

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, juli 2008

I juli månads Expertkommentar - Affärsjuridik behandlar Robert Sevenius, specialist på företagsförvärv och bolagsstyrning, France Telecoms indikativa bud på Telia Sonera (efter diskussioner med Telia Sonera tog France Telecom sedermera tillbaka budet). France Telecoms taktik att i ett pressmeddelande lämna ett indikativt förslag om ett samgående med Telia Sonera aktualiserar en allt viktigare fråga inom uppköpsrätten (de s.k. takeover-reglerna) nämligen vad konstituerar ett bud?

- Pressmeddelandet demonstrerar ett nytt taktisk grepp för att försöka gå runt budkonsekvenserna i uppköpsrätten, som bl.a. innebär bundenhet till uppköpsreglerna, informationskrav och tidsfrister, skriver Robert Sevenius.

Jag önskar dig intressant läsning!

Nina Radojkovic
Nyhetschef Blendow Lexnova

Kontakta mig gärna med synpunkter och förslag.
nina.radojkovic@blendow.se

P.S Nästa Expertkommentar - Affärsjuridik ges ut i september. Du kan alltid logga in på www.lexnova.se för att läsa de senaste Expertkommentarerna du har tillgång till (och även söka fram äldre). Du hittar dem under Mina sidor.

Ny taktik prövar uppköpsrätten

Aktiemarknadsnämnden (AMN) har för första gången behandlat utformningen av ett s.k. förhandsmeddelande om eventuellt offentligt uppköpserbjudande på grund av France Telecoms (FT) indikativa bud på TeliaSonera (TS). Uttalandet från AMN rör ett pressmeddelande daterat den 5 juni där FT lämnar ett "indikativt förslag" om ett samgående. Pressmeddelandet aktualiserar en allt viktigare fråga inom uppköpsrätten (de s.k. takeover-reglerna): vad konstituerar ett bud?

Sedan den svenska regeringen aviserat sin vilja att sälja TS har det bara vara en tidsfråga innan de potentiella friarna på allvar börjat uppvakta bruden. Aktien har sedan länge handlats med en viss uppköpspremie, även om det fortfarande varit långt till den introduktionskurs med vilken företaget noterades. FT:s indikativa bud är kantat av informationsläckor - redan flera veckor före det ifrågavarande pressmeddelandet. FT:s indikativa bud är skickat till styrelsen och de två största ägarna. Pressmeddelandet är relativt detaljerat rörande ersättningen för TS-aktierna, en kombination av kontant ersättning och betalning i FT-aktier, vilket enligt meddelandet innebär en budpremie om 39% alternativt 25% (se AMN:s kritik nedan). I meddelandet sägs att affären är villkorad av att det blir ett vänligt förvärv och att affären till fullo möter FT:s tillväxtmål och finansiella åtaganden. Meddelandet inleds med orden "This press release is not a formal announcement in accordance with II.4 of the Takeover Rules...". FT anser tydligen att själva ordalydelsen innebär att de inte är underkastade uppköpsreglerna på den svenska aktiemarknaden - ett resonemang som hör hemma i angloamerikansk rätt men inte i svensk. Meddelandet demonstrerar ett nytt taktisk grepp för att försöka gå runt budkonsekvenserna i uppköpsrätten, som bl.a. innebär bundenhet till uppköpsreglerna, informationskrav och tidsfrister.

I svensk reglering av uppköp har vi sedan 2006 en EU-inspirerad nyordning med både en lag och marknadsplatsernas egna regelverk. Det primära syftet med reglerna är bl.a. att alla aktieägare ska behandlas lika, bl.a. genom att de ska ha tillräckligt med tid och information att fatta ett välgrundat beslut om budet. Dessutom ska inte marknaden otillbörligt påverkas så att dess normala funktionssätt snedvrids. I lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LOE) sägs att bud endast får lämnas av den som underkastar sig regler och sanktioner på marknadsplatsen. Budet ska också följas av en erbjudandehandling med full information inom fyra veckor (LOE 2:3).

I Stockholmsbörsens regler om offentliga uppköpserbjudanden (ROE) sägs att den som beslutat lägga bud omedelbart ska offentliggöra det (II.4). Det omedelbara offentliggörandet (budet) ska innehålla flera specifika uppgifter men i kommentaren till regeln sägs att budgivaren före det fullständiga meddelandet kan göra ett särskilt pressmeddelande för att klargöra sina avsikter om det finns misstanke om informationsläckage. I FT:s yttrande till AMN sägs anledningen till meddelandet vara just att de franska och svenska regelverken ställer krav på att stävja ryktesspridning genom att utjämna informationsövertag.

AMN finner inte anledning att förhandsmeddelandet ska prövas "på annat sätt än" som ett förhandsmeddelande, dvs. AMN anser att meddelandet inte konstituerar ett bud. Det framgår dock inte hur man kommit till den slutsatsen, vilka kriterier som gäller för att avgöra vad som är ett bud och vad som inte är ett bud.

I ett avgörande (FI Dnr 07-7095) rörande fallet med Borse Dubais bud på OMX använde Finansinspektionen (FI) följande kriterier för att avgöra om ett pressmeddelande (om en s.k. bookbuilding) faktiskt var ett bud: tvetydighet i skrivningar kring meddelandets karaktär, avsaknad av tidsram för budgivarens aktiviteter, avsaknad av övre gräns för aktiviteterna, att aktieägare faktiskt missuppfattat meddelandet och kontaktat budgivaren samt "de rådande omständigheterna på marknaden" (dvs. att ett bud redan lagts och motbud väntades). Särskild vikt lades vid det sista kriteriet. Borse Dubais försvar att man sökt stävja ryktesspridning lämnades därhän. Använder man FI:s Borse Dubai-kriterier på pressmeddelandet framträder stor överensstämmelse: tvetydigheten, avsaknaden av tidsram, avsaknad av gräns för erbjudandet och "rådande omständigheter" (det både spekulerades i bud på företaget och ett bud från särskilt FT väntades efter tidigare rykten). Åtminstone media har missuppfattat meddelandet som ett bud; om även aktieägarna gjort det har de ännu inte haft anledning att agera eftersom de i så fall väntar på en erbjudandehandling inom fyra veckor.

I frågan om hur man får utforma ett förhandsmeddelande finner dock AMN att meddelandet har en "mindre lämplig utformning" eftersom meddelandet arbetar med en fiktiv skattning av budpremien som är ägnad att vilseleda läsaren om värdet vilket överstiger dess börsvärde. Men den bristande utformningen ger inte AMN fog för att säga att meddelandet strider mot god sed på aktiemarknaden.

Enligt mitt förmenande har AMN slagit in på en våldig väg. I uppköpsrätten gäller normalt principen att "lagt bud ligger" och s.k. fullföljandevillkor är omgärdade av restriktioner. Om budgivaren tillåts offentlig pröva förhandlingsviljan hos målföretagets huvudägare, utan förpliktelse gentemot vare sig dessa eller minoritetsaktieägarna, skapas en helt ny miljö på "marknaden för företagskontroll". I detta fall är huvudägarna svenska och finska staten, oaktat att alla medborgare i dessa stater är indirekta ägare till företaget, finns även en av de största privata aktieägarkretsarna i Sverige och Finland, med nära en miljon småaktieägare, med som intressenter. Det allmänna förtroendet för aktiemarknaden kan därmed sägas vara i spel i denna affär. Om FT:s pressmeddelande får stå modell så kommer vi snart ha en situation med trevande pressmeddelanden som sonderar terrängen och sedan dras tillbaka utifrån budgivarens skön utan efterräkningar. Börskurserna kommer stiga och falla med spekulationer, rykten, förhandsmeddelanden, indikativa bud och mer informativa "II.4-bud". Minoritetsaktieägaren kommer vara fånge i turbulensen utan möjlighet att fatta bra beslut eftersom fullständig information saknas och buden är förknippat med överblickbara subjektiva villkor.

De svenska uppköpsreglerna är för närvarande under översyn av Näringslivets börskommitté vilka kommer med nya regler under hösten. I denna omprövning borde övervägas att i den svenska uppköpsrätten införa en "put up or shut up"-regel som i de brittiska reglerna. Regeln (take over code 2.4 (b)) innebär att tillsynsmyndigheten ställer en tidsfrist på budgivaren inom vilken denna antingen måste komma med ett fullständigt bud eller avsäga sig rätten att fullfölja budet under 6 månader.

Med en sådan regel kan inte indikativa bud stå kvar särskilt länge. Det senaste i affären är att FT förlängt sin frist för en "vänlig signal". Tydligen kommer vi ha ett indikativt bud som påverkar aktiemarknaden och företagsledningen i TS under åtminstone 25 dagar. 25 dagar då vare sig prissättningen på aktiemarknaden eller företags rörelse kan fungera som vanligt.



Robert Sevenius

Robert Sevenius Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare inom Transaction Services samt lärare vid Stockholms universitet, Företagsekonomiska Institutet m fl.

Denna artikel ingår i e-publikationen Blendow Lexnova Expertkommentarer. För mer information se www.lexnova.se eller ring Blendow Lexnovas kundtjänst 08-579 366 00.