

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, mars 2011

Tendenser i uppköpspraxis på aktiemarknaden.

I en återkommande uppföljning av publika bud på aktiemarknaden tittar vi närmare på några tendenser inom uppköpsrätten. Denna gång analyseras kort företagsbesiktning, budskyddsavtal och budplikten.

Uppköpsmarknaden kan ses som ett mått på konjunkturläget i börsbolagen, eller mer precist, tongivande företagsledares attityd till risk. Efter många månader av låg aktivitet har sedan senhösten flera affärer offentliggjorts. Affärerna visar att "fientligheten" på uppköpsmarknaden alltjämt tilltar eller, med andra ord, att parterna agerar mer professionellt utifrån finansiella utgångspunkter så att fler alternativ erbjuds aktieägarna. Sammantaget visar detta att marknaden fungerar. Uppköpsmarknaden är som bekant en viktig del av marknadsbaserad bolagsstyrning. Om börsbolag kan bli föremål för oplanerade övertaganden finns starka incitament för bolagsledningarna att försöka ingjuta förtroende för sin förvaltning hos aktiemarknaden, bl.a. genom att skapa och överföra värde till aktieägarna. Även om de senaste affärerna således generellt ger ett positivt intryck så finns det även tendenser som visar att parterna också försöker låsa in affärerna med kontrakt och rättslig kreativitet som missgynnar aktieägarna. I det följande kommer tre sådana tendenser uppmärksammas.

Bekräftande företagsbesiktningar

Ratos lade 29 november 2010 ett kontantbud på nanoanalysföretaget Biolin Scientific. Budet var rekommenderat av Biolins styrelse och huvudaktieägaren hade bundit sig till budet. Budet är alltså raka motsatsen till ett fientligt bud.

I dessa situationer är det vanligt att budgivaren tillåts genomföra en företagsbesiktning, s.k. due diligence. En företagsbesiktning är en metod för köparen att samla in och analysera information om målföretaget för att identifiera eventuella risker vid ett företagsförvärv. Besiktningen är ett viktigt verktyg som dels ger ett beslutsunderlag för köparföretagets ledning, dels fungerar som förhandlingsstöd som köparen har nytta av på sin väg mot ett fullbordat bud. Användningen av företagsbesiktning är dock särskilt känsligt vid bud på börsbolag. En företagsbesiktning innebär strikt sett att målföretaget bryter mot aktiemarknadens grundläggande förbud mot selektiv informationsgivning, dvs. att man inte får lämna ut kurspåverkande information på annat sätt än genom offentliggörande. Därför sätter uppköpsrätten gränser för besiktningen i marknadsplatsernas regler om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (ROE): 1. målföretagsstyrelsen måste ta ett formellt beslut om målföretaget ska delta i besiktningen och särskilt om den är förenlig med gällande rätt i det specifika fallet (ROE II.20), 2. budgivaren får inte fortsätta köpa aktier över börsen efter besiktningen (ROE II.2) samt 3. styrelsen måste offentliggöra besiktningens information före acceptfristens utgång (ROE II.20).

Särskilt den sista regeln om att offentliggöra besiktningens information är problematisk eftersom företagen helst inte vill publicera de detaljerade prognoser och planer, som är bland den information som är störst intresse för en köpare. De besiktningar som

menar budgivaren och dess rådgivare underförstått att inte någon kurspåverkande information inte lämnats ut till budgivaren utan besiktningen har istället gjorts enkom för att verifiera redan offentliggjord information. På det sättet hoppas budgivare och målföretag kringgå regeln att besiktningssinformation måste lämnas ut till aktiemarknaden.

Ratos bud är inte något undantag från denna nya praxis utan i pressmeddelandet sägs som exempel på företeelsen:

”Ratos har genomfört en begränsad företagsutvärdering av bekräftande karaktär i samband med förberedelserna inför Erbjudandet. Biolin Scientific har meddelat Ratos att under denna process har ingen information som ej tidigare offentliggjorts och som rimligen kan förväntas påverka priset på aktierna i Biolin Scientific lämnats till Ratos.”

Det bör ifrågasättas i vad mån en sådan eufemism kan hålla för prövning. Om den information som röjs i besiktningen inte rimligen kan förväntas vara prispåverkande måste man varför budgivaren överhuvudtaget vill ha den. Det talar emot logiken bakom besiktningen; det finns ingen anledning att inhämta information om målbolag eller verifiera den om detta inte är tänkt att påverka köparens vilja att förvärva eller köparens prissättning. Ren formalia för förvärvet kan t.ex. erhållas via Bolagsverket eller direkt av målbolagets ledning utan att denna behöver besiktigas av advokater och revisorer. Det finns inte heller något skäl till att ”bekräfta” redan offentliggjord information. Målbolagets ledning har redan ett genomgripande ansvar utifrån börsrättslig, aktiebolagsrättslig och redovisningsrättslig reglering som säkerställer att information är korrekt och att ledningen kan ställas till svars om så inte är fallet. Det vore på sin plats att Aktiemarknadsnämnden prövar denna enkla rundning av reglerna som får allt större spridning. Ett krav kan exempelvis vara att även budgivaren i sådana fall ska uttala sig om informationen från den bekräftande företagsbesiktning, något i linje med ”Köparen har vid sin bekräftande företagsbesiktning inte gjort några iakttagelser som kommit att påverka Köparens uppfattning om Målföretagets värde”. Man kan inte både äta kakan och ha den kvar.

Budskyddsavtalens framsida och baksida

Nordic Capital vann under oktober 2010 över Alfa Laval i en budstrid om avfuktningbolaget Munters. Båda budgivare försökte på olika sätt försöka knyta upp målföretagets ledning och aktieägare för att försvara för andra budgivare och att målföretaget skulle sätta motåtgärder mot budet.

Alfa Laval skrev avtal med de båda huvudaktieägarna i Munters att de skulle sälja sina aktier till budgivaren under förutsättning att inte någon annan lämnade ett bud som var mer än fem procent högre än Alfa Lavals bud samt gjorde acceptfristen kortare än motståndaren. På detta sätt försökte man låsa upp affären eftersom det blir dyrare för andra budgivare. Inte bara på grund av att man lagt ett högre bud utan även att man köper bolaget med fem procents potentiell rabatt, en värdeförlust för aktieägarna. Samtidigt försökte man pressa minoritetsaktieägarna till att acceptera snabbt trots att det fanns två bud att ta ställning till.

Nordic Capital å sin sida framtvängde ett avtal med Munters styrelse som innebar att målföretaget skulle kompensera budgivaren för kostnader i samband med förberedelserna av budet, dock maximalt 12,5 miljoner, vid en avbruten affär. Det bärande villkoret i avtalet såg ut som följer:

“2. COST COVERAGE

2.1 The Target undertakes, subject to section 2.2 below, to reimburse the Bidder for its

costs, fees and expenses in connection with the preparation or making of the Offer as from 8 September 2010 up to a maximum amount of SEK 12,500,000 (plus 50 per cent of any VAT on such amount) if:

(i) the Target Board does not announce its recommendation of the Offer immediately after the publication of the Offer Announcement; or

(ii) the Target Board withdraws or adversely modifies its recommendation of the Offer for any reason.

2.2 The Target shall not be obliged to pay any amount under section 2.1 above if the Target

Board withdraws its recommendation of the Offer and instead recommends a Superior

Takeover Proposal and no such Superior Takeover Proposal is completed within six

months of the announcement of such Superior Takeover Proposal. The Target's obligation to pay any amount under section 2.1 above is conditional on that the Swedish Securities Council (Sw. Aktiemarknadsnämnden), on submission by the Bidder, does not determine that payment by the Target of any amount under section 2.1 above is contrary to the Swedish Takeover Act (Sw. Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden), the Takeover Rules adopted by NASDAQ OMX Stockholm or good practice on the Swedish stock market."

Denna avtalade kostnadstäckning innebär också en inlåsning för målföretaget och dess aktieägare eftersom bolaget måste betala ut pengar i det fall inte aktieägarna säljer sina aktier till budgivaren. Kostnaden blev ett hinder för den andra budgivaren eftersom bolaget blir mindre värt motsvarande denna extra kostnad. Nu var inte kostnadsersättningen särskilt stor i relation till budet i detta fall men i bl.a. annat engelsk rätt har man varit tvungen att begränsa denna typ av uppbrottsersättningar så att inte överstiga en procent av budvärdet. Dessutom var avtalet en del av målbolagets rekrytering en vit riddare, dvs. en vänligt inställd alternativ budgivare, vilket ledde till ett ökat värde för aktieägarna om totalt 666 mkr. Trots att värde tillfördes aktieägarna i detta särskilda fall av budskyddsavtal så föranleder bör liknande inlåsnings av målbolaget betraktas med försiktighet.

Olika avtalsformer och villkor har i utländsk rättspraxis utvecklats rörande avtal mellan budgivaren och målföretag, alternativt mellan budgivare och huvudaktieägare, bl.a. kan följande former iaktas:

Engelsk term	Svensk term	Förklaring
No shop	Exklusivitetsvillkor	Målföretagsstyrelsen förbinder sig att inte aktivt söka efter andra budgivare.
No talk	Kommunikationsförbud	Målföretagsstyrelsen förbinder sig att inte på något sätt kommunicera med andra budgivare kring ett eventuellt bud.
Go shop	Omvänt exklusivitetsvillkor	Målföretaget förbinder sig att endast under en begränsad period söka alternativa budgivare. Villkoret är ofta ett dolt exklusivitetsvillkor.
Lock-up	Inlåsningsvillkor	Olika typer av avtalsvillkor som innebär att målföretaget binds upp till budgivaren redan

		före budet, bl.a. genom överlåtelse av egendomar eller rättigheter.
<i>Break up fee</i>	Uppbrottsersättning	Målföretaget förbinder sig att ersätta budgivaren för dennes kostnader i samband med budet om affären inte genomförs.
<i>Best effort</i>	Prestationsvillkor	Målföretaget förbinder sig att göra sitt bästa för att transaktionen ska kunna genomföras.

Budskyddsavtal och omnämnda villkor är inte reglerade i svensk rätt. Samtliga de uppräknade villkoren strider dock principiellt sett mot styrelsens grundläggande aktiebolagsrättsliga plikt att se till bolagets och aktieägarnas bästa. Den aktiebolagsrättsliga generalklausulen stadgar att vare sig bolagsstämman eller styrelsen får ta beslut som ger otillbörlig fördel till någon med nackdel för bolaget eller aktieägare (ABL 7:47 och 8:41). Likabehandling är också en av grundprinciperna för uppköpsrätten, det åligger styrelsen att agera i aktieägarnas intresse (se bl.a. ROE II.17). Ibland hävdas att budskyddsavtal är en form av försvarsåtgärd från målföretagsledningen sida som skulle kunna strida mot LOE 5:1 (förbudet mot bolagsledningens motåtgärder) men detta är enligt min mening tveksamt eftersom de beskrivna villkoren syftar till att skydda ett bud mot andra bud, inte ensidigt tagna rättshandlingar introducerade av målföretaget. Många utländska budskyddsavtal innehåller därför ett undantag för styrelsens aktiebolagsrättsliga skyldigheter, s.k. *fiduciary out clause* (vårdpliktsundantag). Villkoret innebär att oavsett övriga bestämmelser i avtalet så har styrelsen alltid rätt och skyldighet att styrelsen ta hänsyn till sina förpliktelser gentemot bolaget och aktieägarna enligt aktiebolagslagen, aktiemarknadsrätten och andra normer.

Samtliga uppräknade budskyddsavtal är principiellt sett till nackdel för minoritetsaktieägare. Avtalen är överenskommelser mellan budgivare och målbolag respektive huvudaktieägare till skydd för villkor rörande affär som ännu inte fått prövas av aktieägarna och aktiemarknaden. Avtalsparterna försöker begränsa aktieägarnas och andra parter handlingsalternativ. Rätt använda kan budskyddsavtal dock vara till fördel för aktieägarna, men fönstret för värdeskapande effekter av budskyddsavtal är mycket litet. I Munters-affären lyckades transaktionen genomföras till ett högre pris utan otillbörliga värdeförluster. Men det finns inga garantier för att detta alltid blir resultatet. Principiellt måste en budgivare vara beredd att stå riskerna med att lägga ett offentlig uppköpserbjudande fullt ut om han eller hon ska uppbära förtjänsterna av ett företagsförvärf. Därför måste budskyddsavtal regleras bättre i den svenska uppköpsrätten. Igen, man kan inte både äta kakan och ha den kvar.

Budpliktens kval

Aktieägarna i elektronikkedjan SIBA, familjen Bengtssons ägarbolag Waldir AB, flaggade i december 2010 upp sitt ägande i den konkurrerande elektronikkedjan Netonnet. Waldir är den enskilt största aktieägaren i Netonnet med då 30,2 % av aktierna och rösterna. Därmed överskrids tröskeln för budplikt som enligt LOE 3:1 är just 30%. Eftersom kontrollposten ackumulerats var de regelmässiga dispenserna som lämnas från Aktiemarknadsnämnden i budpliktsfall relativt utsiktslösa (även om man fick dispens från att lämna erbjudande till vissa jurisdiktioner, AMN 2010:46). Waldir lämnade så ett budpliktsbud i januari 2011. Budet fick ett negativt mottagande eftersom den erbjudna budpremien var negativ med 12 procent i relation till aktiekursen vid budtillfället, att jämföra med en normal budpremie som brukar ligga 20 – 30 procent högre än aktiekursen. Eftersom budpliktsbud faller under reglerna för frivilliga uppköpserbjudanden gäller att budet inte får understiga priset för s.k. förfärdare. Budet får således inte vara mindre förmånliga än villkoren i förfärdaren som skett inom sex månader från budet enligt ROE II.13. Eftersom en ackumulering av en kontrollpost bäddar för en kamp om kontrollen över bolaget ifråga vilket i sig normalt

aktiekursen. Reglernas syfte att skydda minoritetsaktieägarna från illikvida aktier och oväntade kontrollaktieägarskiften, genom att ge dem en möjlighet att avyttra sina aktier på en rimlig kursnivå, försvinner således. Reglerna ger budgivarna möjlighet att invänta rätt tillfälle för att kunna ta kontroll över ett börsbolag och tvinga minoritetsaktieägarna att vara kvar eller sälja sina aktier till underpris

Aktiemarknadsnämnden lämnar regelmässigt undantag från budplikten. Enligt en artikel av John Ohlsson i Juridisk tidskrift (2009/2010 nr 4) är det vanligaste ärendet hos AMN just ansökan om att få undantas från budplikten och majoriteten (98%) av ansökningarna bifalles. Det har gått så långt att Näringslivets börskommitté skriftligen begärt hos regeringen att en ny (absolut) budpliktsgräns om 50% måste införas för att inte alla börsföretag ska få en för aktiemarknaden olämplig aktieägarstruktur.

Genom det omfattande dispensinstitutet och systematiska underbud har budpliktsregeln på den svenska aktiemarknaden enligt mitt förmenande förlorat sin funktion. Skälet till detta är att normgivarna omtolkat syftet med regeln för att passa det högt koncentrerade ägandet på den svenska aktiemarknaden. Regeln uppfattas som en processregel rörande kontrollägarskiften, dvs. att i fall av oväntade kontrollägarskiften ge minoritetsaktieägarna en möjlighet att träda ur aktieägarkretsen, istället för att vara en materiell regel till skydd för minoritetsaktieägaren. Regeln bör enligt vissa slopas. En regel utan funktion är bara irriterande för samtliga inblandade. För egen del anser jag att regeln måste omarbetas och därvid sättas i samband med spridningskravet för börsbolag. Dessa krav är högt satta på de olika marknadsplatserna (för Stockholmsbörsen gäller att 25 procent av aktierna ska vara i allmän ägo) men visar att en kontrollaktieägare inte får åtnjuta aktiemarknadens risk- och kapitalallokerande funktioner om inte större delen av bolagets värde tillkommer aktieägarna på aktiemarknaden. Återigen, man kan inte både äta kakan och ha den kvar.



Robert Sevenius

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