

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:38

2006-11-08

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 1 november 2006 en framställning från Advokatfirman Lindahl som ombud för Cybercom Group Europe AB ("Cybercom"). Mannheimer Swartling Advokatbyrå har som ombud för JCE Group AB ("JCE") yttrat sig över framställningen.

BAKGRUND

I framställningen till nämnden anförs följande.

JCE lämnade den 2 oktober 2006 offentliga kontanterbudandena dels till aktieägarna i Semcon dels till aktieägarna i Cybercom. Acceptfristen löper från den 30 oktober till den 21 november 2006.

Budet innehåller en rad villkor vid vilket tillfälle JCE förbehåller sig rätten att återkalla Budet. Bland dessa märks det standardmässiga villkoret att JCE blir ägare till mer än 90 procent av aktierna i Cybercom. Därutöver finns ytterligare sju villkor för genomförandet. Budet till Semcons aktieägare innehåller motsvarande villkor. Som ett av villkoren i respektive bud har JCE ställt upp att övriga villkor för erbjudandet avseende det andra bolaget fullföljs, uppfylls eller att JCE eljest beslutat fullfölja erbjudandet avseende det andra bolaget ("Det Kopplade Villkoret"). Det anges vidare att Det Kopplade Villkoret för att kunna återkallas skall vara av väsentlig betydelse för JCE:s förvärv.

Enligt Takeover-reglerna, 11.4, måste uppställda villkor vara objektivt fastställbara. Dessutom får budgivaren själv inte ha ett avgörande inflytande över villkorens uppfyllelse. Slutligen skall villkoren utom i några speciellt angivna fall vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Bakgrunden till regeln är bland annat att en enskild aktieägare skall kunna förlita sig på att ett antagande av budet innebär att ett avtal om aktieöverlåtelse slutits med mindre än att det finns ett objektivt skäl av väsentlig betydelse att frångå avtalet.

Den typen av kopplade villkor, som använts i det aktuella fallet torde vara mycket ovanlig på aktiemarknaden. Det kan ifrågasättas om Det Kopplade Villkoret är objektivt fastställbart för mottagaren och hur stort inflytande JCE själva har över uppfyllelsen av detta villkor.

För att tydliggöra ett exempel som accentuerar frågeställningen ovan kan en budgivare, med den numera inte helt ovanliga och fortfarande tillåtna metoden att fullfölja ett offentligt bud genom fusion när acceptansnivån ligger mellan 67 % - 90 %, välja att bortse från sitt villkor om 90 % anslutning och istället nå 100 % aktieäggande genom en fusion av budgivaren och målbolaget. I det aktuella fallet har Skandia, en av de övriga aktieägarna i Cybercom och Semcon offentligt annonserat dels att man avser att säga nej till budet och dels att man numera äger mer än 10 % av de utestående aktierna i båda bolagen. Om Skandia vidhåller sin position innebär detta att en enskild aktieägare redan nu kan anta att om denne antar budet kan JCE i

eget val välja att endera fullfölja eller frånträda budet. Det Kopplade Villkoret innebär därvidlag att osäkerheten och JCE:s diskretion i exemplet förstärks.

Cybercoms styrelse väljer att i detta skede inte kommentera frågan om vilka industriella fördelar en sammanslagning av de båda bolagen kan ge och i vilken mån de är objektivt fastställbara. Det förtjänar dock att påpekas att den typen av industriella synergier som anges som skäl för de båda buden och Det Kopplade Villkoret är en nödvändig förutsättning för att fullföljande av budet på aktierna i Semcon skall ha väsentlig betydelse för Budet och vice versa. I detta sammanhang skall det tilläggas att eventuella industriella samordningseffekter med största sannolikhet kan uppnås även utan att JCE uppnår 100 % ägande i båda bolagen.

Mot bakgrund av ovanstående redogörelse önskar Cybercoms styrelse, inför sitt ställningstagande till Budet veta om Aktiemarknadsnämnden anser att Det Kopplade Villkoret sett i sitt sammanhang och tillsammans med övriga villkor är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

JCE anför i sitt yttrande över framställningen i huvudsak följande.

Enligt JCE:s uppfattning är samtliga villkor för båda erbjudandena objektivt verifierbara. Utöver de invändningar som framförts avseende Villkoret, har detta inte heller ifrågasatts. Eftersom samtliga övriga villkor avseende både Cybercom och Semcon är objektivt verifierbara, måste också ett villkor som endast hänvisar till att samtliga villkor avseende erbjudandet till Cybercom skall vara uppfyllda, eller att JCE eljest avser fullfölja erbjudandet avseende Cybercom, anses vara ett objektivt verifierbart villkor. Med andra ord, eftersom Villkoret endast hänvisar till sju andra objektivt verifierbara villkor måste även Villkoret anses som objektivt verifierbart.

JCE vill påpeka att det enligt Takeover-reglerna måste ske en väsentlighetsprövning då ett villkor har ställts upp, vilket inte faller under det första eller andra undantaget enligt punkten 11.5 andra stycket Takeover-reglerna. Mot bakgrund av ovanstående har JCE svårt att se på vilka grunder själva väsentlighetsprövningen skulle ge upphov till att villkoret inte längre kan anses som objektivt verifierbart. Väsentlighetsprövningen, såsom den framgår i Takeover-reglerna, innebär ju endast ett skydd för de accepterande aktieägarna mot att en budgivare inte skall kunna återkalla ett erbjudande om ett villkor inte är uppfyllt utan att budgivaren har gjort en noggrann avvägning om villkorets betydelse i den specifika situationen och huruvida han bör frånfalla villkoret och fullfölja erbjudandet trots att det inte har uppfyllts.

Det har anförts att utformningen av Villkoret innebär att JCE i vissa situationer har ett avgörande inflytande över Villkorets uppfyllande. Enligt JCE:s uppfattning har JCE inte något avgörande inflytande över något av de övriga villkoren för de båda erbjudandena. Utöver de invändningar som framförts avseende Villkoret, har detta inte heller ifrågasatts. Eftersom JCE inte har något avgörande inflytande över något av övriga villkor avseende både Cybercom och Semcon, kan inte ett villkor som endast hänvisar till att samtliga villkor avseende erbjudandet till Cybercom skall vara uppfyllda, eller att JCE eljest avser fullfölja erbjudandet avseende Cybercom, innebära att JCE därmed får ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Med andra ord, då Villkoret enbart är kopplat till villkor som JCE inte kan anses ha ett avgörande inflytande över, kan JCE omöjligt få ett avgörande inflytande över Villkoret.

Takeover-reglerna, som ju har sin bakgrund i ett bud där budgivaren på tveksamma grunder återkallade sitt erbjudande, syftar till att skydda aktieägarna i ett målbolag som accepterat ett erbjudande genom att begränsa budgivarens möjlighet att godtyckligt återkalla ett lämnat

erbjudande. Däremot inskränker Takeover-reglerna inte möjligheten för en budgivare att förbehålla sig rätten att frånfalla ett visst uppsatt villkor och fullfölja ett erbjudande. JCE har i Erbjudandet förbehållit sig rätten att frånfalla samtliga uppställda villkor och fullfölja Erbjudandet, vilket bl.a. även innebär att de förbehållit sig rätten att fullfölja Erbjudandet vid en lägre acceptansnivå än angivna 90 % eller för det fall det brister i uppfyllandet av ett enskilt villkor som kan anses ha väsentlig betydelse för JCE. Budgivarens möjlighet att välja att frånfalla ett eller flera villkor och fullfölja ett erbjudande är inte vad som enligt Takeover-reglerna avses med att budgivaren har ett "avgörande inflytande över villkorets uppfyllande".

Att JCE i detta fall kan uppfylla Villkoret genom att besluta att fullfölja erbjudandet avseende Cybercom, och därmed välja att fullfölja erbjudandet avseende Semcon, kan följaktligen inte innebära att Villkoret är oförenligt med Takeover-reglerna. En budgivare har ju alltid en diskretionär rätt att frånfalla ett villkor och fullfölja ett erbjudande, däremot kan återkallelsen av ett erbjudande endast ske i specifika situationer dvs. med stöd av sådana villkor som angivits vid erbjudandet och som är utformade i enlighet med Takeover-reglerna.

JCE vill framhålla att samma möjlighet finns för JCE att frånträda Erbjudandet med stöd av de övriga sex villkor som JCE ställt upp för det fall att de kan anses ha väsentlig betydelse för JCE:s förvärv av Semcon, även om anslutningen i Erbjudandet överstiger 90%. JCE kan därmed inte anses ha större inflytande över Villkoret än över något av de övriga villkor som angivits.

Enligt JCE:s uppfattning är frågan huruvida Villkorets utformning är förenlig med Takeover-reglerna och den eventuella väsentlighetsbedömning som måste göras för det fall att JCE vill åberopa bristande uppfyllelse av Villkoret för att återkalla Erbjudandet två skilda saker.

Väsentlighetsbedömningen skall, för det fall Villkoret åberopas av JCE, göras med samma hänsynstagande som för samtliga övriga villkor angivna av JCE. Huruvida en eventuell bristande uppfyllelse av Villkoret är av väsentlig betydelse eller ej är en prövning som alltid måste göras mot bakgrund av de omständigheter som råder vid tidpunkten för åberopandet av ett villkor. Det torde således vara ogörligt att på förhand bedöma denna fråga. Enligt JCE:s mening måste således Aktiemarknadsnämndens bedömning av huruvida väsentlighetskriteriet skall anses uppfyllt eller ej anstå till dess att den givna situationen eventuellt uppkommer.

Med förbehåll för JCE:s ståndpunkt i denna del kan i denna situation anges följande avseende väsentligheten för JCE att kunna villkora erbjudandena av varandra. Enligt JCE:s bedömning är Semcon och Cybercom två bolag som kompletterar varandra väl. Semcon och Cybercom är verksamma inom samma bransch och har av JCE identifierats som två bolag där JCE som ägare kan tillskapa en koncern med lägre risknivå vid branschspecifika konjunktursvängningar. Motivet till de kopplade villkoren är således JCE:s vision att med de två bolagen som bas tillskapa en större och konkurrenskraftigare koncern inom it-konsultsektorn. Det är alltså med bakgrund av de motiv som närmare redogörs för i erbjudandehandlingarna, som JCE har valt att lämna dessa fristående men av varandra kopplade erbjudandena till aktieägarna i respektive bolag.

JCE anser det vara av stor vikt att en budgivare har möjlighet att lämna denna typ av erbjudanden på den svenska aktiemarknaden. För det fall det skulle anses att Villkoret strider mot god sed på aktiemarknaden kommer det att medföra att sådan konsolidering som eftersträvats i detta fall kommer att försväras. För att den svenska aktiemarknaden skall fungera smidigt måste det finnas en möjlighet för en budgivare att identifiera flera bolag inom

samma bransch för offentliga uppköpserbudanden med syfte att konsolidera dessa.

JCE anser dessutom att gemensamma och till varandra kopplade bud ökar transparensen på den svenska aktiemarknaden. Det alternativ som JCE annars haft att tillgå vore att först lämna bud på endera av Cybercom eller Semcon och därefter det andra bolaget. Detta skulle avsevärt ha fördröjt uppköpsprocessen och försvårat konsolideringen. Det skulle dessutom ha motverkat ambitionen avseende transparens på aktiemarknaden eftersom konsolideringsplanerna avseende de två bolagen inte hade kunnat uttryckas vid det första budet.

JCE vill även framhålla att en sådan process med bud i två steg skulle avsevärt öka risken för att läckor om JCE:s planer avseende det senare budet skulle uppkomma och för att planerna därmed skulle omintetgöras. Enligt JCE:s mening utgör separata men till varandra kopplade offentliga bud en enklare och tydligare kommunikation till aktiemarknaden vilket borde befrämjas för att motverka de risker som finns med otillbörlig påverkan på handel med aktier när en budgivare måste avvakta utgången i ett offentliggjort bud innan de kan offentliggöra sina avsikter avseende beträffande ett ytterligare målbolag.

Ett på samma sätt formulerat kopplat villkor förekom vid BNS Industrier AB:s offentliga erbjudande till aktieägarna i Karlshamns AB, noterat på O-listan vid Stockholmsbörsen och det danska bolaget Aarhus United A/S, noterat vid Köpenhamnsbörsen. Avsikten att lägga fram de offentliga och till varandra kopplade erbjudandena tillkännagavs den 26 maj 2005 och prospekt offentliggjordes den 12 juli 2005. BNS Industrier AB meddelade att de fullföljde erbjudandena avseende respektive bolag den 22 september 2005.

Även i det fallet var syftet med kopplade villkor möjligheten att skapa en koncern med två bolag inom samma bransch varvid budgivaren ansåg det fanns industriella fördelar med att konsolidera de båda bolagen. I detta fall var budstrukturen en funktion av affärsmässiga överväganden mellan de berörda parterna och sammanslagningen mellan de båda bolagen hade inte varit möjlig om inte budgivaren hade kunnat begagna sig av den aktuella budstrukturen.

Ett liknande villkor har även förekommit vid Nocoms erbjudande i december 2004 till aktieägarna i TurnIT AB och IAR Systems AB. Även här var syftet att konsolidera två kompletterande bolag inom samma bransch.

JCE anser sammantaget att Villkoret måste anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden och därmed även med Takeover-reglerna. Vidare anser JCE att frågan huruvida ett eventuellt återkallande av Erbjudandet med stöd av Villkoret skulle strida mot god sed på aktiemarknaden inte kan prövas genom föreliggande ansökan utan enbart om budgivaren vid senare tillfälle återkallar Erbjudandet med hänvisning till brister i uppfyllelsen av Villkoret som har väsentlig betydelse för JCE:s förvärv.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier. Lagen är tillämplig på sådana uppköpserbudanden som beskrivs i framställningen till nämnden.

Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbudande lämnas endast av den som gentemot den börs eller auktoriserade marknadsplats där bolagets aktier är noterade har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen eller

marknadsplatsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär, såvitt avser ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen att Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden ("Takeoverreglerna") skall följas.

Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten 1.2 i Takeover-reglerna ge besked om hur reglerna skall tolkas och tillämpas.

Aktierna i Semcon och Cybercom är noterade på Nordiska listan, Stockholmsbörsen. JCE har den 26 september 2006 åtagit sig att följa Takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens uttalanden rörande tolkning och tillämpning av Takeover-reglerna.

Av punkten 11.5 andra stycket i Takeoverreglerna följer att kan en budgivare återkalla sitt erbjudande om budgivaren uppställt annat villkor för erbjudandets fullföljande och det står klart att detta villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas och detta är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.

Av kommentaren till punkten framgår bland annat följande. Budgivaren måste noga överväga om det inträffade motiverar att erbjudandet återkallas. Endast om den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget får erbjudandet återkallas. Vad som är av väsentlig betydelse får avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Av syftet med bestämmelsen följer att budgivaren alltid aktivt skall sträva efter att genomföra erbjudandet. Ett sådant aktivt handlande från budgivarens sida är särskilt viktigt om ett återkallande av erbjudandet skulle vara till nackdel för målbolagets aktieägare.

Det anförda leder till slutsatsen att det inte utan vidare är godtagbart att en budgivare samtidigt offentliggör erbjudanden till aktieägarna i två målbolag och uppställer villkor som innebär att buden blir beroende av varandra. Ett sådant förfarande får emellertid anses vara acceptabelt, om sammankopplingen grundas på väsentliga kommersiella eller industriella skäl. Sådana sammankopplade erbjudanden har också på den svenska aktiemarknaden förekommit vid några tillfällen.

I förevarande fall framgår av handlingarna att JCE anser väsentliga kommersiella skäl talar för den valda konstruktionen. Det är JCEs uttalade avsikt att med de två bolagen som bas tillskapa en större och konkurrenskraftigare koncern inom IT-konsultsektorn. Anledning saknas till annat antagande än att den angivna målsättningen grundas på en övertygelse från budgivarens sida om att tillskapandet av en sådan koncern skulle erbjuda väsentliga fördelar. Någon svårighet att bedöma om villkoren är uppfyllda kan inte anses föreligga. Aktiemarknadsnämnden anser sig kunna förutsätta att JCE aktivt kommer att sträva efter att genomföra erbjudandet

Sammantaget är det Aktiemarknadsnämndens mening att de aktuella villkoren är förenliga med Takeoverreglerna och även i övrigt med god sed på aktiemarknaden

Detta ärende har med stöd av 21 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden behandlats av ordföranden efter samråd med andra ledamöter i Aktiemarknadsnämnden.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman