

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2024:34

2024-04-29

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

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 22 april 2024 en framställning från EY Law AB på uppdrag av Dala Energi AB. Framställningen rör tolkning av Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar (takeover-reglerna).

[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 förevarande, offentliggjorda version har uteslutits en del av framställningen uteslutits eftersom nämnden behandlade den i ett senare, separat, uttalande.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres i huvudsak följande.

1. Bakgrund

1.1 *Om Dala Energi AB*

Dala Energi AB ("Bolaget") är ett svenskt aktiemarknadsbolag verksamt inom energisektorn. Bolaget har flera strategiska samarbeten och bedriver tillsammans med sina intressebolag verksamhet inom elhandel, vindkraft, solenergi, stadsnät och fjärrvärme. Bolagets aktier är sedan januari 2022 upptagna till handel på Nasdaq First North Growth Market. Drygt 49 % av aktierna i Bolaget ägs av Rättviks, Leksands och Gagnefs kommuner och resterande aktier av företag och privatpersoner. Bolaget hade en nettoomsättning omkring 374 miljoner kronor under 2023.

Bolaget är sedan den 2 april 2024 föremål för ett offentligt uppköpserbjudande från Ellevio Holding 1 AB ("Ellevio" eller "Budgivaren") ("Budet"). Acceptfristen för Budet sträcker sig till den 28 juni 2024.

1.2 *Arbete med strategisk översyn*

Bolaget har under en längre tid arbetat med en strategisk översyn för koncernens tillväxt och utveckling. Genom pressmeddelande den 31 augusti 2023, i samband med delårsrapporten för Q2 2023, offentliggjordes följande:

"Styrelsen har initierat en strategisk översyn för koncernens tillväxt och utveckling. Där tar vi initiativet till fortsatt strukturutveckling och tillväxt för att långsiktigt tillhandahålla säkra, konkurrenskraftiga och hållbara energi- och kommunikationslösningar som bidrar till samhällsutvecklingen och ger ägarna en långsiktig marknadsmässig ekonomisk avkastning och utdelningsnivå. I den strategiska översynen ingår möjligheten att söka en strategisk partner för den fortsatta strukturutvecklingen."

Den strategiska översynen och samtliga därtill hörande åtgärder benämns härafter "Projekt Tor". Inom ramen för Projekt Tor undersöks möjligheterna att genomföra strukturaffärer med

strategiska partners i syfte att dels finna en eller flera strategiska partners, dels ta in ytterligare kapital i Bolaget för att möjliggöra nödvändiga investeringar och tillväxt.

Sedan sommaren 2023 har Bolaget fortlöpande offentliggjort vissa uppdateringar avseende Projekt Tor. Den 17 november 2023, i samband med delårsrapporten för Q3 2023, offentliggjordes exempelvis information som bekräftade det fortsatta arbetet inom ramen för Projekt Tor:

”[Bolaget] fortsätter arbetet med en strategisk översyn för koncernens tillväxt och utveckling. Där tar [Bolaget] initiativet till fortsatt strukturutveckling och tillväxt för att långsiktigt tillhandahålla säkra, konkurrenskraftiga och hållbara energi- och kommunikationslösningar som bidrar till samhällsutvecklingen och ger ägarna en långsiktig marknadsmässig ekonomisk avkastning och utdelningsnivå. I den strategiska översynen ingår möjligheten att söka en strategisk partner för den fortsatta strukturutvecklingen.”

Den 29 februari 2024, i samband med Bolagets Bokslutskommuniké för 2023, offentliggjordes liknande information som citeras ovan. I tillägg offentliggjordes att *”[i] arbetet med översynen har styrelsen i februari 2024 fattat beslut om att inleda arbetet med att utvärdera strategiska partnerskap och alternativ till omstrukturering av koncernen för att säkra finansieringen av den fortsatta strukturutvecklingen och tillväxten.”*, dvs. att inleda arbetet med att gå vidare med genomförande av Projekt Tor. Som bakgrund till initiativet uppgav Bolaget att *”[b]akgrunden är att det finns ett tydligt uppdrag från ägarna att vi aktivt skall söka lönsamma tillväxtmöjligheter inom vårt uppdrag samt driva värdeskapande strukturutveckling och verka för regional samverkan.”*. Vidare informerades om att *”[a]rbetet med att hitta en strategisk partner inleds under första kvartalet 2024. Utvärderingen kommer ske utifrån värdetillväxt för aktieägare och hur vi kan skapa bästa förutsättningar att finansiera en tillväxtplan och bidra till regional energiomställning för ett hållbart samhälle.”*

Som Bolaget kommunicerat så bedrivs Projekt Tor med grund i ett tydligt uppdrag från aktieägarna. Styrelsen i Bolaget har sammanställt ägarnas förväntningar i ett direktiv i syfte att förtydliga Bolagets uppdrag. Direktivet utvärderas årligen av styrelsen och vid årliga ägarmöten med de 25 största ägarna (ca 60 % av rösterna). Förändringar har redovisats för bolagsstämman, senast den 26 maj 2023.

Bolaget har engagerat flera externa rådgivare för arbetet, inklusive finansiell och juridisk expertis. Det noteras att Bolaget sedan Projekt Tor initierades har investerat betydande interna och externa resurser, vilket Bolaget bedömt vara skäligt och nödvändigt.

Arbetet intensifierades vid årsskiftet 2023/2024 och därefter har betydande resurser investerats i att arbeta fram strukturer och modeller, identifiera och approachera potentiella strategiska partners/investerare och andra åtgärder för att möjliggöra Projekt Tor. De potentiella strategiska partners som är eller kan tänkas bli aktuella inom ramen för Projekt Tor som investerare och strategisk partner benämns här efter ”Investerare” eller ”Investerarna”. Sedan februari 2024 har det pågått diskussioner med Investerare och förhandlingar om sekretessavtal etc. [...] Upplysningsvis noteras att Ellevio inte är en av de nuvarande Investerarna. Bolaget är av uppfattningen att det finns ett stort intresse hos flera av Investerarna att utvärdera Projekt Tor närmare och gå vidare i processen. Sammanfattningsvis är Bolagets bedömning att det i nuvarande marknad finns goda förutsättningar att genomföra Projekt Tor, om aktieägarna fortsatt önskar det. Bolaget har också fått tydliga indikationer på att värderingen av Bolaget inom ramen för Projekt Tor sannolikt överstiger den värdering Ellevio lagt till grund för Budet.

1.3 Preliminär struktur för genomförande av Projekt Tor

I Projekt Tor har Bolaget tillsammans med sina rådgivare arbetat fram en preliminär struktur för genomförande av Projekt Tor. I ett legalt perspektiv innebär genomförandet i korthet att en (eller potentiellt flera) Investerare blir delägare i Bolaget.

[...]

1.4 Budets påverkan på Projekt Tor

Under det pågående arbetet med Projekt Tor, och efter att Bolaget investerat betydande resurser i projektet, offentliggjorde Ellevio Budet. Dessförinnan, den 28 februari 2024, hade Ellevio lämnat ett indikativt bud till Bolaget. Det noteras att Bolaget vid tidpunkten för det indikativa budet redan hade kommit långt i det förberedande arbetet i Projekt Tor samt initierat kontakter med Investerare. Det fanns vid tidpunkten för Budgivarens bud inget formellt erbjudande från Investerare avseende investering inom ramen för Projekt Tor, men

ett tydligt kommunicerat indikativt intresse från Investerares.

Bolagets bedömning är fortsatt att Projekt Tor är ett för Bolaget attraktivt affärsstrategiskt val som har potential att generera ett stort värde för Bolaget och därmed för aktieägarna. Baserat på Investerares visade intresse och preliminära indikationer bedömer Bolaget att det finns goda förutsättningar i dagsläget att genomföra Projekt Tor på en värdering av Bolagets aktier som väsentligen överstiger den värdering som ligger till grund för Budet. Bolaget bedömer att det är nödvändigt att Bolaget är aktivt i den sedan tidigare initierade processen inom ramen för Projekt Tor, dels för att inte gå miste om värdet av betydande delar av det hittills nedlagda arbetet, dels för att inte riskera att gå miste om möjligheter i förhållande till de Investerares som visat intresse för Bolaget. I Projekt Tor finns det, som i andra sammanhang, ett tillfälle av möjligheter och om Budet inte resulterar i att Bolaget överläts till Budgivaren bedömer Bolaget att det inte ligger i vare sig Bolagets eller dess aktieägares intresse att ha försuttit möjligheter i Projekt Tor genom passivitet eller avstående av åtgärder under den tid Bolaget är föremål för Budet eller ett potentiellt annat offentligt uppköpserbjudande.

Enligt Bolagets bedömning bör Bolaget ha utrymme att fortsätta arbetet inom ramen för Projekt Tor. Aktiemarknadsnämnden uppmärksammas på att Bolaget inte gjort några strukturella eller strategiska förändringar eller andra åtgärder avseende Projekt Tor som ett resultat av Budet och inte heller vidtagit några sådana åtgärder efter att ha mottagit information som gett grundad anledning att anta att Ellevio avsåg att lämna ett offentligt uppköpserbjudande. Ett fortsatt aktivt arbete inom ramen för Projekt Tor är enligt Bolagets bedömning en förutsättning för att aktieägarna ska kunna få möjlighet att ta välgrundade beslut och ges möjlighet att ta ställning till potentiellt mer attraktiva alternativa erbjudanden än Budet.

De åtgärder i Projekt Tor som Bolaget förutser kan komma att bli aktuella under den period Bolaget är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande är:

- (i) aktiva kontakter med Investerares avseende Investerares intresse i Bolaget och Projekt Tor,
- (ii) informationsdelning med Investerares, exempelvis information som databok och prognosmodeller, investeringsmemorandum samt annan information om Bolaget som är av relevans för att Investerares ska ha möjlighet att bilda sig en välgrundad

- uppfattning om Bolaget och Projekt Tor samt kunna lämna ett relevant och attraktivt bud inom ramen för Projekt Tor,
- (iii) sprida information till Bolagets aktieägare avseende Projekt Tor, inklusive information om de eventuella bud som mottas inom ramen för Projekt Tor och styrelsens uppfattning om dessa alternativa bud, samt
 - (iv) att ingå avsiktsförklaring(ar) eller liknande avtal med utvald(a) Investorerare avseende potentiellt genomförande av Projekt Tor och påbörja förhandlingar avseende Investeringsavtalet.

Det framhålls att den information som avses i punkt (ii) ovan kommer att innehålla information som inte är offentliggjord och som Bolaget inte heller har för avsikt att offentliggöra. Bolaget har dock inte för avsikt att lämna någon insiderinformation till Investorerare i detta skede.

I nästa skede aktualiseras genomförandeåtgärder i Projekt Tor, men dessa bedöms baserat på nu kända omständigheter inte att vara relevanta att genomföra under tiden som Bolaget är föremål för Budet utan senare (förutsatt att Budet inte resulterar i att Budgivaren förvärvar majoriteten av aktierna i Bolaget). Genomförandeåtgärderna inkluderar att:

- (v) upprätta, förhandla samt ingå Investeringsavtalet och övriga relevanta avtal med utvald(a) Investorerare avseende genomförandet av Projekt Tor (Aktiemarknadsnämnden kan härvid lägga till grund för sin bedömning att Bolagets bolagsstämma ges möjlighet att besluta om genomförandet av Projekt Tor, inklusive väsentliga principer för projektets genomförande, innan förpliktelser gentemot Investeren avseende genomförandet av Projekt Tor blir bindande för Bolaget), samt
- (vi) stifta Mellanbolaget och genomföra övriga genomförandeåtgärder för Projekt Tor.

Hemställan

Mot bakgrund av ovan angivna omständigheter hemställer Bolaget att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida det, med hänsyn till att Bolaget är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande, är förenligt med god sed på aktiemarknaden att Bolaget:

1. i syfte att undvika att Bolaget går miste om möjligheter inom ramen för Projekt Tor, samt för att bereda aktieägarna möjlighet att ta ställning till potentiella erbjudanden inom ramen för Projekt Tor, vidtar de åtgärder som anges i punkt 1.4 (i)-(iv),
2. vidtar de åtgärder som anges i punkt 1.4 (v) (där takeover-reglerna endast bedöms kunna bli relevanta om Bolaget är föremål för offentligt uppköpserbjudande eller offentliga uppköpserbjudanden under längre tid),
3. ådrar sig skäligen kostnader inom ramen för Projekt Tor, samt
4. delar information med Investeringar inom ramen för Projekt Tor utan att motsvarande information delas med Budgivaren.

[...]

KOMPLETTERANDE UPPLYSNINGAR FRÅN BOLAGET

På förfrågan från Aktiemarknadsnämnden har sökanden lämnat följande kompletterande upplysningar.

Dala Energi mottog den 28 februari 2024 ett indikativt uppköpserbjudande från Ellevio med planerat offentliggörande av bud den 18 mars 2024. Dala Energis styrelse svarade den 4 mars. I svaret redogjorde styrelsen inledningsvis för det pågående strategiska arbetet med att hitta partnerskap i enlighet med den information som kommunicerats till marknaden. Styrelsens angav vidare att uppfattningen var att det icke-bindande erbjudandet och ett eventuellt framtida offentligt uppköpserbjudande om att förvärva aktier inte påverkade strategiarbetet och att styrelsen inte såg någon konflikt mellan det strategiska arbetet och att Dala Energis aktieägare skulle få möjligheten att ta ställning till ett offentligt uppköpserbjudande med en annan inriktning än den som finns redovisad i ägarnas direktiv.

Styrelsen meddelade vidare att den inte skulle komma att ge någon rekommendation till aktieägarna före det offentliga uppköpserbjudandets offentliggörande och att styrelsen skulle inhämta en fairness opinion som underlag för ett officiellt uttalande senast 14 dagar före accepttidens utgång för ett eventuellt offentligt uppköpserbjudande.

[...]

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden behandlar i det följande endast frågan om vilka åtgärder Dala Energi kan vidta utan hinder av det pågående uppköpserbudet. [...]

- - -

I punkten II.21 takeover-reglerna finns bestämmelser om försvarsåtgärder vid offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i bl.a. ett svenskt bolag vars aktier är upptagna till handel på Nasdaq First North Growth Market. Av punktens första stycke framgår att, om styrelsen eller verkställande direktören i ett sådant bolag, på grund av information som härrör från den som avser att lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende aktier i bolaget, har grundad anledning att anta att ett sådant erbjudande är nära förestående får bolaget endast efter beslut av bolagsstämman vidta åtgärder, som är ägnade att försäkra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Bestämmelsen, som överensstämmer med 5 kap. 1 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) – som i sin tur går tillbaka på artikel 9 i EU:s takeover-direktiv – syftar till att upprätthålla den i takeover-sammanhang grundläggande principen att ett uppköpserbudande är en angelägenhet mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget och att målbolaget därför inte får vidta åtgärder som riskerar att förvägra aktieägarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.

I överensstämmelse med 5 kap. 1 § LUA och artikel 9 i takeover-direktivet föreskrivs i punktens andra stycke att målbolaget utan hinder av vad som sägs i första stycket får söka efter alternativa erbjudanden. I linje därmed uttalade nämnden i AMN 2007:10 (Scania) att den omständigheten att ett målbolag vidtar åtgärder för att undersöka och utvärdera ett uppköpserbudande eller alternativ till erbjudandet som kan vara bättre för aktieägarna, häri inbegripet att målbolaget fortsätter som självständigt bolag, och sprider information till aktieägarna om sådana alternativ inte kan anses vara sådana försvarsåtgärder som åsyftas i 5 kap. 1 §. LUA. Som utgångspunkt faller, konstaterade nämnden, inte heller kostnaderna för sådana åtgärder inom försvarsåtgärdsbestämmelsens tillämpningsområde. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden får kostnaderna för sådana, i sig helt lagliga åtgärder, inte vara oskäligen, se även

AMN 2006:55 (MAN–Scania).

I det nu aktuella fallet kan enligt nämndens mening Dala Energi, under det pågående uppköps-
serbjudandet, utan hinder av punkten II.21 takeover-reglerna vidta de åtgärder som avses i
punkt 1.4 (i)-(iv) i framställningen. Nämnden utgår från att med ”liknande avtal” i punkten
1.4 (iv) avses överenskommelser av icke bindande slag.

Annorlunda förhåller det sig med de genomförandeåtgärder som avses i punkten (v). Såvitt
nämnden förstår saken skulle sådana åtgärder vara ägnade att försämra förutsättningarna för
uppköpserbjudandets genomförande. I aktieägarnas intresse kan de därför, utan budgivarens
samtycke, vidtas endast efter beslut av bolagsstämman.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande),
Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Johan Danelius, Magnus Jönsson, Wilhelm Lüning,
Robert Ohlsson och Charlotte Strömberg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog