

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2020:39

2020-09-17

Detta uttalande är såvitt avser frågan om dispens från lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17). Uttalandet offentliggjordes 2020-09-25.

BESLUT

Aktiemarknadsnämnden medger, under de i framställningen angivna förutsättningarna, Paradigm och BidCo dispens från skyldigheten att i budpliktserbjudandet avseende resterande aktier i IES rikta erbjudandet till aktieägare med hemvist i Australien, Hongkong, Japan, Kanada, Nya Zeeland, Schweiz, och Sydafrika.

Nämndens ställningstagande i tolkningsfrågan redovisas under övervägandena.

[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. Det åligger sökanden att i förväg underrätta nämnden om tidpunkten för offentliggörande av erbjudandet så att uttalandet kan offentliggöras i samband därmed och tiden för överklagande av beslutet av annan än sökanden kan börja löpa.]

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 14 september 2020 en framställning från

Hannes Snellman Advokatbyrå på uppdrag av Paradigm Capital Value Fund SICAV ("Paradigm") och Aktiebolaget Grundstenen 300029 ("BidCo") som för närvarande är helägt av Paradigm. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler och dispens från lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ("LUA").

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres i huvudsak följande.

Bakgrund

Paradigm, förvaltat av Paradigm Capital AG ("AG"), är näst största ägare i Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings II AB ("IES") med ett direkt och indirekt innehav av ca 13,16 % av stamaktierna i IES (C-aktierna innehas av IES självt). Paradigm har även optioner att förvärva ytterligare aktier i IES som, om de utnyttjas, kommer att aktualisera budplikt. Optionerna är utställda av IES största ägare TA Associates via bolag respektive IES grundare Barbara Bergström. Paradigm överväger nu att tillskjuta optionerna till BidCo och i samband därmed, tillsammans med vissa andra aktieägare i IES som Paradigm har approcherat, för detta ändamål tillskapa ett budgivarkonsortium, som eventuellt via BidCo utnyttjar optionerna och lämnar ett offentligt uppköpserbjudande med iakttagande av reglerna om budplikt till övriga aktieägare i IES.

Tolkning och tillämpning av takeover-reglerna avseende likabehandling av aktieägare

En aktieägare som har approcherats av Paradigm är IES grundare Barbara Bergström, som innehar ca 3,97 % av aktierna i IES. Barbara Bergström och hennes make Hans Bergström är också "Trustees" (motsvarande styrelse) i den amerikanska trusten The Hans och Barbara Bergstrom Foundation ("Stiftelsen"), som innehar ca 9,99 % av stamaktierna i IES. Stiftelsen, som bildades 2013 under amerikanska regler, har en från Hans och Barbara Bergström helt avskild förmögenhetsmassa. Den har till ändamål att idka välgörenhet med särskilt fokus på projekt som är baserade i Sverige för upplysning, utbildning och forskning. Stiftelsen står under tillsyn av amerikanska myndigheter och måste årligen göra utdelningar till förmån för projekt som faller inom ramen för det allmännyttiga ändamålet. Hans och Barbara Bergström

kan som Stiftelsens styrelse inte tillgodogöra sig eller sina närstående några medel från denna. Vad de kan göra är att bestämma hur stiftelsen ska rösta för sina aktier i IES och avgöra vilka projekt som Stiftelsen ska stödja inom ramen för ändamålet.

Stiftelsens och Barbara Bergströms betydelse för budgivarkonsortiet

Paradigm har kontaktat Barbara Bergström därför att Paradigm bedömer det vara mycket värdefullt för fortsatt drift av IES under ny kontroll att Barbara Bergström fortsätter att vara förknippad med och kopplad till IES. Barbara Bergström har dock förklarat att hon på grund av sin ålder, hon blir 75 år våren 2021, inte privat vill delta aktivt i ett utköp av bolaget men att hon naturligtvis hyser ett starkt önskemål att de grundläggande övertygelser och den kultur som hon burit genom alla år ska kunna bevaras för framtiden.

Paradigm delar Barbara Bergströms syn på privat skolverksamhet och vill att IES även fortsättningsvis ska verka i hennes anda. Paradigm har dock förståelse för Barbara Bergströms beslut och inser också att en lösning där Barbara Bergström själv deltar i budgivarkonsortiet inte skulle vara långsiktig.

Om Stiftelsen (som bär Barbara Bergströms och hennes makes namn) medverkar i budgivarkonsortiet behålls kontinuiteten från det att hon startade dåvarande motsvarighet till IES på 1990-talet. Kvarstår Stiftelsen som ägare i IES efter ett kontrollägarskifte kommer IES att förknippas med Barbara Bergström på ett sätt som är hållbart över tid. Stiftelsen, som är avsedd att vara "evig", kan fungera som bärare av Barbara Bergströms arv fortsättningsvis och även efter att hon gått ur tiden. Därtill är det Paradigms uppfattning att den typ av verksamhet som IES bedriver gagnas av att det i ägarkretsen finns ägare som har till uppgift att uppfylla allmännyttiga ändamål, dels eftersom dessa kan förväntas utöva positivt inflytande i ägarkretsen, dels då delar av eventuell avkastning från IES via Stiftelsen kommer att gå till sådana välgörande ändamål som ligger IES verksamhet nära. Via Stiftelsens deläggande kommer IES och dess ägarkrets också att kunna dra nytta av Barbara Bergströms stora skolkunnande, hennes gedigna erfarenheter av skolledarskap samt hennes personliga kontakter och nätverk. Privat skolverksamhet är numera underkastad ägarprövning där lämplighet och skolkunnande tillhör de omständigheter som Skolinspektionen prövar. Paradigm hyser mot denna bakgrund ett starkt önskemål att Stiftelsen deltar i budgivarkonsortiet och har framfört detta till makarna Bergström. Dessa har i egenskap av styrelse i Stiftelsen uttryckt att de anser att det ligger i Stiftelsens intresse att vara fortsatt delaktig i den verksamhet som möjliggjort dess tillkomst

och att de tror att detta också gagnar IES. Stiftelsen har därför, förutsatt att det är tillåtet enligt de amerikanska stiftelsereglerna, preliminärt accepterat att delta i budgivarkonsortiet.

Stiftelsens deltagande i budgivarkonsortiet

Barbara Bergström och hennes make har genom åren gjort betydande donationer i form av kontanta medel och värdepapper till Stiftelsen och efter den senaste nyligen företagna donationen av IES aktier uppgår Stiftelsens innehav till cirka 9,99 % av stamaktierna i IES. De har i egenskap av Stiftelsens styrelse preliminärt ställt sig positiva till att Stiftelsen medverkar i budgivarkonsortiet med samtliga Stiftelsens aktier i IES. För etableringen av budgivarkonsortiet förs även diskussioner med IES fjärde största ägare, Paradigm Capital Value LP ("PCVLP"), förvaltat av Paradigm Capital GP, som innehar ca 7,58 % av stamaktierna i IES, samt ett antal investerare, med vilka Paradigms förvaltare AG har rådgivningsavtal, vilka sammantaget har ca 6,82 % av stamaktierna i IES, Tuna Holding AB, ett bolag företrätt av släktingar till representanter för AG, som innehar 1,20 % av stamaktierna liksom med några investerare som inte äger aktier i IES och avses delta i budgivarkonsortiet genom tillskjutande av endast kontanta medel. Konsortiemedlemmarna kommer att tillskjuta sina aktier i IES och/eller kontanter till budgivarbolaget varvid IES-aktierna åsätts ett värde motsvarande priset per aktie i erbjudandet. Alla konsortiemedlemmar får andelar i budgivarbolaget i proportion till tillskjutet värde. Stiftelsens andel i budgivarkonsortiet kommer att berättiga till styrelsrepresentation i detta som en av fyra parter med sådan rätt. Stiftelsen har inte någon beslutanderätt i frågor som rör budet.

Barbara Bergström avser inte att medverka i budgivarkonsortiet utan sälja sina kvarvarande aktier i IES i en föraffär eller inom ramen för erbjudandet

Barbara Bergström avser inte att medverka i budkonsortiet med sina stamaktier i IES motsvarande ca 3,97 % av det totala antalet stamaktier i IES, varav 2,49 procentenheter omfattas av den ovan angivna köptionen utställd till Paradigm. Om optionen utnyttjas avser Barbara Bergström att överlåta resterande aktier till budgivarbolaget också, antingen i en föraffär eller lämna in dem i erbjudandet.

Frågan

Eftersom Stiftelsen, men inte Barbara Bergström, avser att delta i budgivarkonsortiet vill Paradigm förvissa sig om att Barbara Bergström under de angivna omständigheterna inte kommer att anses vara de facto budgivaren utan att Stiftelsen är de facto budgivaren enligt punkten II.10 i takeover-reglerna och det därför inte strider mot reglerna att Barbara Bergström säljer sina privata aktier i IES till budgivaren eller lämnar in dessa i erbjudandet samtidigt som Stiftelsen medverkar i budgivarkonsortiet med samtliga dess aktier i IES utan att erbjudandet innehåller ett aktiealternativ.

Aktieägare eller de facto budgivare?

Huruvida någon är att anse som särbehandlad aktieägare eller de facto budgivare avgörs genom en helhetsbedömning. Paradigm vill lyfta fram följande omständigheter som varande av betydelse: Barbara Bergström kommer tillsammans med sin make i egenskap av styrelse för Stiftelsen kunna företräda Stiftelsen inom ramen för budgivarkonsortiet (till exempel rösta för Stiftelsens andelar). Varken Barbara Bergström eller någon henne närstående person har emellertid någon ekonomisk vinning av Stiftelsen. Hennes (och hennes makes) och Stiftelsens ekonomier är strikt åtskilda. Hon eller henne närstående kommer inte att ha någon personlig vinning av den eventuella avkastning från målbolaget som kan komma BidCo eller Budgivarkonsortiet till del. Vidare är hon, när hon deltar i Stiftelsens beslutsfattande, skyldig att alltid iaktta Stiftelsens och dess ändamåls bästa. Att hon tillsammans med sin make utgör Stiftelsens beslutsorgan borde därför vid en helhetsbedömning inte resultera i att Stiftelsen inte anses vara de facto budgivare. Det bör heller inte spela någon roll om Barbara Bergström, som representant för den betydande budkonsortiemedlemmen Stiftelsen, eventuellt får en styrelseplats i budgivarkonsortiet.

Dispens att utelämna målbolagsaktieägare i vissa jurisdiktioner

Om den ovannämnda köpoptionen utnyttjas utlöses budplikt. Skulle budgivaren lämna ett budpliktsbud ska budgivaren som utgångspunkt inkludera alla aktieägare, även sådana från jurisdiktioner utanför EU som normalt undantas från frivilliga bud därför att de kan undantas p g a mindre innehav. I ett budpliktsbud krävs dispens för att exkludera sådana

aktieägare. Vid fullgörandet av en eventuell budplikt önskar Paradigm och BidCo undanta aktieägare bosatta i Australien, Hongkong, Japan, Kanada, Nya Zeeland, Schweiz, och Sydafrika (tillsammans de "Exkluderade Jurisdiktionerna") från ett eventuellt budpliktserbjudande.

Paradigm och BidCo har inte haft någon kontakt med IES i samband med förberedelserna inför ett eventuellt erbjudande. Paradigm och BidCo har därför endast haft möjlighet att ta del av en sammanställning på IES hemsida över aktieägare i Bolaget som enligt hemsidan grundar sig på uppgifter hämtade från Euroclear Sweden AB:s register per den 30 juni 2020. Av uppgifterna framgår att det finns aktieägare med hemvist i Förenta staterna som tillsammans representerar ca 0,2 procent av samtliga aktieägare i IES, samt att dessa aktieägare innehar ca 1,3 procent av kapitalet och rösterna i IES. BidCo avser att rikta ett eventuellt erbjudande till aktieägare med hemvist i Förenta staterna.

Av samma uppgifter framgår vidare indirekt att aktieägandet i de Exkluderade Jurisdiktionerna är obetydligt eller obefintligt. Ingen av de Exkluderade Jurisdiktionerna är särredovisade i uppgifterna. Men av uppgifterna framgår det att gruppen "Övriga" endast motsvarade ca 1,3 procent av samtliga aktieägare i IES, samt att dessa aktieägare sammantaget hade ca 1,9 procent av kapitalet och rösterna i IES. Det kan inte uteslutas att det i den gruppen potentiellt finns aktieägare med hemvist i de Exkluderade Jurisdiktionerna men med hänsyn till det obetydliga ägandet i gruppen "Övriga" bör ägandet i envar av de Exkluderade Jurisdiktionerna vara obetydligt eller obefintligt. Aktierna i IES är inte heller noterade på någon marknadsplats i något av ovan nämnda länder.

Om ett eventuellt erbjudande skulle riktas även till aktieägare i de Exkluderade Jurisdiktionerna skulle det medföra omotiverat höga kostnader för juridiska ombud för att fastställa vad som gäller om ett erbjudande riktas till aktieägare med hemvist i dessa länder, för eventuell anpassning av erbjudandehandlingen till lokala regler samt för eventuell registrering och publicering i de Exkluderade Jurisdiktionerna. Tidplanen för ett eventuellt erbjudande skulle även kunna komma att påverkas negativt. Vidare skulle det medföra en ökad legal riskexponering att låta aktieägare i de Exkluderade Jurisdiktionerna omfattas av detta. De aktuella Exkluderade Jurisdiktionerna är sådana som ofta exkluderas från offentliga uppköpserbjudanden av ovannämnda skäl.

Det torde normalt vara möjligt för aktieägare i de Exkluderade Jurisdiktionerna att få del av det ekonomiska innehållet i ett erbjudande genom att sälja aktier över börsen. Aktieägare i dessa länder påverkas därmed i praktiken inte negativt av att erbjudandet inte omfattar de Exkluderade Jurisdiktionerna.

Hemställan

Mot bakgrund av ovanstående hemställs att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Stiftelsen och inte Barbara Bergström är att anse som budgivare på grund av ovan beskrivna omständigheter och om det är förenligt med takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden att något aktiealternativ inte intas i ett eventuellt budpliktsbud samt att Aktiemarknadsnämnden lämnar Paradigm och BidCo dispens från skyldigheten att rikta ett eventuellt erbjudande till aktieägare i Australien, Hongkong, Japan, Kanada, Nya Zeeland, Schweiz, och Sydafrika.

ÖVERVÄGANDEN

I 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 och pröva frågor om dispens från dessa regler (punkten I.2).

Nämnden gör följande bedömning.

Hemställan om tolkning av takeover-reglerna

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. Omständigheter att beakta vid en sådan bedömning kan enligt kommentaren vara hur många aktieägare som kontaktats rörande delägarskap i budgivarbolaget, vilken typ av aktieägare det handlar om, på vems initiativ och när diskussionerna om samverkan startade, på vilket sätt aktieägaren i fråga bidragit till finansiering av budgivarbolaget samt vilka villkor som gäller för deläggande i och utträde ur budgivarbolaget. Nämnden har i ett par fall funnit omständigheterna vara sådana att förfarandet varit förenligt med regelverket, se bl.a. AMN 2017:32.

Enligt kommentaren till punkten II.10 är det inte 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 det nu aktuella fallet är emellertid förhållandena annorlunda. Den amerikanska trusten ("Stiftelsen") har en från Hans och Barbara Bergström helt avskild förmögenhetsmassa. Barbara Bergström skulle inte få någon ekonomisk vinning av att trusten apporterade in sina aktier i budgivarbolaget. På fråga från nämnden har upplysts att trusten är en s.k. irrevocable trust och att tillämplig amerikansk rätt inte medger att tillgångar tillhörande trusten återförs till Barbara eller Hans Bergström eller till någon dem närstående eller på annat sätt kommer dem tillgodo.

Barbara Bergström ska mot denna bakgrund och med beaktande av vad som i övrigt anförs i framställningen inte anses som de facto budgivare. Budgivaren är därför inte heller skyldig att låta budvederlaget inkludera ett aktiealternativ.

Hemställan om dispens från LUA

Det är vanligt att utländska rättssubjekt äger aktier i svenska bolag. Om det riktas ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i ett svenskt bolag med utländska aktieägare,

måste budgivaren följa de svenska reglerna men dessutom ta hänsyn till reglerna i det land eller de länder där de utländska aktieägarna har sitt hemvist. Att utforma ett erbjudande så att det uppfyller kraven i samtliga berörda länder kan vara mycket tidsödande och kostnadskrävande. Av kommentaren till punkten I.1 i takeover-reglerna framgår att budgivaren då, med stöd av punkten I.2, kan hemställa om Aktiemarknadsnämndens tolkning av reglerna och, vid behov därav, dispens från skyldigheten att rikta erbjudandet till aktieägare i alla länder och från skyldigheten att tillämpa de svenska reglerna fullt ut i alla avseenden. I kommentaren sägs vidare att i enlighet med vedertagen praxis behöver, såvitt avser aktieägare i länder utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, dispens inte sökas om, i anslutning till erbjudandets lämnande, antalet aktier som innehas av aktieägare i ett sålunda berört land kan antas representera endast en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget (högst tre procent), aktierna i fråga inte är noterade på någon marknadsplats i landet och inte några andra omständigheter med tillräcklig styrka talar för en annan ordning.

Kommentaren till punkten I.1 i takeover-reglerna tar sikte på frivilligt lämnade uppköpserbjudanden. Av 3 kap. 1 § LUA framgår att ett uppköpserbjudande som lämnas på grund av budplikt måste avse resterande aktier i bolaget. Bestämmelsen går tillbaka på artikel 5.1 i takeover-direktivet enligt vilken ett sådant erbjudande ska riktas till alla aktieägare och omfatta hela deras innehav.

Reglerna om budplikt lämnar, till skillnad från vad som är fallet ifråga om reglerna om frivilliga erbjudanden, inte något utrymme för budgivaren att utan dispens utesluta aktieägare i vissa jurisdiktioner från erbjudandet, oberoende av huruvida dessa jurisdiktioner är inom eller utanför EES. En sådan dispens kan vidare bara komma ifråga såvitt avser aktieägare med hemvist i länder utanför EES. Som nämnden tidigare konstaterat bör dock, i linje med den praxis som gäller i fråga om frivilliga erbjudanden, dispens normalt beviljas om antalet aktier som innehas av aktieägare i ett sålunda berört land kan antas representera endast en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget, aktierna i fråga inte är noterade på någon marknadsplats i landet och inte några andra omständigheter med tillräcklig styrka talar för en annan ordning (se bl.a. AMN 2020:28).

I det nu aktuella fallet avser Paradigm och BidCo, i linje med vedertagen praxis, i budpliktserbjudandet avseende resterande aktier i IES låta bli att rikta erbjudandet till aktieägare med hemvist i Australien, Hongkong, Japan, Kanada, Nya Zeeland, Schweiz, och Sydafrika.

Baserat på för budgivaren tillgänglig information uppgår det aktieäggande i IES som är hänförligt till aktieägare med hemvist i dessa länder sammantaget till mindre än två procent av samtliga aktier i bolaget. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening föreligger därmed förutsättningar för att bevilja dispens från skyldigheten att rikta erbjudandet till aktieägare med hemvist i något av dessa länder.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Nina Macpherson, Robert Ohlsson, Carl-Johan Pousette och Charlotte Strömberg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog

Hur man överklagar

Beslutet om dispens kan 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.