

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2024:11

2024-02-19

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 7 februari 2024 en framställning från Mannheimer Swartling Advokatbyrå på uppdrag av Volvo Cars AB. Framställningen rör god sed på aktiemarknaden vid utskiftning av intressebolag.

[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.]

I det offentliggjorda uttalandet har sådant innehåll som inte rör frågan utskiftning tagits bort.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförts i huvudsak följande.

Bakgrund

Volvo Cars är ett svenskt aktiemarknadsbolag verksamt inom fordonsindustrin. Bolagets aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm. Geely Sweden Holdings AB (i det följande Geely), indirekt kontrollerat av Li Shufu, är största ägare i Bolaget med ett innehav motsvarande omkring 78,7 procent av det totala antalet aktier och röster i Bolaget.

Volvo Cars etablerade 2017 varumärket Polestar som ett nytt och renodlat premiumbil-märke i prestandaklassen. I juni 2022 upptogs aktierna i Polestar Automotive Holding UK PLC (i det följande Polestar) till handel på Nasdaq New York. Aktierna i Polestar är representerade av amerikanska depåbevis (i det följande de amerikanska depåbevisen). Polestar har inte ansökt om upptagande till handel av depåbevisen på någon annan marknadsplats, men de kan vara föremål för handel på andra marknadsplatser utan Polestars samtycke.

Volvo Cars är vid tidpunkten för denna framställan största aktieägare i Polestar och innehavet uppgår till omkring 48,3 procent av aktierna och omkring 49,4 procent av rösterna. [...]

I samband med Volvo Cars bokslutskommuniké för räkenskapsåret 2023 offentliggjordes att Bolaget utvärderar en potentiell justering av Volvo Cars aktieinnehav i Polestar. Vid tidpunkten för denna framställan är avsikten att föreslå att bolagsstämman ska besluta om en utskiftning av hela eller en del av Bolagets innehav i Polestar till aktieägarna (i det följande Transaktionen). Intentionen är att genomföra Transaktionen genom ett automatiskt inlösenförfarande med handel i inlösenaktier.¹ Den övervägda utskiftningen bedöms vara värdeskapande för Volvo Cars aktieägare genom att Volvo Cars efter utskiftningen kan koncentrera tid och resurser på att utveckla Volvo Cars. Oavsett om hela eller del av Bolagets innehav skiftas ut, är avsikten att Bolagets innehav i Polestar ska understiga 20 procent av aktierna och rösterna efter Transaktionens genomförande. [...]

Förutsättningar för utskiftning av innehavet i Polestar genom inlösenförfarande

Till följd av kontoföringstekniska hinder, innebärande att Euroclear Sweden AB (i det följande Euroclear) inte längre medger anslutning via en så kallad CSD-länk, saknas möjlighet att ansluta utländska aktier och depåbevis, såsom de amerikanska depåbevisen, till Euroclear. Volvo Cars har därför i samråd med SEB undersökt möjligheten att i Euroclears system kontoföra svenska depåbevis (i det följande de svenska depåbevisen) som skulle representera de underliggande amerikanska depåbevisen.

Efter vad Bolaget inhämtat finns det litet eller inget intresse bland relevanta aktörer att admi-

¹ Transaktionsstrukturen motsvarar den som användes i exempelvis Kinnevik AB:s utskiftningar av Zalando SE (2021) respektive Millicom International Cellular S.A (2019).

nistrera depåbevisprogram, och än mindre att på obestämd tid administrera program med depåbevis som representerar underliggande amerikanska värdepapper. Ett skäl till detta är att svenska banker vill undvika administrering av och risker kopplade till rapporteringsplikten, inklusive dokumentationen som ska tillhandahållas, till amerikanska IRS i fråga om depåbevis som innehas på vissa typer av konton, i första hand direktregistrerade VP-konton och vissa service-konton. Depåbanken och förvaltare har ålagts sådan rapporteringsplikt efter att Euroclear, som tidigare hanterade rapporteringsplikten, lade om sina rutiner av samma skäl. Rapporteringsplikten aktualiseras primärt vid vinstutdelning men även i viss utsträckning i fråga om andra typer av bolagshändelser. I fråga om de svenska depåbevisen är det vidare administrativt betungande och riskfyllt för SEB att hantera en eventuell företrädesemission i Polestar till följd av ovannämnda kontoföringstekniska hinder kopplade till utbokningen av amerikanska depåbevis och teckningsrätter.

Trots dessa begränsningar har SEB erbjudit sig att under några månader administrera ett tidsbegränsat program för de svenska depåbevisen (i det följande depåbevisprogrammet), baserat på förutsättningen och bekräftelser från Polestar och/eller Geely att vissa bolagshändelser i Polestar inte skulle genomföras under hela depåbevisprogrammets livslängd.

Sammanfattningsvis saknas det alltså möjlighet att kontoföra de amerikanska depåbevisen via svenska depåbevis annat än under en begränsad tidsperiod. Det gäller oavsett formen för utskiftningen, dvs. oavsett om en utskiftning skulle ske genom en vinstutdelning eller som i detta fall genom en minskning av aktiekapitalet med återbetalning till aktieägarna. Upplýsningvis har tidsbegränsade depåbevisprogram tidigare förekommit i transaktioner med anknytning till den svenska aktiemarknaden, dock inte av liknande komplexitet som i förevarande fall med underliggande amerikanska depåbevis eller åtaganden från det emitterande bolaget som självt inte är part i transaktionen.²

För att kunna behålla de underliggande amerikanska depåbevisen krävs således att aktieägarna begär konvertering från de svenska depåbevisen till de amerikanska depåbevisen senast i samband med avvecklingen av det tidsbegränsade depåbevisprogrammet. Aktieägare med direktregistrerade innehav saknar härvid, av kontoföringstekniska skäl, möjlighet att ta emot ut-

² Se Aker BP ASA:s fusion med Lundin Energy MergerCo AB (2022) och ABB Ltd:s utskiftning av Accelaron Industries Ltd (2022).

ländska depåbevis. I tillägg till begäran om konvertering krävs således att aktieägare med direktregistrerade innehav öppnar nya konton som möjliggör leverans av utländska depåbevis. Det noteras att Volvo Cars per den 12 januari 2024 hade cirka 175 000 aktieägare varav färre än 1 100 var direktregistrerade aktieägare. Det är Bolagets avsikt att tydligt informera direktregistrerade aktieägare om behovet av att öppna ett nytt konto som möjliggör leverans av amerikanska depåbevis innan det svenska depåbevisprogrammet avvecklas.

Samtliga depåbevisinnehavare som inte begär konvertering till de amerikanska depåbevisen senast i samband med avvecklingen av det svenska depåbevisprogrammet kommer att få sina underliggande amerikanska depåbevis sålda enligt vad som utvecklas nedan.³

Tilltänkt transaktionsstruktur

Mot ovanstående bakgrund är det Bolagets avsikt att föreslå att bolagsstämman beslutar om ett inlösenprogram där inlösenvederlaget utgörs av de svenska depåbevisen (som kan levereras till samtliga aktieägare oaktat kontotyp). I korthet skulle varje aktie av serie B i Volvo Cars delas upp i två aktier, varav den ena är en inlösenaktie.⁴ Inlösenaktierna skulle upptas till handel på Nasdaq Stockholm under en period ej understigande två veckor. Detta skulle ge aktieägare som inte önskar erhålla svenska depåbevis och – efter begärd konvertering – amerikanska depåbevis, möjlighet att avyttra inlösenaktierna och således erhålla kontanter. Som brukligt kommer endast hela depåbevis levereras till aktieägare. Fraktioner skulle på sedvanligt sätt säljas av SEB så snart det är praktiskt möjligt efter att aktieägarna erhållit depåbevisen. Intäkterna från försäljningen av fraktioner skulle betalas ut i proportion till de antal fraktioner som varje aktieägare har rätt till. Courtage skulle som brukligt inte tas ut vid försäljningen av fraktioner.

Bolaget avser inte att ansöka om upptagande till handel av de svenska depåbevisen. Efter inlösenprogrammets genomförande skulle de svenska depåbevisen kostnadsfritt kunna konver-

³ Ett alternativ med tvångsvis konvertering av svenska depåbevis till amerikanska depåbevis deponerade och administrerade av amerikansk förvaltare för direktregistrerade aktieägare, har i detta fall inte ansetts vara lämpligt eller genomförbart på ett tillfredställande sätt utifrån ett aktieägarperspektiv givet komplexiteten och det betungande dokumentationskrav som förfarandet skulle medföra för direktregistrerade aktieägare.

⁴ Då det inte finns några utestående aktier av serie A i Volvo Cars, kommer den föreslagna aktiespliten endast att omfatta aktier av serie B.

teras till amerikanska depåbevis som sedan kan handlas på Nasdaq New York. I fråga om passiva innehavare av svenska depåbevis som av något skäl inte begär konvertering till amerikanska depåbevis, kommer SEB i samband med avvecklingen av det svenska depåbevisprogrammet för respektive innehavares räkning avyttra de underliggande amerikanska depåbevisen och utbetala likviden, utan några kostnader för innehavaren.

Enligt vedertagen praxis avser Bolaget att inför den övervägda utskiftningen offentliggöra bl.a. en informationsbroschyr som i detalj informerar aktieägarna om de olika handlingsalternativen och vilka åtgärder som aktieägarna behöver vidta för att erhålla de amerikanska depåbevisen. Berörda aktieägare kommer även erhålla ett informationsbrev som närmare beskriver konverteringsförfarandet och hur de kan gå till väga för att öppna ett konto som möjliggör leverans av de amerikanska depåbevisen.

Till följd av de faktiska förutsättningarna för Transaktionen och särskilt i syfte att inte påföra Polestar (som inte är part i Transaktionen) ovan nämnda begränsningar vad gäller genomförande av vissa bolagshändelser under längre tid än vad som är skäligt, är parterna överens om att depåbevisprogrammet ska löpa under tre månader. Enligt SEB:s erfarenhet, som medverkande bank i ett flertal liknande transaktioner, vidtar aktiva aktieägare åtgärd relativt omgående. Passiva aktieägare förväntas inte vidta någon åtgärd över huvud taget, innebärande att en mer utsträckt tidsperiod inte skulle tjäna något egentligt syfte. Bolaget bedömer således att en period om tre månader är tillräcklig för aktieägarna att kunna begära konvertering av svenska depåbevis till amerikanska och, i fråga om direktregistrerade VP-kontoinnehavare, öppna erforderliga konton samt begära konvertering till amerikanska depåbevis. Det ska i sammanhanget noteras att aktieägarnas rådrom inleds redan vid den tidpunkt då detaljerad information om Transaktionen offentliggörs, vilket beräknas ske i samband med publicering av kallelsen till bolagsstämman. Sett till den totala tidslinjen för Transaktionen, dvs. fr.o.m. offentliggörande av kallelsen till bolagsstämman t.o.m. avvecklingen av depåbevisprogrammet, kommer aktieägarna att ha cirka fem månader på sig att överväga och ta ställning till de handlingsalternativ som Transaktionen erbjuder.

Sammanfattning avseende utskiftning av innehavet

Som framgått ovan saknas det förutsättningar att erbjuda och administrera ett depåbevisprogram på obestämd tid. Eftersom det dessutom är en förutsättning att Polestar och/eller Geely

bekräftar att vissa bolagshändelser inte kommer genomföras under depåbevisprogrammets löptid är det inte heller praktiskt möjligt att låta depåbevisprogrammet löpa under längre tid än den tilltänkta tremånadersperioden. Genom de åtgärder Bolaget har för avsikt att vidta skulle den övervägda utskiftningen enligt Bolagets uppfattning – utöver att ge aktieägarna valmöjligheten att erhålla antingen en ägarandel i Polestar eller det ekonomiska värde som ägarandelen motsvarar – tillgodose behovet av att tillhandahålla aktieägarna tillfredsställande information och rådru för att kunna begära konvertering av svenska depåbevis till amerikanska depåbevis innan det svenska depåbevisprogrammet avvecklas och, i fråga om direktregistrerade VP-kontoinnehavare, dessförinnan öppna erforderliga konton för att kunna ta emot de amerikanska depåbevisen (jfr AMN 2013:07). Genom den tilltänkta transaktionsstrukturen säkerställs vidare att passiva aktieägare inte erhåller ett belopp mindre än de underliggande amerikanska depåbevisens värde, utan några kostnader för innehavaren (jfr AMN 2006:06).

Sammanfattningsvis är det Bolagets uppfattning – med beaktande av den omfattande utredning som gjorts – att ovan beskrivna transaktionsstruktur är det för aktieägarna mest fördelaktiga alternativet som är praktiskt genomförbart i syfte att åstadkomma den tilltänkta utskiftningen där Bolagets samtliga aktieägare ges valmöjligheten att erhålla ett inlösenvederlag bestående av amerikanska depåbevis.

[...]

Hemställan

I framställningen hemställer Bolaget att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Transaktionen, så som den beskrivits ovan, skulle vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden. Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är upptagna till handel på en reglerad marknad eller av en aktieägare i ett sådant bolag, som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i bolaget kan bli föremål för nämndens bedömning (se 15 § i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden). Framställningen gäller sådana åtgärder och omfattas således av nämndens kompetens.

Det ankommer inte på nämnden att bedöma hur Volvo Cars ska gå till väga för att genomföra sin deklarerade avsikt att avsluta eller minska sitt ägande i Polestar. Beträffande den i framställningen ställda frågan gör nämnden följande bedömning.

Det är uppenbart att ett genomförande av det för utskiftningen övervägda tillvägagångssätt som i framställningen kallas Transaktionen rymmer komplicerade såväl aktiebolagsrättsliga som värdepapperstekniska och andra frågor. Komplexiteten hänger samman bland annat med Volvo Cars ägarstruktur, de olika jurisdiktionerna för berörda bolag och det förhållandet att moderbolagets och intressebolagets aktier är noterade i Sverige respektive Förenta staterna.

Nämnden begränsar sig till att bedöma om den, inom ramen för Transaktionen, nu tilltänkta ordningen för att hantera utskiftningen skulle kunna anses strida mot god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden konstaterar därvid att samtliga omkring 175 000 aktieägare i Volvo Cars kommer att behöva vara aktiva för att begära konvertering av svenska depåbevis till amerikanska och att de drygt 1 000 direktregistrerade svenska aktieägarna även kommer att vara tvungna att öppna nya konton för att kunna ta emot amerikanska depåbevis avseende Polestar-aktier. Det inger vissa betänkligheter från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, eftersom det handlar om ett mycket stort antal aktieägare och det tänkta förfarandet för många av dessa sannolikt är svårt att förstå och innebär inte obetydliga praktiska problem.

Vid en samlad bedömning anser nämnden emellertid – med beaktande av *dels* aktieägarnas möjlighet att under en viss period avyttra inlösenaktierna, *dels* det planerade arrangemanget från Bolagets sida för att avyttra depåbevis och utbetala influten likvid till de aktieägare som inte själva vidtar några åtgärder – att förfarandet i detta värdepapperstekniskt mycket speciella fall inte skulle strida mot god sed. Det förutsätter dock att aktieägarna ges tillfredsställande information om förfarandet. Volvo Cars styrelse har att agera i samtliga aktieägares intresse och ansvarar ytterst för bland annat informationsgivningen och att avyttringen av depåbevis sker på marknadsmässiga villkor.

[...]

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Johan Danelius, Carl Johan Högbom, Magnus Jönsson, Arne Karlsson och Robert Ohlsson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog