

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2023:56

2023-12-14

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar.

[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 30 november 2023 en framställning från Schjødt Advokatbyrå på uppdrag av ALM Equity. Framställningen rör tolkning av Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar (takeover-reglerna).

Bakgrund

ALM Equity AB, org.nr 556549-1650, är ett svenskt aktiebolag, vars stamaktier och preferensaktier är upptagna till handel på Nasdaq First North Growth Market. ALM Equity avser att föreslå att Svenska Nyttobostäder AB, org.nr 559250-9607, vars stamaktier och preferensaktier också är upptagna till handel på Nasdaq First North Growth Market, fusioneras med ALM Equity varigenom Svenska Nyttobostäder skulle absorberas av ALM Equity. Transaktionen kan även komma att struktureras som ett offentligt uppköpserbjudande där aktieägarna i Svenska Nyttobostäder erbjuds nyemitterade aktier i ALM Equity. Takeover-reglerna är till-

lämpliga oavsett om transaktionen struktureras som en fusion eller som ett offentligt uppköps-erbjudande ("Erbjudandet").

Det vederlag till stamaktieägare i Svenska Nyttobostäder som övervägs i Erbjudandet motsvarar ett utbytesförhållande om 14:1, innebärande att en stamaktie i Svenska Nyttobostäder ska ge rätt att erhålla cirka 0,07 stamaktier i ALM Equity och det vederlag till preferensaktieägare i Svenska Nyttobostäder som övervägs i Erbjudandet motsvarar ett utbytesförhållande om 1,2-1,3:1, innebärande att en preferensaktie i Svenska Nyttobostäder ska ge rätt att erhålla cirka 0,77-0,83 preferensaktier i ALM Equity.

Föraffär

Den 17 juli 2023 har bolaget Joakim Alm GPJ AB, som tillsammans med närstående kontrollerade drygt 50 procent av rösterna i ALM Equity per den 17 juli 2023, förvärvat stamaktier i Svenska Nyttobostäder till ett pris per stamaktie om 23,80 kronor ("Föraffären").

Efter Föraffären har det skett en kraftig nedgång i marknadskursen för Svenska Nyttobostäders stamaktie. Från och med dagen för Föraffären till och med dagen för denna framställan har marknadskursen för Svenska Nyttobostäders stamaktie sjunkit med cirka 54 procent. Den högsta stängningskursen för Svenska Nyttobostäders stamaktie den senaste månaden motsvarar en nedgång om cirka 50 procent jämfört med stängningskursen för Svenska Nyttobostäders stamaktie dagen före Föraffären.

Även marknadskursen för stamaktierna i ALM Equity har varit föremål för en väsentlig nedgång under samma period. Priset som betalades i Föraffären motsvarade vid tiden för föraffären ett utbytesförhållande om 20,4:1, dvs cirka 0,05 aktier i ALM Equity per aktie i Svenska Nyttobostäder (baserat på den volymviktade genomsnittskursen för ALM Equitys stamaktie dagen före Föraffären), och innebar en rabatt om cirka 10 procent i förhållande till den volymviktade genomsnittskursen för Svenska Nyttobostäders stamaktie dagen före Föraffären.

Det utbytesförhållande till stamaktieägare som övervägs i Erbjudandet (14:1) motsvarar en premie om cirka 66 procent i förhållande till den volymvägda genomsnittskursen i Svenska Nyttobostäders stamaktie den 29 november 2023 (baserat på den volymvägda genomsnittskursen i ALM Equitys stamaktie den 29 november 2023).

Värdeskillnad mellan vederlag som erbjuds för stam- respektive preferensaktier

Det vederlag till preferensaktieägarna i Svenska Nyttobostäder som övervägs i Erbjudandet har fastställts baserat på en jämförelse mellan villkoren för preferensaktierna i Svenska Nyttobostäder och villkoren för preferensaktierna i ALM Equity. Större aktieägare av både stam- och preferensaktier i Svenska Nyttobostäder har bekräftat att de stödjer Erbjudandet, inklusive det föreslagna vederlaget till stam- och preferensaktieägare.

Såväl preferensaktierna i Svenska Nyttobostäder som preferensaktierna i ALM Equity är konstruerade som "lån i aktiekläder" innebärande att de ekonomiska rättigheterna kopplade till preferensaktierna i praktiken motsvarar efterställda lån.

Varje preferensaktie i Svenska Nyttobostäder ger innehavaren rätt, att före stamaktierna, erhålla vinstutdelning med ett belopp om 5 kronor per år – att betalas ut kvartalsvis (dvs 1,25 kronor per kvartal). Om ingen utdelning lämnas till preferensaktieägare, eller om utdelning understigande 5 kronor per preferensaktie och år lämnats under ett eller flera år ska preferensaktie medföra rätt att av följande års utdelningsbara medel också erhålla sådant inestående belopp (uppräknat med en faktor motsvarande en årlig räntesats om 5 procent). Preferensaktierna är föremål för ett inlösenförbehåll och kan efter beslut av bolagsstämman lösas in mot ett inlösenbelopp per preferensaktie om 100 kronor plus inestående och uppräknad ej utbetalad utdelning. Årsstämman 2023 i Svenska Nyttobostäder beslutade att ingen utdelning skulle lämnas för räkenskapsåret 2022. I slutet av mars 2024 kommer inlösenbeloppet att uppgå till 107,5 kronor per preferensaktie och med största sannolikhet kommer någon vinstutdelning inte heller att lämnas för räkenskapsåret 2023 vilket innebär att inlösenbeloppet kommer att fortsätta att öka fram till dess att Erbjudandet verkställs.

Varje preferensaktie i ALM Equity ger innehavaren rätt att, före stamaktierna, erhålla vinstutdelning med ett belopp om 8,40 kronor per år – att betalas ut kvartalsvis (dvs 2,10 kronor per kvartal). Om ingen utdelning lämnas till preferensaktieägare, eller om utdelning understigande 8,40 kronor per preferensaktie och år lämnats under ett eller flera år ska preferensaktie medföra rätt att av följande års utdelningsbara medel också erhålla sådant inestående belopp (uppräknat med en faktor motsvarande en årlig räntesats om 8,40 procent). Även preferensaktierna i ALM Equity är föremål för ett inlösenförbehåll och kan efter beslut av bolagsstämman

lösas in mot ett inlösenbelopp per preferensaktie om 120 kronor plus inestående ej utbetalad utdelning. Det finns inte något inestående belopp på preferensaktierna i ALM Equity.

Vid fastställandet av utbytesförhållandet har utgångspunkt tagits i skillnaderna mellan respektive akties inlösenbelopp (dvs 100 kronor plus inestående ej utbetald utdelning respektive 120 kronor) samt skillnaderna i det utdelningsbelopp som preferensaktierna ger företräde till (dvs 5 kronor (plus 5 procents ränta på utestående belopp) respektive 8,40 kronor).

I sammanhanget kan det noteras att i april 2023 erbjöds samtliga preferensaktieägare i Svenska Nyttobostäder att få sina preferensaktier utbyta mot stamaktier i Svenska Nyttobostäder (genom inlösen följt av kvittningsemission), och att det erbjudandet skedde till ett utbytesförhållande om 1:2, dvs en preferensaktie i Svenska Nyttobostäder kunde bytas mot två stamaktier i Svenska Nyttobostäder. Utbyteserbjudandet accepterades av ägare till cirka 82 procent av dåvarande antal preferensaktier i Svenska Nyttobostäder. Den värderelation mellan stamaktier och preferensaktier i Svenska Nyttobostäder som utbyteserbjudandet innebar har inte beaktats vid fastställandet av det tänkta utbytesförhållandet i Erbjudandet.

Det utbytesförhållande till preferensaktieägare som övervägs i Erbjudandet (1,2-1,3:1) motsvarar en premie om cirka 32-43 procent i förhållande till den volymvägda genomsnittskursen i Svenska Nyttobostäders preferensaktie den 29 november 2023 (baserat på den volymvägda genomsnittskursen i ALM Equitys preferensaktie den 29 november 2023), att jämföras med premien om cirka 66 procent som det vederlag till stamaktieägarna som övervägs i enlighet med vad som beskrivs ovan.

Vi noterar att Aktiemarknadsnämnden i AMN 1989:7 (som visserligen hänför sig till tiden före de nya takeover-reglernas ikraftträdande) konstaterade att det inte skulle anses strida mot god sed att erbjuda ett vederlag för preferensaktier som motsvarar inlösenbeloppet (inräknat eventuell ränta) för preferensaktierna, även om detta skulle innebära en högre premie för preferensaktierna än för stamaktierna (AMN 1989:7). I detta fall motsvarar vederlaget som avses erjudas för preferensaktierna ett lägre värde än inlösenbeloppet och en lägre premie än premien för stamaktierna.

Styrelsen i ALM Equity bedömer, mot bakgrund av ovanstående, att de tänkta utbytesförhållandena för stam- respektive preferensaktier utgör skäligt vederlag för respektive aktieslag

och att värdeskillnaden mellan det vederlag som erbjuds för stam- respektive preferensaktier är skälig.

Hemställen

1. Bedömer Aktiemarknadsnämnden att det i denna situation finns skäl att frångå huvudregeln enligt regel II.13 i takeover-reglerna att vederlaget i Erbjudandet inte får understiga priset per aktie i Förfären och att utbytesförhållandet 14:1 kan tillämpas i Erbjudandet?
2. Bedömer Aktiemarknadsnämnden att skillnaden i fråga om vederlagets värde till stamaktieägare och preferensaktieägare är förenligt med regel II.11 andra stycket i takeover-reglerna?

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadens självregleringskommittés har utfärdat takeover-regler för vissa handelsplattformar. Reglerna ger inom sitt tillämpningsområde uttryck för god sed på den svenska aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i takeover-reglerna ge besked om hur reglerna ska tolkas och tillämpas samt medge undantag från reglerna, om särskilda skäl föreligger.

Nämnden gör följande bedömning.

Fråga 1

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att målbolagets aktieägare ska ges en likvärdig behandling. I linje därmed förekrivs i punkten II.13 första stycket att villkoren i ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska vara minst lika förmånliga för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet ("förfären"), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan förfären och erbjudandet.

I vissa situationer behöver emellertid kravet på lika förmånlig behandling inte upprätthållas. Av punkten II.13 andra stycket framgår att kravet på lika förmånlig behandling kan frångås, om kursen på målbolagets aktier vid erbjudandets offentliggörande gått ned mycket väsentligt i förhållande till den kurs som gällde vid tidpunkten för föraffären och denna kursnedgång inte endast är endast tillfällig.

Hur stor kursnedgången ska vara för att anses som mycket väsentlig framgår inte av reglerna. I det nu aktuella fallet har kursen på målbolagets aktier enligt framställningen gått ned med mer än 50 procent sedan Föraffären. Det är väsentligt mer än det riktmärke på 20 procent som fanns i en tidigare version av reglerna (NBK) och måste enligt nämndens mening anses utgöra en mycket väsentlig kursnedgång. Kursnedgången har trendmässigt pågått under hela tiden sedan Föraffären och konjunkturläget är sådant att man inte kan förvänta sig en snar vändning uppåt. Nedgången är alltså inte endast tillfällig.

På grund av det anförda finner nämnden att ALM Equity vid ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i Svenska Nyttobostäder inte är underkastat de krav som följer av punkten II.13 första stycket takeover-reglerna. Jfr bl.a AMN 2008:33. Om det i Föraffären lämnades en premie i förhållande till kursen på Svenska Nyttobostäders stamaktie, följer det av kommentaren till punkten II.13 andra stycket att ALM Equity i uppköpserbjudandet måste erbjuda en premie som är procentuellt sett minst lika stor som den premie som lämnades i Föraffären.

Fråga 2

Enligt punkten II.11 i takeover-reglerna, vilken bestämmelse även ska tillämpas vid en fusion (jfr punkten V.3), är huvudregeln att om det i målbolaget finns aktier av olika slag ska vederlag av samma form erbjudas för aktier av samtliga slag. Att vederlag av samma form ska erbjudas för aktier av samtliga slag hindrar inte att en budgivare erbjuder aktier med högt röstvärde i budgivarbolaget som vederlag för aktier med högt röstvärde i målbolaget och erbjuder vederlagsaktier med lägre röstvärde för aktier med lägre röstvärde i målbolaget. Det hindrar inte heller att en budgivare erbjuder stamaktier i budgivarbolaget som vederlag för stamaktier i målbolaget och preferensaktier i budgivarbolaget som vederlag för preferensaktier i målbolaget (se t.ex. AMN 2019:43). Vad som i bestämmelsen föreskrivs om vederlagets värde gäller dock även i sådana fall. Punkten II.11 andra stycket medger att det för aktier i målbolaget av

olika slag som skiljer sig åt i fråga om aktiernas ekonomiska rätt (stam- och preferensaktier) erbjuds vederlag av olika värde. Värdeskillnaden får dock inte vara oskälig.

En skillnad i fråga om vederlagets värde kan enligt kommentaren till bestämmelsen aktualiseras exempelvis om något av aktieslagen avser aktier med ingen eller begränsad rätt till andel i bolagets värdetillväxt. Av likabehandlingsprincipen följer i själva verket att olika vederlag för respektive aktieslag som utgångspunkt inte bara får utan *ska* erbjudas om det i målbolaget finns stam- och preferensaktier (se AMN 2019:43). Skälighetskravet innebär att skillnaden i vederlag ska vara sakligt grundad i den meningen att den endast får återspegla faktiska skillnader i villkoren för de olika aktieslagen.

Vilken skillnad i erbjudet vederlag mellan stam- och preferensaktier i målbolaget som i ett enskilt fall får och ska tillämpas kräver många gånger noggranna överväganden. Om budgivaren, som i det nu aktuella fallet, dessutom väljer att erbjuda aktier av olika slag som vederlag för stam- respektive preferensaktierna i målbolaget kan värderingen av vederlaget bli ännu mer komplicerad. Det ankommer på budgivaren att fastställa det erbjudna vederlaget så att det är förenligt med reglerna. Under sådana omständigheter som är för handen i den aktuella övervägda transaktionen torde detta kräva att budgivaren anlitar relevant extern expertis vid bestämmande av vederlaget (jfr punkten II.1).

- - -

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Sten Andersson, Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Carl Johan Högbom, Wilhelm Lüning, Patrik Marcelius och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog