

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2024:42

2024-05-05

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

[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 denna dag en framställning från Gernandt & Danielsson Advokatbyrå på uppdrag av ett investmentföretag som i det följande benämns Grundaren samt från Roschier Advokatbyrå på uppdrag av en private equity fond som i det följande benämns Sponsorn. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs följande.

Bakgrund

Den största aktieägaren ("Grundaren") i ett svenskt finansiellt företag vars aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm ("Målbolaget") överväger att tillsammans med en global private equity-fond ("Sponsorn") bilda ett budkonsortium och därigenom lämna ett kontant offentligt uppköpserbjudande till övriga aktieägare i Målbolaget ("Erbjudandet").

Kort om Grundaren

Grundaren är ett familjeägt investmentbolag som förvaltar familjens kapital. Kapitalförvaltningen omfattar dels ett fåtal långsiktiga strategiska investeringar (däribland ägandet i Målbolaget), dels en mer traditionell förvaltning av olika noterade och onoterade innehav.

Familjen som äger Grundaren grundade förlagan till det som i dag är Moderbolaget för snart 50 år sedan. Under större delen av Målbolagets historia har Grundaren ägt Målbolaget tillsammans med andra investerare. Grundaren har alltid varit den största eller näst största aktieägaren i Målbolaget men har med undantag för en kort tid efter grundandet sällan haft egen ägar-majoritet.

Vid två tidigare tillfällen har Målbolaget varit föremål för betydande exitprocesser. Vid den första exitprocessen sålde samtliga aktieägare förutom Grundaren sina aktier i Målbolaget till ett annat private equity-bolag (dvs. en annan aktör än Sponsorn), som därigenom blev den största aktieägaren i Målbolaget. Tillsammans med private equity-bolaget fortsatte Grundaren att aktivt utveckla och växa Målbolaget i privat miljö under nästan fyra år fram till den andra exitprocessen, då parterna beslutade att börsnotera Målbolaget på Nasdaq Stockholm år 2016. I samband med börsnoteringen sålde både Grundaren och private equity-bolaget på sedvanligt sätt delar av sina aktieinnehav i Målbolaget till allmänheten och institutionella investerare. Efter börsnoteringen har private equity-bolaget i omgångar sålt samtliga sina aktier i Målbolaget. Grundaren har däremot inte sålt några ytterligare aktier utan har i stället vid flera tillfällen förvärvat aktier i Målbolaget och även supporterat Målbolaget genom att investera i Målbolagets obligationsfinansiering. I dag är Grundaren den största aktieägaren i Målbolaget, med ett aktieäggande strax under budpliktsgränsen. Den i dagsläget näst största aktieägaren efter Grundaren innehar knappt sju procent av aktierna i Målbolaget.

Över generationsskiftet har medlemmar i familjen varit aktiva i driften och utvecklingen

av Målbolaget genom positioner i styrelse eller koncernledning. I dag är Grundaren representerad i styrelsen men inte i koncernledningen. Sedan börsnoteringen har Grundaren även varit aktiv i Målbolagets valberedning. Genom sitt långsiktiga aktiva ägande har Grundaren och medlemmar i ägarfamiljen byggt upp en kompetens och erfarenhet av Målbolaget och dess bransch som Grundaren och Sponsorn bedömer är värdefull för Målbolagets fortsatta utveckling. Inga andra större aktieägare i Målbolaget har något motsvarande engagemang eller någon motsvarande historik som Grundaren.

Eftersom Målbolaget erbjuder finansiella tjänster skulle genomförandet av Erbjudandet förutsätta bland annat s.k. ägar-, ägarlednings- och ledningsprövningar hos Finansinspektionen. Grundaren och dess representanter i Målbolagets styrelse har tidigare bevisat att de uppfyller de krav på lämplighet som Finansinspektionen normalt uppställer för att ge tillstånd till ett förvärv av Målbolaget.

Bildande av budkonsortiet

Grundaren anser att Målbolaget är i behov av vissa strukturella förflyttningar för att bättre kunna möta konkurrenssituationen på sina marknader och växa till sin fulla potential. Grundaren bedömer att nödvändiga initiativ skulle gå snabbare att utföra i en privat onoterad miljö och har därför sedan en tid tillbaka övervägt olika alternativ. I syfte att själv ta kontroll över processen anlidade Grundaren en välrenommerad nordisk investmentbank som finansiell rådgivare för att på ett strukturerat sätt finna en ny lämplig investeringspartner att förvärva och därefter utveckla Målbolaget tillsammans med Grundaren (i likhet med vad Grundaren gjort en gång tidigare innan Målbolaget börsnoterades). Grundarens avsikt är alltså att kvarstå som långsiktig aktiv aktieägare i Målbolaget.

Under processen har Grundaren diskuterat och förhandlat formerna för ett eventuellt budkonsortium med ett flertal aktörer. Grundaren har lagt stor vikt vid att komma överens med en likasinnad partner som delar Grundarens vision om Målbolagets framtid men som också har relevant branschkunskap och möjlighet att bidra med nödvändiga finansiella resurser. Grundaren har under processen aldrig haft någon avsikt att sälja aktier i Målbolaget. Grundaren har inte heller kontaktat några andra aktieägare i Målbolaget rörande deltagande i budkonsortiet.

Kort om Sponsorn

Den investeringspartner som Grundaren avser att bilda ett budkonsortium med (dvs. Sponsorfonderna) är en global private equity-fond som inte äger några aktier i Målbolaget. Grundaren och Sponsorn bedömer att Sponsorn har anseende och förmåga samt kan bidra med de kunskaper och erfarenheter (inklusive av att genomföra offentliga uppköpserbjudanden på den svenska kapitalmarknaden) som krävs för att Finansinspektionen ska ge tillstånd till budkonsortiets förvärv av Målbolaget, vilket har varit en fundamental faktor vid Grundarens val av partner att genomföra Erbjudandet tillsammans med.

Genomförande av Erbjudandet

Grundaren avser att ingå ett s.k. *joint bid agreement* (budgivaravtal) med Sponsorn som reglerar parternas åtaganden att på vissa villkor lämna Erbjudandet samt deras inbördes rättigheter och skyldigheter i samband med genomförande av Erbjudandet. Enligt budgivaravtalet ska parterna arbeta tillsammans vid de gemensamma förberedelserna, genomförandet och fullföljandet av Erbjudandet.

Grundaren har inte sålt några aktier i Målbolaget sedan den försäljning som skedde i samband med börsnoteringen av Målbolaget för drygt åtta år sedan och enligt budgivaravtalet ska Grundaren inte heller ha rätt att sälja några aktier i Målbolaget under förberedelserna av Erbjudandet. Om budkonsortiet lämnar Erbjudandet ska detta överlåtelseförbud avseende Grundarens aktier i Målbolaget fortsätta att gälla fram till dess att budkonsortiet antingen frånfaller Erbjudandet (varvid överlåtelseförbudet upphör) eller fullföljer Erbjudandet (varvid Grundaren på sedvanligt sätt ska tillskjuta sina aktier i Målbolaget till budgivarbolaget i utbyte mot aktier i budgivarbolaget, se vidare nedan under ”Finansiering av Erbjudandet och parternas framtida aktieäggande i budgivarbolaget”). Enligt budgivaravtalet ska parterna inte kunna göra några avvikelser från eller ändringar av överlåtelseförbudet avseende Grundarens aktier i Målbolaget utan Aktiemarknadsnämndens godkännande. Genom denna framställning åtar sig parterna även gentemot Aktiemarknadsnämnden att undantagslöst följa denna bestämmelse i budgivaravtalet. Varken Grundaren eller Sponsorn har dock någon avsikt att göra några avvikelser från eller ändringar av överlåtelseförbudet och parterna kan inte heller förutse några

omständigheter som skulle kunna leda till att någon av parterna önskar göra detta. Ett överlåtelseförbud och åtagande att inte göra några avvikelser från eller ändringar av överlåtelseförbudet ska enligt parternas aktieägaravtal även gälla de aktier i budgivarbolaget som Grundaren erhåller i utbyte mot sina aktier i Målbolaget om budkonsortiet fullföljer Erbjudandet (se vidare nedan under "Aktieägaravtalet–Överlåtelsebegränsningar och utträde (exit)").

Finansiering av Erbjudandet och parternas framtida aktieäggande i budgivarbolaget

Om budkonsortiet fullföljer Erbjudandet kommer Grundaren att på sedvanligt sätt tillskjuta samtliga sina aktier i Målbolaget till budkonsortiets gemensamt ägda budgivarbolag. Sponsorn, som i dagsläget inte äger några aktier i Målbolaget, kommer att tillskjuta de kontanta medel som krävs för att förvärva de aktier som lämnats in i Erbjudandet.

Efter fullföljande av Erbjudandet kommer Grundaren och Sponsorn att äga budgivarbolaget i proportion till de ekonomiska värden som de har tillfört. Grundaren och Sponsorn kommer att ha lika exponering mot ekonomisk upp- och nedsida. Grundarens aktier kommer värderas till erbjudandepriiset i Erbjudandet. Sammantaget kommer Grundarens aktieäggande i budgivarbolaget att motsvara cirka 30 procent och Sponsorns aktieäggande kommer att motsvara cirka 70 procent av budgivarbolaget.

Aktieägaravtalet

Om budkonsortiet fullföljer Erbjudandet kommer Grundarens och Sponsorns inbördes rättigheter och skyldigheter rörande aktieäggandet i budgivarbolaget och driften av Målbolaget att vara reglerade i ett aktieägaravtal. Grundaren och Sponsorn har kommit överens om att aktieägaravtalet ska innehålla huvudsakligen nedanstående villkor.

Styrning och kontroll (governance)

Grundaren ska initialt ha rätt att utse tre av totalt nio styrelseledamöter. Styrelseordföranden ska initialt utses gemensamt av Grundaren och Sponsorn. Så länge Sponsorn är största aktieägare ska Sponsorn ha rätt att utse en majoritet av styrelseledamöterna.

Styrelsen ska som huvudregel fatta beslut med enkel majoritet. Grundaren ska dock ha utökade minoritetsskydds rättigheter och veto i vissa frågor som är väsentliga för Målbolagets

styrning och kontroll, däribland utseende av verkställande direktören, ändringar av affärsplanen, godkännande av budgeten, närståendetransaktioner, väsentliga M&A-transaktioner och finansieringen av sådana, övrig finansiering utöver överenskommet ramverk och ändringar av utdelningspolicyn.

Om Grundarens aktieäggande skulle minska i framtiden, exempelvis till följd av att Grundaren väljer att inte delta i framtida nyemissioner, ska Grundarens rätt att utse styrelseledamöter och styrelseordförande samt övriga minoritetsskydds rättigheter minska enligt en överenskommen fallande trappa som ska vara proportionerlig med Grundarens minskade aktieinnehav. I sammanhanget ska det dock noteras att Grundaren har en avsikt och ekonomisk förmåga att försvara sin ägarandel i samband med framtida nyemissioner.

Finansiering

Parterna ska ha lika rätt att delta i framtida finansiering av Målbolaget.

Överlåtelsebegränsningar och utträde (exit)

I syfte att kontrollera ägarkretsen i budgivarbolaget ska aktieägaravtalet innehålla sedvanliga överlåtelsebegränsningar för både Grundaren och Sponsorn. Utgångspunkten för parterna är att förvärvet av Målbolaget ska vara en långsiktig investering som parterna ska behålla fram till en exitprocess och att båda parter ska bidra aktivt till Målbolagets utveckling.

Eftersom Sponsorn är ett private equity-bolag finns ett intresse från Sponsorn att kunna driva en exitprocess när Sponsorn bedömer att det är lämpligt. Parterna är dock överens om att Sponsorn inte ska ha rätt att initiera en exitprocess förrän tidigast två år efter fullföljande av Erbjudandet. I samband med en exit som sker i form av en försäljning till tredje part ska Sponsorn under vissa omständigheter ha rätt att kräva att Grundaren också säljer – och Grundaren ska samtidigt ha rätt att bli erbjuden att sälja – sina aktier på samma villkor som Sponsorn (s.k. *drag along* och *tag along*). Sponsorns rättigheter vid en exit ska dock vara begränsade ju tidigare Sponsorn initierar en sådan process och det finns i dag inga planer på att sälja Målbolaget innan Målbolaget har hunnit realisera den affärsplan som Grundaren och Sponsorn gemensamt kommer att arbeta utifrån.

Aktieägaravtalet ska inte innehålla någon köp- eller säljoption för vare sig Grundaren eller

Sponsorn. Varken Grundaren eller Sponsorn kommer alltså ha rätt att påkalla att den ena parten förvärvar den andra partens aktier i budgivarbolaget.

Grundaren ska inte heller ha någon rätt att sälja aktier i budgivarbolaget under en inlåsningsperiod (s.k. lock-up) som upphör tre år efter fullföljande av Erbjudandet. Mot bakgrund av att varken Grundaren eller Sponsorn har någon avsikt att göra några avvikelser från eller ändringar av det överlåtelseförbud avseende Grundarens aktier i budgivarbolaget som ska gälla under den treåriga inlåsningsperioden och parterna inte heller kan förutse några omständigheter som skulle kunna leda till att någon av parterna önskar göra detta, stadgar aktieägaravtalet att parterna inte utan Aktiemarknadsnämndens godkännande ska kunna göra några avvikelser från eller ändringar av överlåtelseförbudet. Genom denna framställning åtar sig parterna även gentemot Aktiemarknadsnämnden att undantagslöst följa denna bestämmelse i aktieägaravtalet.

Efter den treåriga inlåsningsperioden har Grundaren rätt att vid ett begränsat antal tillfällen initiera en process för att sälja aktier i budgivarbolaget till marknadsvärde vid överlåtelse tidpunkten och därvid kontakta en enligt aktieägaravtalet bestämd krets av kvalificerade investerare utanför budkonsortiet (där Sponsorn dock ska ha en sedvanlig förköpsrätt vid en eventuell större försäljning). Parterna har enats om denna krets för att säkerställa att, om en försäljning sker, aktierna hamnar hos en ägare som parterna har förtroende för och kan tänka sig att samäga ett bolag med. Varken Grundaren eller Sponsorn har informerat någon investerare i denna krets om att den ingår i kretsen och parterna har inte heller fört någon diskussion om en potentiell framtida försäljning med någon sådan investerare.

Avtalsperiod

Aktieägaravtalet kommer initialt att löpa på femton år, med möjlighet till förlängning om exit inte har skett dessförinnan.

Hemställan

Grundaren och Sponsorn hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar att det budkonsortium och de budkonsortieavtal som beskrivs i framställningen inte medför annat än att Grundaren ska betraktas som *de facto*-budgivare, att Erbjudandet därmed skulle vara förenligt med lika-behandlingsprincipen som följer av punkten II.10 i takeover-reglerna, att bestämmelserna om

för-, sido- och efteraffärer i punkterna II.13–15 i takeover-reglerna därmed inte skulle vara tillämpliga på tillskjutandet av Grundarens aktier i Målbolaget till budgivarbolaget samt att budkonsortieavtalen och Erbjudandet i övrigt skulle vara förenliga med takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

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.

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, men inte alla, aktieägare att exempelvis förvärva aktier i budgivarbolaget eller i annat bolag eller att förvärva annan tillgång.

Det förekommer sedan länge uppköpserbjudanden på den svenska marknaden i vilka en eller flera aktieägare i målbolaget deltar i erbjudandet som delägare i ett budgivarbolag. Det kan handla om att en eller flera aktieägare genom ett gemensamt ägt, för ändamålet tillskapat, budgivarbolag lämnar ett erbjudande om förvärv av aktierna i målbolaget. Det kan också handla om att några större aktieägare tillsammans med exempelvis ett private equity-bolag lämnar ett sådant erbjudande.

Huruvida ett förfarande av nu nämnt slag är förenligt med likabehandlingsprincipen får enligt kommentaren till punkten II.10 avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning av

huruvida parterna i budgivarbolaget *de facto* är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Några bestämda kriterier för hur den prövningen ska göras finns inte och låter sig inte heller uppställas. I kommentaren till punkten II.10 nämns ett antal omständigheter som kan beaktas i sammanhanget. Sådana omständigheter är enligt kommentaren 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. Uppräkningen är emellertid inte uttömmande utan nämnden kan i det enskilda fallet beakta även andra omständigheter och lägga olika vikt vid de olika omständigheterna. Nämnden har i vissa fall funnit omständigheterna vara sådana att förfarandet varit förenligt med regelverket (exempelvis AMN 2020:58), men i andra fall funnit att så inte varit fallet. Se vidare nämndens verksamhetsberättelse för år 2023.

I det nu aktuella fallet noterar nämnden inledningsvis att endast en aktieägare – Grundaren – ska ingå i budkonsortiet och att det enligt framställningen är Grundaren som tagit initiativet till att etablera konsortiet med Sponsorn. Grundaren är sedan länge Målbolagets huvudaktieägare och det framgår också av framställningen att Grundaren har särskild kunskap om bolaget.

Vad som i framställning anförs om villkoren för etableringen av konsortiet, för parternas samägande och samverkan och för parternas möjligheter att utträda ur detsamma, ger inte heller anledning att i Erbjudandet betrakta Grundaren som annat än *de facto* budgivare.

Enligt nämndens mening ska således Grundaren anses vara *de facto* budgivare och Erbjudandet därmed vara förenligt med punkten II.10 i takeover-reglerna. Bestämmelserna om för-, sido- och efteraffärer i punkterna II.13–15 i takeover-reglerna ska inte tillämpas på tillskjutandet av Grundarens aktier i Målbolaget till budgivarbolaget. Framställningen ger inte heller anledning att anse budkonsortieavtalen eller Erbjudandet i övrigt vara oförenliga med takeover-reglerna eller god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Ramsay Brufer,

Johan Danelius, Carl Johan Högbom, Arne Karlsson, Carl-Johan Pousette och
Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog