

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:53

2006-11-30

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 21 november 2006 en framställning från Advokatfirman Hammarskiöld & Co på uppdrag av styrelsen i Scania AB. Framställningen kompletterades med ytterligare frågor den 22 november. MAN AG har yttrat sig över framställningen. Viss ytterligare skriftväxling har förekommit.

BAKGRUND

I Scanias framställning till nämnden anføres i huvudsak följande.

Den 18 september 2006 offentliggjorde MAN AG (öMANö) ett offentligt erbjudande till aktieägarna i Scania (öErbjudandetö). Det erbjudna vederlaget bestod av en blandning av kontanter och nya stamaktier i MAN (öGrundalternativetö). För den kontanta delen av Grundalternativet gällde att aktieägare som lämnat in fler än 20 000 Scaniaaktier skulle få hela kontantdelen av vederlaget utbetalt i Euro medan aktieägare i Scania som lämnat in högst 20 000 Scaniaaktier skulle få kontantdelen av vederlaget utbetalt i svenska kronor. Utöver Grundalternativet erbjöds aktieägare med 100 eller färre aktier i Scania rätt att istället välja att erhålla kontant betalning i kronor (öGaranterade Kontantalternativet i kronorö).

I samband med offentliggörandet av Erbjudandet förklarade Scanias styrelse genom pressmeddelande den 18 september 2006 att styrelsen enhälligt beslutat att inte stödja Erbjudandet. Även Scanias huvudaktieägare, Investor AB och Volkswagen AG, meddelade genom separata pressmeddelanden att de inte stödde Erbjudandet.

Under kvällen den 11 oktober 2006 kontaktade MANs investmentbanker flertalet av Scanias institutionella ägare och meddelade att MAN önskade förvärva aktier i Scania motsvarande minst 5 procent av rösterna i Scania genom transaktioner vid sidan av aktiemarknaden till ett förvärvspris om 51.29 Euro eller 475 kronor. Detta bekräftades även i pressmeddelande av MAN den 12 oktober 2006.

Enligt uppgift i media skall åtminstone vissa av dessa affärer ha genomförts med betalning i svenska kronor. Se bl.a. artikel i Dagens Industri den 18 november 2006, där företrädare för Alecta uppges ha bekräftat att Alecta erbjudits betalning i svenska kronor.

I samband med att det under kvällen den 11 oktober 2006 kom till Scanias kännedom att MAN köpte aktier i Scania vid sidan av börsern, upprepade Scanias styrelse genom pressmeddelande den 11 oktober 2006 åter att styrelsen avvisade MAN:s fientliga bud.

Genom ytterligare ett pressmeddelande den 12 oktober 2006 offentliggjorde MAN att MAN förvärvat 14.27 procent av rösterna i Scania. Eftersom MAN genom förvärven förvärvat mer

än 10 procent av samtliga aktier i Scania mot kontant ersättning samt att förvärven gjorts till ett högre pris än vad som erbjöds i Erbjudandet justerade MAN även Erbjudandet. Det justerade Erbjudandet innebar att:

- (i) Grundalternativet ändrades så att för varje Scania A- och B-aktie erbjuder MAN istället 41.12 Euro (cirka 381 SEK) och 0.151 nya MAN-aktier;
- (ii) Till följd av att MAN har förvärvat en kapitalandel i Scania överstigande 10 procent kontant, införde MAN ett alternativ med ett rent kontanterbud om 51.29 Euro för varje Scania A- eller B-aktie (öKontantalternativet);
- (iii) Det Garanterade Kontantalternativet i kronor till aktieägare som innehar 100 eller färre Scania-aktier ändrades till 475 kronor för varje Scania A- eller B-aktie.

Enligt pressmeddelandet kvarstod övriga villkor i MAN:s erbjudande i enlighet med vad som kommunicerats den 18 september 2006.

Med anledning av MAN modifierat Erbjudandet offentliggjorde Scanias styrelse den 12 oktober 2006 ett uttalande varigenom Scanias styrelse även avvisade MAN:s modifierade bud. Även Investor AB offentliggjorde ett uttalande varigenom det modifierade Erbjudandet avvisades eftersom budet enligt Investor inte återspeglade värdet på Scania och de möjliga synergivinsterna i ett samgående.

Scanias största aktieägare, Volkswagen AG, offentliggjorde den 15 oktober 2006 ett uttalande. Av uttalandet framgick bl.a. att Volkswagen endast kommer att erbjuda sina aktier till MAN om MAN därutöver erhållit accept av erbjudandet i en utsträckning som medför att MAN efter att ha erhållit Volkswagens aktier skulle äga mer än 90 procent av samtliga aktier och röster i Scania.

Den 16 november 2006 offentliggjorde MAN erbjudandehandlingen avseende Erbjudandet. I erbjudandehandlingen har MAN inte tagit med något uttalande från Scanias styrelse. Istället anges under rubriken öScanias medverkan i samband med Erbjudandetö på sidan 7:

öScania AB har avböjt att samarbeta vid upprättandet av Erbjudandehandlingen och har varken tillhandahållit ett uttalande av Scania AB:s styrelse eller ett oberoende värderingsutlåtande att intas i Erbjudandehandlingen. MAN AG har inte kännedom om när ett sådant uttalande kan förväntas.ö

Inte heller i övrigt framgår någonstans i erbjudandehandlingen att Scanias styrelse genom flertalet pressmeddelanden klargjort att Scanias styrelse avvisat Erbjudandet.

Vidare har MAN valt att ta med Volkswagen AG:s uttalande rörande Erbjudandet den 15 oktober 2006. Emellertid har inte någon uppgift om att Scanias näst största aktieägare Investor AB, vilken tillsammans med Wallenbergstiftelserna kontrollerar mer än 30 procent av rösterna i Scania, avvisat Erbjudandet tagits med i erbjudandehandlingen.

Mot ovanstående bakgrund utvecklar Scanias styrelse sin syn på de tre frågor som är föremål för Aktiemarknadsnämndens bedömning.

Fråga 1:

MAN har i Erbjudandet enbart erbjudit aktieägarna ett kontantalternativ uttryckt i Euro, vilket inte motsvarar motvärdet i svenska kronor av vederlaget i den sidoaffär som enligt punkt II.11 i Takeover-reglerna medfört höjning av budet och ett krav på vederlagsalternativ som innebär kontant betalning;

En grundläggande princip i Takeover-reglerna är att aktieägarna i målbolaget skall behandlas lika. Principen kommer bl.a. till uttryck i punkten II.8, som föreskriver att budgivaren skall erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare, kan dock vederlag i annan form, men med samma värde erbjudas dem.

Denna grundläggande princip kommer även till uttryck i bestämmelserna som gäller vilken påverkan eventuella sidoaffärer har på ett redan lämnat offentligt erbjudande i punkten II.11 i Takeover-reglerna. Av bestämmelsen följer bl.a (i) en skyldighet för budgivaren att anpassa villkoren i erbjudandet för det fall villkoren i en genomförd sidoaffär är förmånligare än villkoren i erbjudandet, (ii) en skyldighet för budgivaren att erbjuda samtliga aktieägare ett alternativ som innebär att samtliga aktieägare har rätt att få kontant betalning om budgivaren förvärvat mer än 10 procent av aktierna i målbolaget kontant.

Som beskrivits ovan har MAN valt att inte erbjuda annat än betalning i Euro i Kontantalternativet. Enligt Scantias beräkningar medför det att Kontanterbidandet i nuläget endast uppgår till ca 464 kronor (växlingskurs SEK/EURO 9,0490, enligt WM/Reuters kl 16.00 GMT, 16 november 2006.) Jämför med det högsta pris som erlades i sidoaffärerna den 11 oktober, dvs. 475 kronor, innebär det således en avvikelse med 11 kronor per aktie.

Enligt Scantias mening kan därmed inte MAN anses ha uppfyllt kravet enligt punkt II.11 i Takeover-reglerna på att villkoren i Erbjudandet skall vara minst lika bra för aktieägarna som de som gällde i sidoaffären.

Som angivits ovan har MAN enligt tidningsuppgifter i sidoaffärerna erbjudit vederlag i form av 475 svenska kronor. Även om det skulle visa sig att sidoaffärerna formellt sett ändå skett i Euro och att växling därefter omedelbart genomförts så att leverans skett i kronor påverkar det enligt Scantias mening inte bedömningen.

Mot bakgrund bl.a. av att Scantias aktier endast är noterade på Stockholmsbörsen där handel i aktier sker i svenska kronor samt att svensk rätt skall tillämpas på MAN:s erbjudande, är Scania av uppfattningen att samtliga jämförelser mellan sidoaffärens kontantvederlag och kontantvederlaget i Erbjudandet måste ske utifrån motvärdet uttryckt i svenska kronor vid tidpunkten för respektive transaktion.

Genom MAN:s utformning av Kontantalternativet med enbart likvid i Euro kommer Scantias aktieägare att bära hela valutakursexponeringen, vilket enligt Scantias mening inte kan anses acceptabelt.

För aktieägare i ett svenskt aktiebolag som Scania är det enligt Scantias uppfattning naturligt att eventuellt alternativ med kontant betalning som huvudregel bör utgå i svenska kronor. Även om det inte finns några uttryckliga regler som begränsar vilken form av vederlag som kan erbjudas i ett offentligt erbjudande och det därmed förvisso är möjligt att erbjuda betalning i Euro måste ett sådant alternativ utformas så att det i jämförelse med en sidoaffär är minst lika förmånligt som villkoren i sidoaffären. Som ovan påpekats måste jämförelsen enligt Scantias mening baseras på värdet av i sidoaffären erbjudet vederlag uttryckt i svenska kronor. Med hänsyn till det principiella intresset av att aktieägarna behandlas lika och av att vederlagen således har samma värde måste således förfarandet i det fallet ordnas så att aktieägarna som erhåller utbetalning i Euro, på den dag budgivaren ställer beloppet till den betal-

ningsförmedlande bankens förfogande för utbetalning, får lika stort vederlag i Euro som vederlaget i sidoaffären uttryckt i svenska kronor den dag då sidoaffären ägde rum.

Med anledning av att frågan inte är uttryckligt reglerad i Takeover-reglerna har Scantias brittiska advokater varit i kontakt med brittiska Takeover Panel. Scania hänför sig till en till framställningen fogad skrivelse från den engelska advokatfirman Davis Polk & Wardwell. Slutsatsen från denna kontakt är att det på den brittiska marknaden i motsvarande situation skulle vara nödvändigt att i erbjudandet betala ett pris som minst motsvarar värdet av vederlaget i sidotransaktionen uttryckt i brittiska pund utifrån förhållandena vid tidpunkten för sidoaffären.

Fråga 2:

MAN har i Erbjudandet inte återgivit Scantias uttalande rörande Erbjudandet trots att Scantias styrelse genom pressmeddelanden i god tid före erbjudandehandlingens offentliggörande meddelat att styrelsen avvisar Erbjudandet;

Enligt punkt II.14 i Takeover-reglerna skall styrelsen för målbolaget inom skäligen tid före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen för denna uppfattning.

Enligt Bilagan till Takeover-reglerna, huvudrubrik 4, skall uttalandet i sin helhet återges i erbjudandehandlingen om målbolagets styrelse har uttalat sig om erbjudandet i sådan tid att uttalandet kan återges i erbjudandehandlingen.

