

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2020:63

2020-12-09

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Nasdaq Stockholms takeover-regler. Uttalandet offentliggjordes 2020-12-14. I den offentliggjorda versionen har på sökandens begäran vissa uppgifter utelämnats.

[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 7 december 2020 en framställning från Roschier Advokatbyrå AB och Setterwalls Advokatbyrå AB på uppdrag av ett budkon-sortium. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförts i huvudsak följande.

Bakgrund och sammanfattning

- Recipharm AB ("Bolaget") är noterat på Nasdaq Stockholm.
- EQT Fund Management S.à r.l.¹ ("EFMS"), som företräder fonderna EQT IX Collect EUR SCSp² och EQT IX Collect USD SCSp³ (gemensamt "EQT IX"), och Lars Backsell och Thomas Eldered (genom deras respektive bolag Cajelo Invest Ltd och Flerie Participation AB), som är grundare och huvudägare Bolaget ("Grundarna") diskuterar sedan några månader tillbaka möjligheterna till att lämna ett kontant offentligt uppköps-erbjudande till aktieägarna i Bolaget ("Erbjudandet") genom ett gemensamt budkonsortium ("Budkonsortiet").
- Bolaget har emitterat en konvertibel som är noterad på Frankfurtsbörsen (*Frankfurt Wertpapierbörse*) ("Konvertibeln"). Konvertibelns närmare villkor såsom konverteringstid, konverteringskurs, omräkning vid vissa händelser och liknande regleras i sedvanlig konvertibeldokumentation vilken i huvudsak styrs av engelsk rätt ("Konvertibelvillkoren").
- Konvertibelns nominella belopp uppgår till 1 miljard kronor och belöper med en ränta om 2,75 procent per år. Konvertibeln kan under dess löptid på begäran av innehavarna konverteras till nya aktier i Bolaget till en konverteringskurs som fastställs enligt Konvertibelvillkoren. För tillfället är konverteringskursen 161,17 kronor per aktie vilket skulle motsvara cirka totalt 5,78 procent av samtliga utestående aktier i Bolaget om Konvertibeln konverterades i sin helhet.
- Konvertibelvillkoren innehåller en change of control-bestämmelse som föranleder omräkning av konverteringskursen vid stora ägarförändringar. Genomförande av Erbjudandet aktualiserar omräkning enligt bestämmelsen.
- I samband med förberedelserna av Erbjudandet har noterats en felaktighet i en omräkningsformel i Konvertibelvillkorens change of control-bestämmelse och Bolaget har initierat ett korrigeringsförfarande med anledning av detta ("Korrigeringsprocessen"). Bolaget utesluter inte att Korrigeringsprocessen kan avslutas inom kort.
- Att emellertid låta en Korrigeringsprocess fördröja offentliggörande av Erbjudandet skulle medföra mycket stora risker för Erbjudandet som sådant med beaktande bland annat av läckagerisker. Budkonsortiet önskar därför få klarhet i hur Erbjudandet kan utformas för det fall Bolagets Korrigeringsprocess inte är avslutad när Erbjudandet offentliggörs.

Beskrivningar av Konvertibeln, Konvertibelvillkoren och dess effekter samt Korrigeringsprocessen har tagits fram på basis av det material Bolaget använt sig av i Korrigeringsprocessen

¹ 'EFMS' avser, om inte annat framgår av sammanhanget, EQT Fund Management S.à r.l, ett aktiebolag etablerat i Luxemburg (*société à responsabilité limitée*), med adress 26A, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg och registrerat hos bolagsverket i Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg*) med registreringsnummer B167.972, och som agerar som förvaltare (*gérant*) för EQT IX Collect EUR SCSp och EQT Collect USD SCSp.

² EQT IX Collect EUR SCSp, ett så kallat special limited partnership etablerat i Luxemburg (*société en commandite spéciale*), med adress 26A, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg och registrerat hos bolagsverket i Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg*) med registreringsnummer B 239.741, företrädd genom dess förvaltare (*gérant*) EFMS.

³ EQT IX Collect USD SCSp, ett så kallat special limited partnership etablerat i Luxemburg (*société en commandite spéciale*), med adress 26A, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg och registrerat hos bolagsverket i Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg*) med registreringsnummer B 239.744, företrädd genom dess förvaltare (*gérant*) EFMS.

och låtit Budkonsortiet ta del av.

Närmare om Change of control-bestämmelsen

I samband med due diligence-undersökning har Budgivaren och Bolaget uppmärksammat en tidigare okänd felaktighet i en omräkningsformel i Konvertibelvillkorens change-of control-bestämmelse. Enligt bestämmelsen ska omräkning av konverteringskursen ske om det sker en kontrollägarförändring i Bolaget eller om nivån av aktier i allmän ägo (free float) blir för låg. Nämnden kan förutsätta ett genomförande av Erbjudandet medför att change of control-bestämmelsen ska tillämpas. Att i detalj beskriva formelns funktion tror vi inte är behövligt men vi har nedan kort beskrivit huvuddragen.

Bolagets uppfattning, vilken har bekräftats av extern expertis anlitad av Bolaget, är att det är mycket vanligt för konvertibler av det här slaget att omräkning vid change of control ska ske i förhållande till Konvertibelns återstående löptid, vilket medför att konverteringskursen blir mer fördelaktig för innehavarna. Detta medför att ju *längre* löptid som återstår vid en change of control, desto större omräkning ska ske. Omräkningsformeln som åstadkommer detta är standardmässig för den här typen av instrument ("Korrekt Omräkningsformel"). Att Korrekt Omräkningsformel skulle utgöra del av Konvertibelvillkoren var även Bolagets avsikt. Det framgår av det material som presenterades för investerare när Konvertibeln gavs ut och som låg till grund för investerares beslut att förvärva Konvertibler från Bolaget.

I samband med att slutliga Konvertibelvillkor togs fram och sedermera publicerades på Bolagets hemsida, efter försäljning av Konvertibeln, gjordes emellertid av misstag en mindre textändring av en i omräkningsformeln ingående definierad term som helt ändrade formelns funktion ("Felaktig Omräkningsformel"). Felaktigheten medför i huvudsak att ju *kortare* tid som är kvar av Konvertibelns löptid och ju senare konvertering sker av en individuell Konvertibel, desto större blir omräkningen samt att den totala omräkningen blir avsevärt större än vid tillämpning av Korrekt Omräkningsformel.

Effekter av Felaktig Omräkningsformel

Felaktigheten i omräkningsformeln, som alltså textmässigt är mycket liten, medför att omräk-

ningen sker i strid med praxis för den här typen av instrument, enligt av Bolaget anlita expertis. Felaktig Omräkningsformel, om den tillämpas, får mycket stora konsekvenser genom att värdet på Konvertibelns i en uppköpssituation blir mycket högre än vad som varit avsikten. Detta drabbar naturligtvis Bolagets aktieägare och i praktiken även konvertibelinnehavarna eftersom det i realiteten hindrar att bud läggs på Bolaget.

[...]

Sammantaget medför det sagda att Erbjudandet inte kan lämnas på grund av osäkerheten om vilken omräkning som ska ske och magnituden av skillnaden i värde på Konvertibelns.

Process för att korrigera konvertibelns

Bolaget anser att Felaktig Omräkningsformel ska korrigeras. Om Felaktig Omräkningsformel lämnas okorrigerad skulle aktieägarna kunna drabbas av oavsedda negativa konsekvenser. Att inte korrigera felet skulle i praktiken vara negativt även för konvertibelinnehavarna eftersom det kan innebära, och i fråga om Erbjudandet innebär, att något uppköpserbjudande inte alls lämnas och konvertibelinnehavarna därför inte får ta del av den omräkning som i händelse av bud skulle ha skett enligt Korrekt Omräkningsformel. Bolaget har därför inlett Korrigeringsprocessen för att få fastställt och bekräftat att Felaktig Omräkningsformel inte ska tillämpas utan att Korrekt Omräkningsformel ska tillämpas. Korrigeringsprocessen görs i enlighet med vad som följer av Konvertibelvillkoren, som anger att den "Trustee" som administrerar Konvertibelns har rätt att göra vissa justeringar med bindande verkan, bland annat, vid rena felskrivningar (så kallat "Manifest error"), vilket av Bolaget anlita expertis bedömer vara fallet här. Bolaget har kontaktat Trustee och förbereder en sådan begäran. Alternativt kan villkorsändringen ske genom att Bolaget begär att omröstning bland konvertibelinnehavarna ska ske. Ändring av det felskrivna villkoret kräver i så fall stöd från konvertibelinnehavare som äger minst 75 procent av Konvertiblerna. Om Erbjudandet lämnas och bedömningen är att Trustee inte kan förväntas lämna godkännande enligt ovan avser Bolaget att initiera ett omröstningsförfarande.

Bolaget bedömer, efter samråd med extern expertis, att beslut i frågan, endera genom Trustee självständigt eller efter hörande av konvertibelinnehavarna i enlighet med vad som anges i

Konvertibelvillkoren, kommer att lämnas inom den tänkta acceptfristen för Erbjudandet.

Hemställan

Som framgår ovan har Budkonsortiet förberett Erbjudandet under ett antal månader, och är bortsett från konvertibelfrågan, beredda att offentliggöra Erbjudandet inom kort. Från ett transaktionsperspektiv är det mycket angeläget att tiden fram till offentliggörande inte blir för lång, vilket skulle kunna äventyra Erbjudandet i sin helhet, bland annat av läckageskäl. Budkonsortiet vill därför ha möjlighet att lämna Erbjudandet innan Bolagets Korrigeringsprocess är slutförd, men måste givetvis förhålla sig till Korrigeringsprocessen och dess effekter.

Budkonsortiet önskar därför villkora Erbjudandet av att Korrigeringsprocessen genomförs med resultat att Korrekt Omräkningsformel ska tillämpas. Erbjudandet skulle i sådant fall ha följande fullföljandevillkor ("Korrigeringsvillkoret"):

att villkoren enligt [Konvertibeln] har korrigerats så att [Korrekt Omräkningsformel] ska tillämpas;

Därmed skulle Budkonsortiet ha möjlighet att återkalla Erbjudandet för det fall Korrigeringsprocessen inte leder till att Korrekt Omräkningsformel ska tillämpas. Budkonsortiet avser inte förbehålla sig rätten att efterge Korrigeringsvillkoret och anser därför att det vederlag som erbjuds konvertibelinnehavarna i Erbjudandet ska baseras på Korrekt Omräkningsformel.

Här ska framhållas att uppfyllande av Korrigeringsvillkoret kommer att ligga helt utanför Budkonsortiets kontroll och att det kommer vara möjligt att objektivt fastställa dess uppfyllelse.

I övrigt kan nämnden förutsätta att Konvertibeln, Konvertibelvillkoren och Korrigeringsprocessen beskrivs på ett enkelt och tydligt sätt vid Erbjudandets offentliggörande och i erbjudandehandlingen.

Budkonsortiet hemställer mot ovanstående bakgrund att Aktiemarknadsnämnden uttalar:

- (a) Att Korrigeringsvillkoret är förenligt med takeover-reglerna samt att uppfyllande av villkoret är väsentligt för Budkonsortiet med innebörd att Erbjudandet kan återkallas för det fall Korrigeringsvillkoret inte uppfylls; samt
- (b) Att, förutsatt Erbjudandet villkoras av Korrigeringsvillkoret, prissättning av Konvertibeln i Erbjudandet baserad på att Korrekt Omräkningsformel tillämpas utgör ett skäligt vederlag enligt takeover-reglerna.

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. 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.

I punkten II.4 i takeover-reglerna finns bestämmelser om en budgivares möjlighet att ställa upp villkor för erbjudandets fullföljande. Huvudregeln är att sådana villkor får uppställas. Ett fullföljandevillkor ska vara utformat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej. Villkoret får inte vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Av punkten II.5 framgår vidare att budgivaren som huvudregel får återkalla ett lämnat erbjudande med hänvisning till att ett fullföljandevillkor inte uppfyllts endast under förutsättning att den bristande uppfyllelse är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.

Omfattar ett uppköpserbjudande även andra av målbolaget utgivna aktierrelaterade överlåtbara värdepapper än aktier, ska vederlaget för dessa värdepapper enligt punkten II.12 vara skäligt.

I det nu aktuella fallet ska budgivaren lämna ett erbjudande om förvärv av aktier och konver-

tibler. Med anledning av en uppenbar felaktighet i villkoren för konvertiblerna önskar budgivaren villkora erbjudandets fullföljande vid att vad som i framställningen kallas Korrigeringsprocessen genomförs med resultatet att vad som kallas Korrekt Omräkningsformel för konvertiblerna ska tillämpas. Enligt nämndens mening uppfyller ett sådant villkor kravet på att det objektivt ska kunna fastställas om det uppfyllts eller ej och villkoret är inte heller utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Med utgångspunkt i vad som i framställningen sägs om vad effekterna skulle bli om villkoret inte uppfylls och i stället den felaktiga omräkningsformeln skulle tillämpas, är enligt nämndens mening också kravet uppfyllt på att en bristande uppfyllelse av villkoret skulle vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Sammanfattningsvis och under i framställningen angivna omständigheter är således det aktuella fullföljandevillkoret förenligt med takeover-reglerna.

Huruvida erbjudandet till konvertibelinnehavarna är skäligt har nämnden inte underlag för att bedöma. Det ankommer primärt på budgivaren att avgöra.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Sten Andersson, Jan-Mikael Bexhed, Ramsay Brufer, Eva Hägg, Carl Johan Högbom, Robert Ohlsson och Eva Persson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog