värdet om 31,00 kronor per stamaktie av serie D baserades på en relativpris-
sättning mot SBB:s befintliga preferensaktie samt med beaktande av värderingen av liknande
aktier utgivna av andra emittenter. I praktiken innebär detta att det man, i likhet med värde-
ring av preferensaktier, intog ett kreditperspektiv vid värderingen av SBB:s stamaktie av serie
D, dvs. det avkastningskrav som ställdes på stamaktien av serie D baserades på risken för att
inte erhålla en årlig utdelning om två kronor. Efter beaktande av värderingen för liknande in-
strument utgivna av andra emittenter bedömdes avkastningskravet för SBB:s stamaktie av se-
rie D vara 6,5 procent, vilket ledde till en värdering om cirka 31 kronor per stamaktie av serie
D (två kronor årlig utdelning / 6,5 procent). Det går vidare att notera att det sedan den 14 de-
cember 2018 har förekommit begränsad handel i SBB:s stamaktie av serie D och den volym-
vägda genomsnittskursen per handelsdag har legat omkring 31,00 kronor.

Hemställan

SBB hemställer mot ovanstående bakgrund att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida det
vid bedömningen av om villkoren i den planerade efteraffären är förmånligare än villkoren i
Erbjudandet är godtagbart att utgå från det på ovan beskrivet sätt uppskattade värdet per ve-
derlagsaktie som låg till grund för Erbjudandet.

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.

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. Principen medför också att villkoren i ett erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren i andra aktieförvärv som budgivaren gjort, något som kommer till uttryck i punkterna II.13–15 om för-, sido- och efteraffärer.

Enligt punkten II.15 om efteraffärer ska en budgivare, som inom sex månader från det att utbetalning av vederlaget i ett offentligt erbjudande har påbörjats förvärvar aktier på villkor som för överlåtaren är förmånligare än villkoren i erbjudandet, utge ett kompenserande kontant vederlag till dem som accepterat erbjudandet. Likviden i erbjudandet ska därvid, enligt kommentaren till bestämmelsen, normalt värderas efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för offentliggörande av att erbjudandet fullföljs.

I det nu aktuella fallet utgjordes likviden i budet av en D-aktie i SBB. Aktien i fråga var inte noterad på dagen för erbjudandets fullföljande, men noterades nästa dag. Kursdata som SBB på nämndens begäran tillhandahållit indikerar att aktien då och under ett par veckor därefter, handlades runt 29-30 kronor, låt vara under mycket begränsad omsättning.

SBB:s framställning till nämnden tar utgångspunkt i att vederlagsaktien alltså var onoterad på fullföljandedagen. SBB har därför gjort en teoretisk värdering av vederlagsaktien och hemställer att nämnden uttalar sig om huruvida det skulle vara godtagbart att utgå från det, genom den värderingen uppskattade värdet per vederlagsaktien, vid tillämpning av efteraffärsregeln i punkten II.15. Det är en typ av fråga som nämnden inte besvarar.

Enligt nämndens mening måste det ankomma på budgivaren att i varje enskilt bud där vederlaget utgörs av annat än kontanter, med beaktande av samtliga relevanta omständigheter, fastställa värdet på budvederlaget och, vid eventuella för-, sido- eller efteraffärer, redovisa hur den värderingen gjorts.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Ann-Christine Lindeblad (ordförande), Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Ossian Ekdahl, Sören Lindström, Wilhelm Lüning och Anne Rannaleet.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Ann-Christine Lindeblad

Rolf Skog