Styrelsens uttalande är av stor betydelse för aktieägares bedömning av ett framlagt erbjudande. I kommentaren till punkt II.14 i Takeover-reglerna anges i linje därmed:

öDen uppfattning som styrelsen i målbolaget har om erbjudandet är många gånger av stort intresse för aktieägarna när de skall ta ställning i saken. Styrelsen har i regel sådan insikt i förhållandena, att det är av värde att den syn som styrelsen har på erbjudandet kommer aktieägarna till del.ö

När som i det aktuella fallet målbolagets styrelse har avvisat budet är det enligt Scantias uppfattning av än större vikt än i andra fall att aktieägarna i målbolaget får del av uttalandet i erbjudandehandlingen.

Som pekats på i bakgrundsbeskrivningen har Scantias styrelse i tre separata pressmeddelanden uttryckt att man avvisar Erbjudandet. Det senaste pressmeddelandet, vilket avsåg MAN:s modifierade Erbjudande, offentliggjordes den 12 oktober 2006, dvs. mer än en månad före offentliggörandet av erbjudandehandlingen. Trots det har MAN inte återgivit uttalandet i erbjudandehandlingen.

Även om Scantias styrelse valt att invänta erbjudandehandlingen innan man offentliggör sitt fullständiga motiverade uttalande rörande Erbjudandet anser Scania att MAN genom att inte återge Scantias styrelsens uttalande i pressmeddelandet från den 12 oktober 2006 har brutit mot Takeover-reglerna. MAN har haft tillgång till Scantias uttalande och det är otvetydigt att pressmeddelandet från den 12 oktober 2006 är ett uttalande från styrelsen i Scania angående Erbjudandet. MAN har i media sökt framställa Erbjudandet som icke-fientligt, vilket kan vara skälet till att MAN inte tagit med Scantias styrelsens avvisande av Erbjudandet. Scantias styrelse ser allvarligt på att en budgivare på detta sätt avsiktligt underlåter att ta med för aktieägarna väsentlig information i erbjudandehandlingen och ser ingen annan förklaring till detta än att MAN därigenom velat undvika att aktieägarna skall

påverkas av Scantias styrelses uttalande kring Erbjudandet vid ställningstagandet till budet.

Det faktum att MAN enligt Bilagan till Takeover-reglerna, huvudrubrik 4, är skyldig att tillse att Scantias fullständiga uttalande sänds till Scantias aktieägare kan enligt Scantias mening ej anses som tillräcklig ursäkt för att utelämna av styrelsen redan gjorda uttalanden rörande Erbjudandet.

Scania vill även påpeka att det i andra liknande fall, t.e.x. Opicas nyligen genomförda offentliga erbjudande till aktieägarna i Capio där Capios styrelse först gick ut med ett kortare uttalande rörande erbjudandet som därefter följdes upp med ett fullständigt uttalande efter det att erbjudandehandlingen lagts fram, har budgivaren tagit med målbolagets pressmeddelande i samband med att budet lades i erbjudandehandlingen. Mot bakgrund av vikten av att aktieägarna i målbolaget inte undanhålls information om att målbolagets styrelse avvisat ett fientligt erbjudande får detta tillvägagångssätt enligt Scantias mening anses vara det enda som är acceptabelt i motsvarande fientliga erbjudandesituationer.

Det faktum att Scantias styrelse meddelat MAN att Scania valt att inte medverka vid upprättandet av erbjudandehandlingen påverkar inte MAN:s skyldighet att återge Scantias styrelses uttalande.

Fråga 3:

MAN har i Erbjudandet enbart återgivit Volkswagens inställning till Erbjudandet (sidan 6 i MAN:s erbjudandehandling), trots att Scantias näst störste aktieägare Investor AB genom pressmeddelanden i god tid före erbjudandehandlingens offentliggörande meddelat att denne inte accepterar Erbjudandet.

Enligt Takeover-reglerna föreligger förvisso ingen uttalad skyldighet för budgivaren att återge uttalanden från målbolagets aktieägare som har avvisat erbjudandet. Dock följer av 2 a Kap. 2 § i Lag om Handel med Finansiella instrument (1991:980) att erbjudandehandlingen skall innehålla den information som behövs för att aktieägarna i målbolaget skall kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. Grundläggande är att informationen som sådan måste vara rättvisande.

Innebörden av Volkswagens uttalande är att Volkswagen endast kommer att erbjuda sina aktier till MAN om MAN därutöver erhållit accept av Erbjudandet i en utsträckning som medför att MAN efter att ha erhållit Volkswagens aktier skulle äga mer än 90 procent av samtliga aktier och röster i Scania. Mot bakgrund av att Investor AB tillsammans med Wallenbergsstiftelserna kontrollerar 30,6 procent av rösterna och 16,8 procent av kapitalet i Scania får således Volkswagens uttalande ses som ett avvisande av Erbjudandet, vilket dock är villkorat av att Investor AB och Wallenbergsstiftelserna inte accepterar Erbjudandet.

Mot bakgrund av att MAN valt att ta med Volkswagens villkorade avvisande av Erbjudandet har MAN enligt Scantias mening därför haft en skyldighet att även återge Investor AB:s avvisande av Erbjudandet eftersom aktieägarna annars riskerar att feltolka situationen.

Fråga 4:

Med anledning av att Scania har förstått att det finns ett icke offentliggjort nämnduttalande som berör MAN:s bud och utformningen därav samt i viss mån någon av de frågor som Sca-

nias inlaga till nämnden berör vill Scania påpeka följande:

Enligt Bilagan till Takeoverreglerna, huvudrubrik 1, har MAN en skyldighet att redovisa Aktiemarknadsnämndens slutsatser i erbjudandehandlingen om det icke-offentliga uttalandet har haft betydelse för erbjudandets avgivande eller utformning. Om det icke-offentliga uttalandet berör någon av de frågor som vår inlaga gäller måste uttalandet anses vara av sådan art att det har haft betydelse för erbjudandets avgivande eller utformning. Således har det ålegat MAN att ta med slutsatserna av uttalandet i erbjudandehandlingen. Genom att inte ta med slutsatserna av avgörandet i erbjudandehandlingen synes MAN ha brutit mot Takeover-reglerna.

Mot ovanstående bakgrund hemställer Scania om att Aktiemarknadsnämnden tar ställning till om huruvida MAN brutit mot Takeoverreglerna i denna del.

I sammanhanget vill Scania även peka på vikten av att aktiemarknaden och målbolaget får tillgång till uttalanden som har haft betydelse för erbjudandets avgivande eller utformning. Utan denna information riskerar aktieägare och målbolaget att basera sitt handlande och ställningstagande till budet utifrån felaktiga förutsättningar, vilket inte är acceptabelt och kan leda till att aktieägare eller målbolaget lider förluster genom att de t.ex. ådrar sig onödiga kostnader.

Med tanke på den allmänna skyldighet som åligger såväl parter i budprocesser och deras rådgivare att agera på ett sätt som upprätthåller förtroendet för aktiemarknaden anser Scania därutöver att MAN och dess rådgivare är skyldiga att medge att uttalandet omedelbart kan offentliggöras.

MAN har i sitt yttrande till Aktiemarknadsnämnden anfört följande.

Fråga 1:

Utgångspunkten är att Erbjudandet (med undantag för det Garanterade Kontantalternativet i kronor) är lämnat i Euro och inte i kronor. Vederlaget i Grundalternativet består av dels aktier i MAN som är noterade i Euro, dels kontanter i Euro medan vederlaget i Kontantalternativet enbart består av Euro. Att Erbjudandet är lämnat i Euro innebär att ett motvärde i SEK under den tid budet är öppet varierar uppåt och nedåt till följd av förändringar i valutakurserna (dessutom varierar motvärdet givetvis till följd av förändringar i kursen för MAN-aktien). (Det Garanterade Kontantalternativet i kronor innebär att aktieägare med upp till 100 aktier äger rätt att, istället för att erhålla betalning i Euro, välja kontant betalning i svenska kronor om 475 kronor per aktie. Även dessa mindre aktieägare erhåller således betalning i Euro, om de inte uttryckligen väljer det Garanterade Kontantalternativet i kronor. Sådan särbehandling av de mindre aktieägarna har Aktiemarknadsnämnden också accepterat i Uttalande 2006:27.)

För ordningens skull önskar MAN klargöra att det givetvis är tillåtet att lämna ett offentligt erbjudande i annan valuta än kronor, exempelvis i Euro, och Aktiemarknadsnämnden har inte heller haft några invändningar mot det aktuella Erbjudandet i Euro i Uttalande 2006:27.

De sidoaffärer som genomfördes efter Stockholmsbörsens stängning den 11 oktober 2006 och före dess öppning den 12 oktober 2006 genomfördes alla med en köpeskilling om 51,29 Euro per aktie. Köpeskillingen om 51,29 Euro betalades ut i svenska kronor efter en växelkurs om

9,261 kronor/Euro, vilket var växelkursen enligt WM/Reuters Exchange Rate valutakursfixering kl 16.00 GMT onsdagen den 11 oktober, vilket MAN också angav i sin framställan till Aktiemarknadsnämnden den 20 oktober 2006 och som resulterade i Uttalande 2006:35.

I uttalande 2006:35 anger Aktiemarknadsnämnden att i begreppet marknadsförhållanden i kommentaren till punkten II.11 i Takeoverreglerna måste enligt nämndens mening även ingå en allmänt vedertagen princip för fastställande av valutakurs i de fall då vederlag uttrycks i andra valutor än svenska kronor. Vidare förklarade nämnden att den inte hade något att erinra mot MANs modell för jämförelse av värdet av vederlaget i Erbjudandet med värdet av vederlaget i en sidoaffär, innebärande att om förvärv sker till ett pris uttryckt i Euro, skall värdet vara detta Eurobelopp och om förvärvet sker i kronor, skall värdet motsvara kronbeloppet av det nämnda Eurobeloppet som framräknas med tillämpning av den växelkurs som fastställs i WM/Reuters Exchange Rate valutakursfixering kl 16.00 GMT dagen innan sidoaffären genomförs.

Sammanfattningsvis följer av det ovan anförda att de aktuella sidoaffärerna inte föranleder någon skyldighet för MAN att lämna något annat kontant vederlagsalternativ än det lämnade om 51,29 Euro.

Av det av Scania åberopade brevet från Davis Polk & Wardwell den 21 november 2006 framgår att den nu aktuella frågan inte regleras i City Code och att den inte heller varit föremål för behandling av UK Takeover Panel. Brevet relaterar en muntlig fråga till en person i UK Takeover Panel och innehåller ett vagt och hypotetiskt svar. MAN kan emellertid inte läsa brevet på annat sätt än att det ger stöd för att den av Aktiemarknadsnämnden i Uttalande 2006:35 godkända värderingsmodellen skulle vara förenlig med City Code.

Fråga 2:

Scania har under tiden den 18 september 2006 till och med den 17 november 2006 kommenterat Erbjudandet i ett flertal olika pressmeddelanden. MANs finansiella rådgivare Handelsbanken har såväl muntligt som skriftligt varit i kontakt med Scania för att utröna om Scanias styrelse skulle vara beredd att medverka vid upprättandet av erbjudandehandlingen och om Scanias styrelses uttalande om Erbjudandet skulle kunna infogas i erbjudandehandlingen eller om det skulle lämnas separat. Scania svarade att Scania inte skulle medverka i prospektarbetet. Härutöver har Handelsbanken frågat Scania om Scanias styrelses tidigare uttalanden om Erbjudandet skulle uppfattas som styrelsens formella uttalande om Erbjudandet eller om det skulle komma senare. Svaret härpå var att Scanias styrelses formella uttalande skulle komma först efter det att styrelsen tagit del av erbjudandehandlingen. Mot bakgrund av dessa omständigheter redovisade MAN Scanias senaste uttalande rörande Erbjudandet genom återgivandet av Scanias senaste delårsrapport offentliggjord den 16 oktober 2006 i det prospekt som utgör del av erbjudandehandlingen. På sidan 145 i prospektet framgår följande uttalande från styrelsen i Scania.

öOn 18 September, MAN AG presented a public offer for Scania, which was unanimously rejected by the Board of Directors. On 4 October Volkswagen announced its acquisition of 15 percent of the shares in MAN. Because of this, a conflict of interest has occurred, which means that the representatives of Volkswagen on Scania's board do not participate in any decisions regarding MAN. On 12 October MAN modified the terms of the offer to SEK 475. Scania's Board of Directors subsequently rejected MAN's modified offer as it substantially underestimates

the value of Scania.ö

Scanias styrelse har den 24 november gjort två uttalanden om Erbjudandet. MAN kommer givetvis tillse att det formella uttalandet enligt punkt II.14 i Takeoverreglerna sänds till Scanias aktieägare enligt punkt 4 i bilagan till Takeoverreglerna. MAN konstaterar att dagens formella uttalande är av helt annan karaktär och omfattning än Scanias tidigare pressmeddelanden.

Scania har refererat Takeoverreglernas skrivning om varför målbolagets styrelses formella uttalande är av betydelse för aktieägarna. MAN kan inte annat än hålla med om att ett målbolags formella och på basis av bland annat erbjudandeprospektets innehåll, noggrant analyserade uttalande, kan vara av stor vikt för målbolagets aktieägare. Vad som dessförinnan yttrats från ett målbolag bör en budgivare hantera med varsamhet. Det kan vara svårt att skilja uttalanden vars avsedda innebörd kan ha varit att få till stånd ett högre bud, från sådana som absolut skall uppfattas som direkt avvisande av budet. En budgivare bör därför inte utan tydliga instruktioner eller godkännande från ett målbolag citera från pressreleaser i en erbjudandehandling.

Fråga 3:

I detaljanvisningarna till punkten 1 i bilagan till Takeoverreglerna anges att i förekommande fall uppgift skall lämnas om bindande eller villkorade utfästelser, avsiktsförklaringar eller andra positiva uttalanden från målbolagets aktieägare beträffande accept av erbjudandet. MAN bedömde att uppgift därför skulle lämnas om Volkswagens styrelsebeslut.

Det föreligger ingen skyldighet för MAN att i erbjudandehandlingen redovisa den inställning till erbjudandet som Investor redovisat i pressmeddelande av den 12 oktober 2006. Härutöver är innebörden av pressmeddelandet oklart. I rubriken anges att Investor AB avvisar MANs reviderade bud på Scania samtidigt som själva texten i pressmeddelandet kan uppfattas som en inbjudan till MAN att justera budet. Det ger därför sammantaget intryck av att Investor intar en avvaktande inställning till budet. Detta förstärks ytterligare av Investors flaggningsmeddelande av den 7 november 2006.

Fråga 4:

MAN har inte underlåtit att i erbjudandehandlingen redovisa uttalanden inhämtade från Aktiemarknadsnämnden av betydelse för Erbjudandets avgivande eller utformning. MAN har uppfattat Scanias i denna del tämligen svepande påståenden som åsyftande det icke offentliggjorda Uttalandet 2006:35. Detta uttalande har inte på något sätt påverkat Erbjudandets avgivande eller utformning. Erbjudandets nuvarande utformning offentliggjordes den 12 oktober 2006. MANs ansökan till Aktiemarknadsnämnden vilket resulterade i Uttalande 2006:35 ingavs till Aktiemarknadsnämnden den 20 oktober 2006 och kan följaktligen omöjligt ha påverkat den ändring av Erbjudandet som offentliggjordes den 12 oktober 2006.

Scania har i ett genmäle till MANs yttrande anfört huvudsakligen följande.

Fråga 1:

MAN har i sitt yttrande hänvisat till ett tidigare icke offentliggjort uttalande från Aktiemark-

nadsnämnden (AMN 2006:35) och dragit slutsatsen av uttalandet att MAN:s sidoaffärer inte föranleder någon skyldighet för MAN att lämna något annat kontantvederlagsalternativ än 51,29 Euro.

Scania har inte haft tillgång till det uttalandet förrän den 26 november 2006. Enligt Scanias uppfattning kan man av uttalandet inte dra de slutsatser som MAN gjort. Uttalandet 2006:35 handlar inte om huruvida det är acceptabelt att utforma det kontantalternativ som krävs enligt II.11 på det sätt som MAN gjort.

MAN har enligt Scanias uppfattning gjort sidoaffärer till ett pris om 475 kronor. Enligt vad Scania nu erfarit har priset som överenskommits med säljarna faktiskt varit 475 kronor, varefter av taktiska skäl ett Euro-belopp räknats fram. Denna uppfattning stöds av följande omständigheter:

Enligt Stockholmsbörsens förteckning över avslut (öOrderbook Tradesö) gjorda den 12 oktober 2006 kan bl.a. följande tre exempel hämtas:

Aktie	Valuta	Pris	Tid / Datum	Antal	Köpare
Scania AB, Serie A	SEK	475	08.43.25 / 061012	4.588.347	Handelsbanken
Scania AB, Serie A	SEK	475	08.44.31 / 061012	520.248	Handelsbanken
Scania AB, Serie B	SEK	475	08.43.42 / 061012	4.157.883	Handelsbanken

Såvitt Scania kan avgöra är dessa avslut en del av de förvärv som gjorts av Handelsbanken för MAN:s räkning. I sammanhanget skall även poängteras att det i börsens system givetvis är möjligt att registrera transaktionerna i Euro. Förvärven synes därför ha gjorts i svenska kronor och inte i Euro.

Uppgifter om avtalsmallar och hur avsluten gjordes har cirkulerat på marknaden, vilka ger vid handen att de svenska institutionerna insisterade på att göra affären i svenska kronor och få betalt i svenska kronor. Mot den bakgrunden utformade därför MAN särskilda avtal där, enligt uppgift, köpeskillingsbestämmelsen såg ut på följande sätt:

öSection 1.2 - The purchase price shall be Euro 51,29 corresponding to SEK 475 (the Basic Purchase Price), to be settled by payment of SEK 475 per share í ö

Definitionen av Basic Purchase Price hänvisar således till SEK 475. I realiteten innebär avtalet således att MAN både gjort förvärvet i svenska kronor och betalat i svenska kronor.

Ojämnheten i Euro-beloppet (51.29) indikerar också att priset faktiskt fastställdes till 475 kronor och därefter omvandlades till Euro, vilket stöder Scanias uppfattning att sidoaffärerna i själva verket gjorts i svenska kronor.

Även av Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:35 som MAN hänvisat till synes gälla att öom förvärvet sker i kronor skall värdet motsvara kronbeloppet í ö

Mot ovanstående bakgrund är MAN enligt Scanias uppfattning enligt punkt II.11 i Takeoverreglerna skyldigt att erbjuda 475 kronor, eller ett vid utbetalningstillfället motsvarande värde i Euro. Även om nämnden skulle anse att förvärven skett i Euro anser Scania i andra hand att MAN ändå inte uppfyllt kravet i II.11, dvs. att vederlaget i erbjudandet skall anpassas till villkoren i sidoaffären. Skälet till detta är att säljarna i sidoaffärerna, oavsett om affären formellt skulle kunna anses ha gjorts upp i Euro, faktiskt erhöll 475 kronor per aktie utbetalt till sig.

I Erbjudandet har aktieägarna som inte kan välja det Garanterade Kontantalternativet i kronor ingen möjlighet att erhålla utbetalning av Kontantalternativet i kronor. För det andra är dessa aktieägare inte heller garanterade att erhålla ett värde motsvarande minst 475 kronor, vilket ju faktiskt var innebörden av sidoaffärerna. För ägare av aktier i Scania är det naturligtvis en fördel att erhålla ett bestämt belopp utbetalt i kronor jämfört med att själv bära kursrisk och kostnaderna för växling. Som Handelsbanken själv uttryckt det i uttalandet 2006:27 innebär en möjlighet att erhålla utbetalning av fast belopp i svenska kronor öen särbehandling [í] på ett positivt sätt eftersom de kan välja att erhålla hela vederlaget i svenska kronor, därigenom undgående en valutakursexponeringö.

Med anledning av vad MAN i yttrandet anför rörande det brev från Davis Polk & Wardwell som Scania inhämtat avseende förhållande på den brittiska marknaden vill Scania understryka att Scania inte delar uppfattningen att brevet kan läsas så att det ger stöd för MAN:s argumentering. Tvärtom är slutsatsen från diskussionen med företrädaren för Takeover Panel att MAN skulle vara skyldig att erbjuda lägst 475 kronor eller motsvarande belopp uttryckt i Euro baserat på den vid varje tid gällande växlingskursen.

Fråga 2:

Även om det är riktigt att Scania meddelat att Scania valt att inte medverka vid upprättandet av erbjudandehandlingen så kan detta inte på något sätt anses som att MAN därmed skulle vara fria att inte ta med av styrelsen offentliggjorda uttalanden rörande styrelsens syn på Erbjudandet.

Det faktum att MAN i prospektdelen varit tvungen att ta med Scanias kvartalsrapport och att det i denna funnits ett uttalande rörande Erbjudandet kan enligt Scanias uppfattning inte uppväga att MAN i själva huvuddelen av erbjudandehandlingen inte bara underlåtitt att ta med styrelsens uttalande utan även genom skrivningarna på sidan 7 givit intryck av att styrelsen inte uttryckt någon mening om Erbjudandet.

Mot bakgrund av tydligheten i styrelsens pressmeddelande från den 12 oktober 2006 kan det enligt Scanias mening inte ha förelegat några tvivel om att styrelsen i Scania avvisade Erbjudandet. Mot den bakgrunden delar Scania inte uppfattningen att det skulle ha krävts några instruktioner från Scanias sida för att MAN skulle ta med uttalandet i erbjudandehandlingen.

I erbjudandehandlingen lämnas således inget tydligt besked om att Scanias styrelse avvisat budet. Detta ger ett vilseledande intryck av att budet är icke-fientligt som ytterligare förstärks av att Investors avvisande av budet inte heller är medtaget i erbjudandehandlingen.

Fråga 3:

Scania är av uppfattningen att mot bakgrund av att MAN valt att ta med Volkswagens villkorade avvisande av Erbjudandet har MAN haft en skyldighet att även återge Investor AB:s avvisande av Erbjudandet eftersom aktieägarna annars riskerar att feltolka situationen.

Scania bestrider att innebörden av Investor AB:s pressmeddelande skulle vara oklart och i vilket fall så anser Scania att det inte påverkar MAN:s skyldighet att ta med uttalandet för att ge aktieägarna en rättvisande bild av situationen.

Det kan konstateras att Volkswagens avvisande är villkorat och kan innebära ett godkännande av budet om Investor skulle acceptera budet. Om inte Investors avvisande tas med får en läsare intrycket att frågan om Volkswagens accept av budet är öppen. Eftersom följden av att Investor avvisat budet är att inte heller Volkswagen enligt uttalandet kommer att sälja sina aktier är det missvisande att utelämna Investors inställning.

Fråga 4:

Även om det rent kronologiskt är riktigt att uttalandet från Aktiemarknadsnämnden avlämnades den 21 oktober 2006 och justeringen av Erbudandet gjordes den 12 oktober 2006 påverkar det enligt Scantias mening inte skyldigheten att i erbjudandehandlingen, vilken offentliggjordes så sent som den 16 november 2006, redovisa slutsatserna från uttalandet.

Som anges i inledningen till Takeoverreglerna skall dessa tolkas mot bakgrund av sitt syfte. Syftet med bestämmelsen rörande skyldigheten att i erbjudandehandlingen redovisa inhämtade uttalanden från Aktiemarknadsnämnden får anses vara att Aktiemarknaden skall bli informerad om viss fråga avseende erbjudandet har blivit prövad av Aktiemarknadsnämnden samt att i sådant fall få del av slutsatserna av uttalandet. Detta syfte gör sig gällande även där uttalandet som i detta fall inhämtats för att klargöra viss fråga rörande Erbudandets utformning i efterhand. Scania vidhåller därför att MAN mot bakgrund av syftena bakom regeln haft en skyldighet att inkludera uppgift om uttalandet i erbjudandehandlingen.

Scania fick inte tillgång till uttalandet förrän den 26 november 2006. Såvitt vi förstår beror svårigheten att få tillgång till uttalandet på att MAN av oklara skäl inte lämnat medgivande till att uttalandet kunde översändas till Scania och dess ombud. Scania fruktar att denna fördröjning tyvärr kan ha bottnat i vissa taktiska överväganden från MAN:s sida. Även om så inte skulle vara fallet är en situation där ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden används i en budsituation och avseende en fråga inför nämnden utan att den andre parten omedelbart får tillgång till uttalandet naturligtvis inte acceptabel. Ett sådant agerande strider mot den allmänna skyldighet som enligt Takeoverreglerna såväl parterna i budprocessen som deras rådgivare har att iakttaga, nämligen att uppträda på ett sätt som upprätthåller förtroendet för aktiemarknaden.

MAN har anfört följande.

Vad gäller frågan rörande valuta i Kontantalternativet är det riktigt att köpeskillingsbestämmelserna i sidoaffärerna den 11/12 oktober 2006 i princip såg ut så som de citerats av Scania. Härav framgår således att köpeskillingen bestämts i Euro (öThe purchase price shall be Euro 51,29ö). Dock är inte Scantias påstående, att det i börsens system är möjligt att registrera transaktionerna i Euro, riktigt. Tvärtom kan enligt uppgift från börsen avslutskurser endast rapporteras i kronor. Ovanstående är emellertid inte avgörande för att det står i överensstämmelse med Takeoverreglerna att Kontantalternativet uppgår till 51,29 Euro.

Utgångspunkten vid bedömningen av frågan är punkt II.11 i Takeoverreglerna, som i fjärde stycket anger att om en budgivare under vissa förutsättningar mot kontant ersättning förvärvar aktier som representerar mer än tio procent av samtliga aktier i målbolaget, öí skall erbjudandet innehålla ett vederlagsalternativ som innebär att aktieägarna har rätt att få kontant betalningö. ó MAN önskar i detta sammanhang klargöra att det inte var sidoaffärerna den 11/12 oktober 2006 som ensam föranledde ett kontant vederlagsalternativ (sidoaffärerna representerade nämligen inte mer än tio procent av samtliga aktier i Scania). Den ytterligare affär som

föranledde det kontanta vederlagsalternativet var det tidigare förvärvet av Scaniaaktier från Renault (som avsåg 2,85 av samtliga aktier i Scania och som redogjorts för i MANs pressmeddelande den 18 september 2006 varigenom Erbjudandet offentliggjordes). Köpeskillingen i den affären betalades ut i Euro.

Genom Kontantalternativet innehåller Erbjudandet ó i enlighet med punkt II.11 ó ett vederlagsalternativ som innebär att aktieägarna i Scania har rätt att få kontant betalning. Denna kontanta betalning erbjuds i samma valuta i vilken Erbjudandet lämnats, nämligen Euro, och uppgår till 51,29 Euro.

Sammanfattningsvis har likviden i Erbjudandet och i sidoaffärerna värderats efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för sidoaffärerna den 11/12 oktober 2006. Således skall inte förändringar i valutakursen därefter förändra vilket vederlag MAN måste lämna i Erbjudandet.

Av intresse är också vad Nyström, Ohlsson och Skog anför i skriften Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, sid 34-35, nämligen: öMot denna bakgrund kan aktieägare som avyttrat aktier i en sidoaffär i vissa fall komma att få bättre betalt än de som accepterat erbjudandet. Detta anses dock vara en acceptabel avvikelse från likabehandlingsprincipen. Det är helt enkelt inte möjligt att i efterhand kontrollera budets värde och tillämpa detta retroaktivt på sidoaffärer. En retroaktiv prisjämförelse skulle i praktiken omöjliggöra kontantaffärer under budtiden i de fall vederlaget i budet består av exempelvis aktier.ö

Parentetiskt noterar MAN att Scania synes göra gällande att II.11, inte bara kräver ett kontant vederlagsalternativ, utan också kräver att det kontanta vederlagsalternativet skall erbjudas i en särskild valuta som är en annan än valutan i själva erbjudandet. Det står helt klart att II.11 inte har detta innehåll och inte heller kan tolkas att innebära detta. Scantias synsätt skulle bland annat innebära att om en budgivare i sidoaffärer skulle förvärva aktier exempelvis för svenska kronor, brittiska pund, euro och amerikanska dollar, så skulle samtliga dessa valutor, vilka en budgivare kanske inte ens har omedelbar tillgång till, också behöva erbjudas i erbjudandet. Detta är givetvis orimligt och det är istället i budvalutan som det kontanta vederlagsalternativet skall lämnas.

ÖVERVÄGANDEN

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

Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande 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 öStockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudandenö (öTakeoverreglernaö) skall följas. Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i Takeoverreglerna ge besked om hur reglerna skall tolkas och tillämpas.

Scanias *första fråga* tar sikte på att MAN enbart erbjudit aktieägarna ett kontantalternativ uttryckt i Euro, vilket enligt Scania inte motsvarar motvärdet i svenska kronor av vederlaget i den sidoaffär som enligt punkt II.11 i Takeover-reglerna medfört höjning av budet och ett krav på vederlagsalternativ som innebär kontant betalning.

Av punkten II.11 i Takeoverreglerna följer att om budgivaren sedan ett erbjudande offentliggjorts förvärvar aktier i målbolaget (sidoaffär) och villkoren i sidoaffären är förmånligare för överlåtaren än villkoren i erbjudandet, skall villkoren i erbjudandet anpassas därtill.

Av kommentaren till punkten framgår att en jämförelse måste göras mellan villkoren i erbjudandet och villkoren för förvärv som sker under erbjudandet (sidoaffärer). Likviden i erbjudandet och likviden i sidoaffären skall normalt värderas efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för sidoaffären. Det innebär bl.a. att, om vederlaget i erbjudandet helt eller delvis består av aktier, eller om aktier utgör en av flera alternativa vederlagsformer, och aktierna stigit i värde, så kan sidoaffärer göras till den nya kursen, utan att kompensation behöver lämnas till dem som accepterat erbjudandet.

Enligt punkt II.11 gäller vidare att, om sidoaffärer har gjorts mot kontant betalning och tillsammans med eventuella förfärdigheter omfattat mer än tio procent av samtliga aktier i målbolaget, erbjudandet skall innehålla ett vederlagsalternativ som innebär att aktieägarna har rätt att få kontant betalning.

Enligt MAN genomfördes alla sidoaffärer efter Stockholmsbörsens stängning den 11 oktober 2006 och före dess öppning den 12 oktober 2006 med en köpeskilling om 51,29 Euro per aktie. Scania har ifrågasatt om inte affärsuppgörelserna skett i svenska kronor till en kurs om 475 kr per aktie.

MAN tillfrågade efter de aktuella sidoaffärerna Aktiemarknadsnämnden om hur vederlaget skulle beräknas vid sidoaffärer samt presenterade en modell för beräkningen. I sitt uttalande med anledning av denna fråga, AMN 2006:35, anförde nämnden som sin mening att det i begreppet marknadsförhållandena i kommentaren till punkten II.11 i Takeoverreglerna måste ingå en allmänt vedertagen princip för fastställande av valutakurs i de fall då vederlag uttrycks i andra valutor än svenska kronor. Nämnden hade inget att erinra mot den modell som presenterades i framställningen för jämförelser av värdet av vederlaget i erbjudandet med värdet av vederlaget i en sidoaffär men noterade att det kan finnas även andra sätt att tillgodose reglerna.

Om de aktuella sidoaffärerna gjorts i Euro har MAN följt den modell som presenterats i den tidigare framställningen. I så fall finns det för nämnden ó som saknar möjlighet att utreda hur affärsuppgörelserna verkligen genomfördes ó inte anledning att rikta någon kritik mot MAN på denna punkt.

I sin *andra fråga* anmärker Scania på att MAN inte återgivit Scantias inställning till Erbjudandet.

I sitt uttalande AMN 2005:46 (Old Mutual ó Skandia) konstaterade nämnden att målbolagsstyrelsens uttalande angående ett offentligt erbjudande måste anses tillhöra den grundläggande informationen och att det inte från synpunkten av god sed på aktiemarknaden kan vara godtagbart att information om detta uttalande utelämnas i ett prospekt.

Scania hade inte vid tidpunkten för MANs erbjudandehandling avgett något sådant uttalande angående Erbjudandet som avses i takeover-reglerna. Däremot förelåg pressmeddelanden från Scantias styrelse. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening borde den information om Scantias styrelsens inställning som kom till uttryck särskilt i pressmeddelandet den 12 oktober 2006

avseende MAN:s modifierade Erbjudande lämpligen ha lämnats även i den svenskspråkiga delen av erbjudandehandlingen resp. informationsbroschyren. Den korta upplysning på engelska språket som MAN hänvisat till var inte tillräcklig. Detta gäller även om man beaktar att styrelsens ställningstagande får förutsättas ha varit känt av i vart fall en stor del av de svenska aktieägarna.

I sin *tredje fråga* tar Scania upp det förhållandet att MAN i prospektet återgivit Volkswagens inställning till Erbjudandet men inte Investors, trots att även Investor är en av huvudägarna i Scania. På denna punkt förhåller det sig enligt nämndens mening på samma sätt som när det gäller den nyss behandlade andra frågan. Det skulle således otvivelaktigt ha varit både lämpligt och naturligt om även Investors inställning hade kommit till uttryck i prospektet, även om något uttryckligt krav på detta inte finns i takeoverreglerna.

Scanias *fjärde fråga* avser det förhållandet att MAN inte tagit in slutsatserna från nämndens uttalande AMN 2006:35 i erbjudandehandlingen. Trots att nämnden i det berörda uttalandet inte riktade några invändningar mot MAN:s modell förelåg det enligt punkt 1 i takeoverreglernas prospektbilaga en skyldighet att redovisa slutsatserna i detta uttalande, eftersom det hade betydelse för Erbjudandets utformning. Nämnden konstaterar således att MAN inte följt den nämnda föreskriften.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Bo Svensson (vice ordförande), Lars Bertmar, Jan-Mikael Bexhed och Lennart Ribohn.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman