

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2024:51

2024-06-10

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17). Uttalandet offentliggjordes 2024-06-12.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 5 juni 2024 en framställning från Gernandt & Danielsson Advokatbyrå som ombud för Karnov Group AB. Framställningen rör tolkning av och eventuellt dispens från lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA).

[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.]

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anför följande.

Erbjudandet

Den 3 maj 2024 offentliggjorde Greenoaks Capital Partners LLC ("Greenoaks") och Long Path Partners, LP ("Long Path" och tillsammans med Greenoaks "Budkonsortiet"), genom Forsetti III AB ("BidCo"), ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i Karnov Group att överlåta samtliga sina stamaktier i Karnov Group till BidCo för 84 kronor kontant per aktie ("Erbjudandet"). Samma dag offentliggjorde Karnov Group uttalandet enligt punkten II.19 i Nasdaq Stockholms takeover-regler, enligt vilket de oberoende styrelseledamöterna i Karnov Group enhälligt rekommenderade aktieägare att acceptera Erbjudandet. Den 6 maj 2024 offentliggjorde BidCo erbjudandehandlingen avseende Erbjudandet och fastställde den initiala acceptfristen till att börja den 7 maj 2024 och sluta den 4 juni 2024.

Den 5 juni 2024 offentliggjorde BidCo en förlängning av acceptfristen till och med den 14 juni 2024 med hänvisning till att BidCo bedömer att processen för konkurrensgodkännande från den spanska konkurrensmyndigheten kommer att behöva ytterligare tid. I samband med detta offentliggjorde BidCo även att aktieägare som innehar sammanlagt 25,7 procent av samtliga utestående aktier i Karnov Group hade accepterat Erbjudandet under den initiala acceptfristen. Förutom förlängningen av acceptfristen är villkoren för Erbjudandet oförändrade, vilket innebär att BidCo har förbehållit sig rätten att förlänga acceptfristen ytterligare.

Tilläggsförvärvet

Bakgrund

I februari 2024 approcherades Karnov Group av en konkurrent i Danmark rörande ett potentiellt förvärv av vissa tillgångar och kundrelationer i Danmark från konkurrenten genom ett inkråmsförvärv ("Tilläggsförvärvet"). I april 2024 ingick Karnov Group en avsiktsförklaring med konkurrenten avseende Tilläggsförvärvet. Enligt avsiktsförklaringen har Karnov Group rätt att fram till och med den 30 juni 2024 exklusivt genomföra en *due diligence*-granskning och förhandla transaktionsavtal rörande Tilläggsförvärvet.

Processen avseende Tilläggsförvärvet började innan Budkonsortiet approcherade Karnov Groups styrelse med ett indikativt icke-bindande budbrev avseende Erbjudandet. Avsiktsförklaringen avseende Tilläggsförvärvet ingicks visserligen efter mottagandet av budbrevet men Tilläggsförvärvet har inte något samband med Erbjudandet. Karnov Group skulle ha övervägt att genomföra Tilläggsförvärvet även om Erbjudandet inte hade offentliggjorts.

Due diligence-granskningen avseende Tilläggsförvärvet närmar sig nu slutfasen och Karnov Group överväger att gå vidare med att genomföra Tilläggsförvärvet. Om så sker beräknar Karnov Group att avtalsingående och simultant tillträde beträffande Tilläggsförvärvet kommer att ske i mitten av juni 2024.

Tilläggsförvärvet ligger inom ramen för Karnov Groups huvudsakliga verksamhet

Tilläggsförvärvet avser juridiska informationstillgångar, vilka liknar och kompletterar Karnov Groups befintliga tillgångar och verksamhet. Tilläggsförvärvet avser tillgångar i Danmark, varifrån omkring 21 procent av Karnov Groups nettoomsättning för räkenskapsåret 2023 genererades. Tilläggsförvärvet skulle alltså inte innebära någon förändrad verksamhetsinriktning eller geografisk närvaro för Karnov Group.

Tilläggsförvärvet är av samma karaktär som flera av de andra förvärv som Karnov Group har genomfört de senaste åren och är i linje med Karnov Groups förvärvsstrategi som i årsredovisningen för räkenskapsåret 2023 är formulerad som att ”Karnov har utarbetat en strukturerad process för att identifiera, utvärdera och integrera strategiska förvärv som skapar marknadsnärvaro på nya geografiska marknader och/eller kundsegment samt stärker Karnovs erbjudande till befintliga kunder”. Förvärvsstrategin återspeglas även i Karnov Groups finansiella mål, som anger att målet för organisk nettoomsättningstillväxt får kompletteras med selektiva förvärv och att nettoskuldssättningsmålet tillfälligt får överskridas exempelvis till följd av förvärv.

Tilläggsförvärvet är av begränsad storlek

Karnov Group har noterat att brittiska *Takeover Code (Rule 21.1)* anger tumregler för när ett förvärv anses vara av sådan storlek att det inte under en budprocess kan genomföras utan bolagsstämmogodkännande. Om det övervägda förvärvet når upp till 10 procent eller mer av något av tre olika ”relativa värden”, krävs normalt att förvärvet hänskjuts till bolagsstämman för godkännande innan det genomförs. Om förvärvet å andra sidan understiger 10 procent av dessa relativa värden antas dess genomförande inte kräva bolagsstämmogodkännande (såvida inte förvärvet är av *particular significance*).

Karnov Group har även noterat AMN 2018:28, enligt vilket Aktiemarknadsnämnden ansåg att

förvärvets storlek inte var ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande när köpeskillingen förväntades uppgå till 6 procent av förvärvarens marknadsvärde, värdet av de förvärvade tillgångarna jämfört med förvärvarens tillgångar skulle uppgå till 0,76 procent och rörelseresultatet för den förvärvade verksamheten jämfört med förvärvarens rörelseresultat skulle uppgå till 3,4 procent.

I detta fall skulle köpeskillingen för Tilläggsförvärvet motsvara 5,2 procent av det nuvarande marknadsvärdet för samtliga stamaktier i Karnov Group (baserat på stängningskursen på Nasdaq Stockholm per dagen för denna framställan) och 6,8 procent av marknadsvärdet för samtliga stamaktier i Karnov Group omedelbart före offentliggörandet av Erbjudandet. Rörelseresultatet för de förvärvade tillgångarna jämfört med Karnov Groups rörelseresultat för räkenskapsåret 2023 (justerat för rapporterade jämförelsestörande poster) skulle uppgå till 5,3 procent och värdet på de förvärvade tillgångarna jämfört med Karnov Groups tillgångar per den 31 december 2023 skulle uppgå till 6,9 procent. Karnov Group skulle finansiera Tilläggsförvärvet med skuld, som skulle upptas under Karnov Groups befintliga finansieringsavtal. Genom den ökade skuldsättningen skulle Karnov Groups nettoskuldsättningsgrad överstiga Karnov Groups nettoskuldsättningsmål. Som angivits ovan är det finansiella målet emellertid formulerat på ett sådant sätt att nivån får tillfälligt överskridas, exempelvis till följd av förvärv.

Tilläggsförvärvet leder inte till att Budkonsortiet ställs inför krav på myndighetstillstånd eller liknande

Karnov Group har noterat att fullföljande av Erbjudandet är villkorat bland annat av ”att, såvitt avser Erbjudandet och genomförandet av förvärvet av Karnov, samtliga erforderliga godkännanden, tillstånd, beslut och andra åtgärder från myndigheter eller liknande, inklusive godkännanden från konkurrensmyndigheter, erhålles, i varje enskilt fall på för BidCo acceptabla villkor”. Karnov Group har även noterat att Budkonsortiet anger i budpressmeddelandet och erbjudandehandlingen avseende Erbjudandet att ”Enligt BidCos bedömning kommer Erbjudandet att kräva sedvanliga konkurrensgodkännanden i Spanien”. Karnov Group bedömer att Tilläggsförvärvet inte skulle medföra att Budkonsortiet ställs inför krav på några ytterligare myndighetstillstånd eller liknande för att kunna genomföra Erbjudandet.

Karnov Group kan inte inhämta Budkonsortiets samtycke till Tilläggsförvärvet

Karnov Group bedömer att det i dagsläget är så sannolikt att Karnov Group kommer att genomföra Tilläggsförvärvet att information om Tilläggsförvärvet utgör insiderinformation, trots att Karnov Group bedömer att Tilläggsförvärvet inte kommer att ha någon väsentlig påverkan på Karnov Groups finansiella ställning eller resultat. Eftersom informationen utgör insiderinformation föreligger det särskilda legala restriktioner för Karnov Group att delge utomstående, däribland Budkonsortiet, information om att Tilläggsförvärvet är nära förestående. Karnov Group kan därför inte inhämta Budkonsortiets samtycke till att Karnov Group genomför Tilläggsförvärvet.

Budkonsortiet bör dock vara medvetet om att Karnov Group är i en process om att genomföra förvärv eftersom Budkonsortiet, inom ramen för den due diligence-granskning av Karnov Group som Budkonsortiet tilläts göra i samband med förberedelserna av Erbjudandet, erhöll en sammanställning med övergripande information om potentiella förvärvsobjekt. Denna sammanställning innehöll information om att Karnov Group förde diskussioner om att genomföra Tilläggsförvärvet, på anonymiserad basis men med uppgift och verksamhetstyp och indikativ köpeskilling, och att Karnov Group eventuellt skulle kunna genomföra Tilläggsförvärvet under det andra kvartalet 2024. Under due diligence-processen var Karnov Group emellertid så tidigt i processen, kopplad till Tilläggsförvärvet, att information om Tilläggsförvärvet enligt Karnov Groups bedömning inte utgjorde insiderinformation vid den tidpunkten. Även om Budkonsortiet inte skulle ha uppmärksammat informationen om Tilläggsförvärvet som delgavs Budkonsortiet inom ramen för due diligence-granskningen noterar Karnov Group att Budkonsortiet angav i budpressmeddelandet avseende Erbjudandet att *”BidCos planer för den framtida strategin i Karnov är i enlighet med Bolagets offentliggjorda planer [...]”*. Detta citat finns även i Budkonsortiets erbjudandehandling avseende Erbjudandet, som dessutom kort beskriver Karnov Groups förvärvsstrategi (såsom återgiven ovan i denna framställning). Budkonsortiet är alltså även medvetet om Karnov Groups förvärvsstrategi och avsikten är såvitt Karnov Group förstår att den strategin ska bestå efter att Budkonsortiet har fullföljt Erbjudandet (om så sker).

Övriga överväganden

Karnov Group har noterat att fullföljande av Erbjudandet är villkorat bland annat av *”att inga*

omständigheter har inträffat som väsentligt negativt påverkar, eller kan förväntas väsentligt negativt påverka, Karnovs finansiella ställning eller verksamhet, inklusive Karnovs försäljning, resultat, likviditet, soliditet, eget kapital eller tillgångar” och ”att Karnov inte vidtar några åtgärder som är ägnade att försämra förutsättningarna för Erbjudandets lämnande eller genomförande.” Karnov Group är av uppfattningen att Tilläggsförvärvet inte utgör en sådan omständighet eller åtgärd som omfattas av dessa fullföljandevillkor och att Tilläggsförvärvet, som är av begränsad storlek samt i linje med Karnov Groups verksamhet och strategi, inte heller bör vara av väsentlig betydelse för Budkonsortiets genomförande av Erbjudandet. Karnov Group har även uppmärksammat att acceptgraden under den initiala acceptfristen endast uppgick till 25,7 procent av samtliga utstående aktier i Karnov Group samt att flera aktieägare i Karnov Group har uttalat i media att de anser att vederlaget i Erbjudandet är för lågt eller att de inte avser att acceptera Erbjudandet. Tilläggsförvärvet utgör emellertid inte en omständighet som förändrar styrelsens uttalande om Erbjudandet som Karnov Group offentliggjorde den 3 maj 2024.

Grund för eventuell dispens

Karnov Group har rätt att fram till och med den 30 juni 2024 exklusivt förhandla Tilläggsförvärvet. Efter diskussion med säljaren bedömer Karnov Group att avtalsingående och simultant tillträde beträffande Tilläggsförvärvet kan ske tidigast i mitten av juni 2024. Eftersom kallelsefristen till en extra bolagsstämma är minst tre veckor kommer det, efter ingående av avtal om Tilläggsförvärvet, alltså inte att finnas tid att sammankalla en bolagsstämma i Karnov Group som kan äga rum innan den 30 juni 2024. Karnov Group bedömer dessutom att det inte är möjligt att villkora genomförandet av Tilläggsförvärvet av bolagsstämmans efterföljande godkännande. Om Aktiemarknadsnämnden skulle anse att genomförandet av Tilläggsförvärvet omfattas av den beslutsordning som följer av 5 kap. 1 § LUA och inte medge Karnov Group undantag från att tillämpa denna beslutsordning bedömer Karnov Group att det skulle finnas en överhängande risk att Karnov Group aldrig kommer att kunna genomföra Tilläggsförvärvet. Om Karnov Group inte kan genomföra Tilläggsförvärvet skulle det innebära ett avbräck i genomförandet av Karnov Groups strategi och en utebliven affärsmöjlighet.

Hemställan

Karnov Group hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar om det förvärv av tillgångar som beskrivs i framställningen utgör en åtgärd som omfattas av den beslutsordning som följer av 5 kap. 1 § LUA och, om så är fallet, att nämnden medger Karnov Group undantag från att tillämpa den i 5 kap. § 1 LUA föreskrivna beslutsordningen i förhållande till förvärvet.

ÖVERVÄGANDEN

I 5 kap. 1 § LUA finns bestämmelser om försvarsåtgärder vid offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i bl.a. ett svenskt bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige.

Finansinspektionen får enligt 7 kap. 4 § LUA efter ansökan ge besked om huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna. Finansinspektionen har med stöd i 7 kap. 10 § LUA samt 5 och 6 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument överlåtit till Aktiemarknadsnämnden att lämna sådana besked (FFFS 2007:17).

Av 5 kap. 1 § LUA framgår att, om styrelsen eller verkställande direktören i ett sådant bolag som avses i 3 kap. 1 § andra stycket LUA, på grund av information som härrör från den som avser att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktier i bolaget, har grundad anledning att anta att ett sådant erbjudande är nära förestående får bolaget endast efter beslut av bolagsstämman vidta åtgärder, som är ägnade att försäkra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Bestämmelsen, som har en motsvarighet i artikel 9 i EU:s takeover-direktiv syftar till att upprätthålla den i takeover-sammanhang grundläggande principen att ett uppköpserbjudande är en angelägenhet mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget och att målbolaget därför inte får vidta åtgärder som riskerar att förvägra aktieägarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet (jfr bl.a. artikel 3, punkt c i takeover-direktivet).

I det nu aktuella fallet är aktierna i Karnov Group föremål för ett offentligt uppköpserbjudande. Styrelsen är därför underkastad de begränsningar som framgår av 5 kap. 1 § LUA och i förarbetena till bestämmelsen nämns som exempel på åtgärder som kan omfattas av densamma bl.a. förvärv av tillgångar (prop. 2005/06:140 s. 109 f.).

Frågan är då om det planerade Tilläggsförvärvet ska anses vara en åtgärd som också är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Förarbetena ger inte någon vägledning för denna bedömning. I det nu aktuella fallet måste bedömningen också göras utan vetskap om den potentiella budgivarens inställning i frågan.

Nämnden har i ett par tidigare, snarlika, ärenden (se bl.a. AMN 2018:28) konstaterat att en första omständighet att beakta i dessa sammanhang är huruvida förvärvet avser något som kan anses ligga inom ramen för målbolagets huvudsakliga verksamhet. Ett förvärv som ligger helt vid sidan den huvudsakliga verksamheten kan redan av det skälet vara ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Därvid kan också vara av intresse huruvida förvärvet avser något som skulle leda till att budgivaren ställs inför krav på myndighetstillstånd eller liknande för att kunna genomföra det planerade uppköpet. En annan omständighet att beakta är storleken på förvärvet. Ett förvärv som ligger vid sidan av den huvudsakliga verksamheten men är av begränsad storlek försämrar inte nödvändigtvis förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. På motsvarande sätt kan ett stort förvärv vara ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande även om det ligger inom ramen för målbolagets huvudsakliga verksamhet.

I det nu aktuella fallet ska Karnov Group förvärva en verksamhet som ligger inom ramen för bolagets huvudsakliga verksamhet. Förvärvet ligger i linje med bolagets offentliggjorde förvärvsstrategi, är av begränsad storlek och skulle, enligt framställningen, inte utlösa krav på myndighetstillstånd. Vad budgivaren har uttalat i budpressmeddelandet ger anledning att anta att budgivaren inte skulle motsätta sig ett förvärv av det aktuella slaget.

Enligt nämndens mening kan förvärvet mot denna bakgrund inte anses vara ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Baserat på vad som framgår av framställningen omfattas förvärvet således inte av den beslutsordning som följer av 5 kap. 1 § LUA.

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

Peter Bäärnhelm, Johan Danelius, Ossian Ekdahl, Carl Johan Högbom och
Carl-Johan Pousette.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

Rolf Skog

Hur man överklagar

Tolkningsbeskedet kan överklagas hos Finansinspektionen av den som beskedet angår, om det har gått honom eller henne emot. Överklagandet ska göras skriftligt. I skrivelsen ska klaganden ange vilket besked som överklagas och vilken ändring som begärs. Skrivelsen med överklagandet ska ha kommit in till Aktiemarknadsnämnden inom tre veckor från den dag då klaganden fick del av beskedet. Om beskedet överklagas av annan än sökanden, ska överklagandet dock ha kommit in inom tre veckor från det att beskedet offentliggjordes.