

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2017:27**

**2017-09-06**

### **BAKGRUND**

Den 14 juli 2016 offentliggjorde SAF Holland GmbH ett offentligt erbjudande till aktieägarna i Haldex AB att sälja alla aktier i Haldex kontant till SAF Holland.

Den 4 augusti 2016 lämnade ZF Friedrichshafen ("ZF") ett konkurrerande kontanterbjudande, som också rekommenderades av Haldex styrelse. Ett par veckor senare, den 25 augusti, återkallade SAF Holland sitt erbjudande.

Den 5 september 2016 lämnade Knorr-Bremse AG ett med ZF konkurrerande kontanterbjudande.

Den 5 oktober 2016 meddelade ZF att man inte skulle komma att fullfölja sitt erbjudande. ZF hade då, i anslutning till erbjudandet, förvärvat aktier motsvarande drygt 20 procent av rösterna i Haldex och är från den tidpunkten bolagets största aktieägare.

Den 8 november 2016 meddelade Haldex styrelse att den rekommenderar Knorr-Bremses erbjudande om och när Knorr-Bremse offentliggör att dess villkor om erhållande av godkännanden och tillstånd från relevanta konkurrensmyndigheter har uppfyllts eller frånfallits.

Knorr-Bremses erbjudande är villkorat bland annat av att samtliga nödvändiga godkännanden från myndigheter erhålls på villkor som är acceptabla för Knorr-Bremse. Den initiala acceptfristen i erbjudandet löpte mellan den 27 september och den 5 december 2016. Vid utgången av den initiala acceptperioden hade accepter avseende 71,2 procent av samtliga aktier lämnats i erbjudandet, vilka tillsammans med de aktier som redan innehades av Knorr-Bremse, mot-

svarade 86,1 procent av samtliga aktier i Haldex. I avvaktan på besked från konkurrensmyndigheterna förlängde Knorr-Bremse acceptfristen först till den 28 februari 2017 och sedermera till den 16 juni 2017. Den sammanlagda acceptfristen var därmed nio månader minus tio dagar. Tanken med att "spara" 10 dagar var enligt Knorr-Bremse att dessa skulle kunna utnyttjas för att ge Haldex styrelse möjlighet att vid behov revidera sin rekommendation beroende på innehållet i konkurrensmyndigheternas beslut samt för upprättande av tillägg till erbjudandehandlingen om så skulle behövas.

I en framställning till Aktiemarknadsnämnden den 13 april 2017 skrev Knorr-Bremse:

”Skulle konkurrensgodkännanden inte ha erhållits vid den nuvarande acceptfristens utgång [16 juni 2017] och med användande av den maximala sammanlagda acceptfristen, kan Knorr-Bremse inte se att bolaget har något annat val än att dra tillbaka Erbjudandet den 26 juni 2017. Om så sker finns en betydande risk att det stora antal aktieägare i Haldex som förvärvat sina aktier i Erbjudandet och under den budstrid som resulterade i att Knorr-Bremse kvarstår som ensam budgivare får se värdet på sina investeringar falla väsentligt. Även Knorr-Bremse, som lagt ned stora resurser på Erbjudandet och konkurrensprövningen, skulle drabbas hårt.

Ett antal utmaningar har uppkommit under konkurrensprövningen i form av negativa marknadsreaktioner på den tilltänkta sammanslagningen och komplexiteten av potentiella konkurrensbefrämjande åtgärder ("remedies", som Knorr-Bremse förbereder). Därför är det Knorr-Bremses bedömning att möjligheterna att erhålla konkurrensgodkännande på villkor som är acceptabla för Knorr-Bremse skulle öka väsentligt om Knorr-Bremse hade mer tid att inge mer genomarbetad och detaljerad information till myndigheterna och förbereda potentiella konkurrensbefrämjande åtgärder. Informationsutbytet och samarbetet med Haldex fungerar väl och Knorr-Bremse tror att en förlängning av acceptfristen skulle minska tidspressen på båda parter och vara i Haldex aktieägares intresse.”

Knorr-Bremse hemställde mot bakgrund av ovanstående att nämnden skulle medge undantag från längsta tillåtna acceptfrist (nio månader) enligt takeover-reglerna och tillåta en förlängning med ytterligare tre månader, till och med den 26 september 2017. Haldex styrelse tillstyrkte Knorr-Bremses hemställan.

Mot bakgrund av de redovisade skälen för en förlängning och med hänsyn till att Haldex utan reservationer tillstyrkt förlängningen biföll nämnden Knorr-Bremses hemställan (AMN 2017:15).

Vid Haldex årsstämma den 4 maj 2017 fick Haldex styrelse, på förslag av ZF, en ny sammansättning.

Sedan Knorr-Bremse fått indikationer på att EU kommissionen skulle komma att inleda en s.k. fördjupad konkurrensprövning inkom Knorr-Bremse den 28 juni 2017 till nämnden med en hemställan om ännu en förlängning, som alltså skulle avse viss tid efter den 26 september.

Dagen därpå, den 29 juni 2017, meddelade Haldex styrelse i ett pressmeddelande att Haldex inte längre stöder Knorr-Bremses bud och denna gång kommer att avstyrka en förlängning av acceptfristen.

Nästa dag, den 30 juni 2017, begärde Knorr-Bremse, i egenskap av ägare till ca 15 procent av aktierna i Haldex, att Haldex styrelse skulle kalla till extra stämma för att pröva frågan om bolaget ska stödja Knorr-Bremses hemställan.

I anslutning till att Knorr-Bremse begärde extra stämma i Haldex bad Knorr-Bremse också AMN att avvakta handläggningen av ansökan om ytterligare förlängning. AMN avbröt handläggningen i avvaktan på nytt besked från Knorr-Bremse.

Haldex styrelse kallade till extra stämma att hållas den 17 augusti 2017.

Den 3 augusti 2017 inkom till nämnden en hemställan från målbolaget Haldex om att nämnden ”skyndsamt ska uppta till behandling frågan om [Knorr-Bremse] får förlänga acceptfristen i sitt erbjudande samt besluta att [Knorr-Bremse] inte får förlänga acceptfristen ytterligare”. Knorr-Bremse yttrade sig över framställningen och yttrandet översändes för kännedom till Haldex.

Eftersom takeover-reglerna endast ger budgivaren, inte målbolaget, rätt att väcka frågan om en förlängning av acceptfristen, avvisades Haldex ansökan (AMN 2017:25). Nämnden tillade att den, från synpunkten av god sed på marknaden, utgick från att Knorr-Bremse omedelbart efter bolagsstämman i Haldex den 17 augusti 2017 skulle återkomma till nämnden och marknaden med besked om huruvida nämnden ska återuppta handläggningen av Knorr-Bremses ansökan.

## ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 28 juni 2017 en framställning från Roschier Advokatbyrå AB på uppdrag av Knorr-Bremse AG. Framställningen rör dispens från Nasdaq Stockholms takeover-regler. Handläggningen avbröts på begäran av Knorr-Bremse, som den 19 augusti 2017 bett nämnden att återuppta handläggningen.

## FRAMSTÄLLNING

I framställningen anför följande.

Sedan Knorr-Bremses dispensansökan ingavs den 28 juni 2017 och Knorr-Bremse strax därefter ombad Aktiemarknadsnämnden att avvakta med behandlingen av den, har EU-kommissionen beslutat att inleda en s.k. Fas II-undersökning. En sådan innebär att konkurrensmyndigheten kan ta ytterligare upp till 90 till 125 arbetsdagar i anspråk för sin granskning, vilket kan resultera i en förlängning av granskningsperioden till den 29 januari 2018. Därmed står det klart att det inte går att slutföra erbjudandet inom ramen för den nuvarande acceptfristen som löper ut den 26 september 2017. Knorr-Bremse är därför i behov av att förlänga acceptfristen.

I fråga om bakgrunden till hemställan i övrigt hänvisas förutom till Knorr-Bremses framställning i AMN 2017:15 till de yttranden som Knorr-Bremse ingivit i samband med AMN 2017:25. Av de senare framgår att, efter att Haldex styrelse offentliggjort att den avsåg att motsätta sig Knorr-Bremses begäran om dispens, Knorr-Bremse, som har mer än 10 procent av aktierna i bolaget, begärde att styrelsen i Haldex skulle sammankalla en extra bolagsstämma för att ge aktieägarna möjlighet att besluta i frågan.

Bakom begäran att kalla till bolagsstämma fanns flera skäl. Knorr-Bremse gör en annan bedömning av möjligheterna att erhålla godkännande på acceptabla villkor från konkurrensmyndigheterna än vad Haldex styrelse gör. Slutsatsen av Knorr-Bremses bedömning är att möjligheterna att få sådant godkännande ökar i Fas II eftersom striktare legala förutsättningar ställer högre krav på konkurrensmyndigheterna att leda sina påståenden om konkurrensläget i bevis och att Knorr-Bremses möjligheter att anpassa sina konkurrensbefrämjande åtgärder

förbättras. Knorr-Bremse skulle helt enkelt inte fortsätta att lägga ned extraordinära ansträngningar och resurser på att slutföra erbjudandet om man inte uppriktigt gör bedömningen att det finns goda utsikter att lyckas. Därför är Knorr-Bremse också starkt motiverat att slutföra erbjudandet. Hittills har Knorr-Bremses erbjudande ett massivt stöd av Haldex aktieägare. Efter utgången av den ursprungliga acceptfristen hade erbjudandet, tillsammans de aktier som redan innehades av Knorr-Bremse, samlat 86,1 procent av samtliga aktier i Haldex trots att nödvändiga tillstånd från konkurrensmyndigheterna ännu inte erhållits. I samband med att Haldex styrelse offentligt uttalade att den avsåg att motsätta sig en förlängning av acceptfristen fick Knorr-Bremse motta otaliga samtal från aktieägare som uttryckte oro, förundran och besvikelse över styrelsens agerande. Stora värden står på spel för aktieägarna. Ytterst är det också aktieägarna som ska ta ställning till om erbjudandet ska accepteras. För Knorr-Bremse var det enda ansvarsfulla agerandet i den uppkomna situationen därför att ge aktieägarna möjlighet att ta ställning till om Haldex ska samtycka till Knorr-Bremses begäran om förlängning av acceptfristen och ett fortsatt erbjudande. Aktieägarnas mening i frågan skulle också bli bestämmande för Knorr-Bremses fortsatta handlingssätt.

Den 17 augusti 2017 avhölls den extra bolagsstämman i Haldex. Enligt röstlängden var 54,10 procent av samtliga aktier i Haldex representerade (bilaga 1, *utesluten här*). Gästlistan var lång och mediaintresset betydande (bilaga 2, *utesluten här*). Även Knorr-Bremse närvarade vid bolagsstämman men utövade inte någon rösträtt. Däremot gavs Knorr-Bremse möjlighet att presentera sitt förslag vilket gjordes av Klaus Deller, ordförande i Knorr-Bremses förvaltningsstyrelse. Denne beskrev bakgrunden och skälen för förslaget (bilaga 3, *utesluten här*). Efter att Haldex styrelse och bolagsledning presenterat sin uppfattning och avstyrkan av Knorr-Bremses förslag och ordet lämnats fritt för aktieägare att säga sin mening, företogs omröstning.

Omröstningen utföll så att 95,20 procent av de avgivna rösterna var för att Haldex ska medge en förlängning av acceptfristen medan 4,80 procent röstade emot. De två största aktieägarna, den tidigare budgivaren ZF och nuvarande budgivaren Knorr-Bremse, som tillsammans innehar 35,03 procent av samtliga aktier i bolaget, avstod från att delta i omröstningen. De som röstade emot förslaget representerade endast 0,91 procent av samtliga aktier i bolaget och utgjorde till stor del bolagsledningspersoner som numera försöker motverka Knorr-Bremses erbjudande i linje med Haldex styrelsens inställning. Det fanns således en överväldigande majoritet på bolagsstämman för att en förlängning av acceptfristen ska medges och erbjudandet

tillåtas att fortsätta.

Knorr-Bremse känner inte till varför ZF avstod från att rösta men konstaterar att representanter för ZF så sent som den 18 augusti 2017 (dagen efter bolagsstämman) i media har uppgivit att ZF stödjer Knorr-Bremses erbjudande och att det avser att acceptera erbjudandet (bilaga 4, *utesluten här*). Knorr-Bremse har också konstaterat att det vid tiden för bolagsstämman också fanns 19,20 procent aktier fortsatt inlämnade i erbjudandet trots att lång tid återstår innan acceptfristen löper ut. De aktieägare och särskilt institutioner och fonder som aktivt deltog i bolagsstämman vill ha flexibilitet att disponera över sina aktier i avvaktan på att villkoren för erbjudandet uppfylls. Av denna anledning har många aktieägare återkallat sina accepter från det blockerade apportkonto på vilka inlämnade aktier registreras. Knorr-Bremse kan därför inte dra någon annan slutsats än att även det stora antal aktieägare som inte har återkallat sina accepter stödjer erbjudandet och därför indirekt även att acceptfristen förlängs.

Haldex styrelse har i pressmeddelanden, tidningsartiklar och vid bolagsstämman klargjort sin uppfattning i frågan. Styrelsen uppger att det är liten sannolikhet för att Knorr-Bremse kommer att erhålla nödvändiga myndighetstillstånd och att Haldex skulle skadas av att erbjudandet tillåts fortsätta utan motsvarande nytta för aktieägarna.

Som angivits gör Knorr-Bremse en annan bedömning än Haldex styrelse i tillståndsfrågan. Knorr-Bremse ifrågasätter inte att det kan vara belastande att vara föremål för uppköp och att takeover-reglerna därför vill tillse att målbolagen inte i onödan utsätts för långa uppköpsprocesser. Takeover-reglerna förutser emellertid också att det kan finnas behov av att acceptfristen förlängs utöver huvudregelns maxgräns. Det finns situationer där konkurrensfrågan är särskilt komplex, där målbolagets (och för den delen även budgivaren) har organiserat sina verksamheter på sådant sätt att det tar längre tid att planera och genomföra analys, utredning och konkurrensbefrämjande åtgärder än i de typfall för vilka huvudreglerna är formulerade. Likaså kan det vara fråga om erbjudanden som lämnats inom ramen för en budstrid där någon föregående due-diligence inte har möjliggjorts eller så kan budet vara eller ha varit fientligt, vilket kan påverka informationsutbytet i viktiga hänseenden. Därav den explicita hänvisningen till dispensinstitutet i kommentaren till punkten II.7 i takeover-reglerna. Enligt Knorr-Bremses mening föreligger sådana omständigheter här.

Därtill har också en överväldigande bolagsstämmomajoritet av Haldex aktieägare, som inte

kan ha undgått att ta del av styrelsens informationsgivning och inställning, uttryckt sin vilja att acceptfristen ska förlängas så att erbjudandet kan fortgå. Haldex styrelse har visserligen uttalat att den inte avser att efterkomma bolagsstämmans önskan att medge en förlängning. Detta spelar enligt Knorr-Bremses uppfattning inte någon roll för frågan som Aktiemarknadsnämnden nu har att ta ställning till, även om det är anmärkningsvärt. Det avgörande är att bolagets ägare, de som står den ekonomiska risken för såväl erbjudandets fullföljd som de påstådda negativa konsekvenserna för bolaget, har som sin uppfattning klart uttalat att de stödjer en förlängning av acceptfristen på sätt som begärts av Knorr-Bremse. Enligt Knorr-Bremses mening väger aktieägarnas åsikt tyngre än styrelsens i frågor som denna eftersom den rör aktieägarnas besluts- och dispositionsmöjligheter att sälja sina aktier i ett lämnat offentligt uppköpserbjudande. I sådana frågor ska styrelsen informera och lämna rekommendation till aktieägarna om hur de enligt styrelsens åsikt bör agera. Det har styrelsen gjort. Däremot kan inte styrelsens uppfattning i en sådan fråga tillmätas någon avgörande betydelse sedan bolagets ägare, efter att ha tagit del av styrelsens information och rekommendation, klart och med stor majoritet har uttalat en annan uppfattning.

Den nu diskuterade frågan är av stor principiell betydelse för rollfördelningen mellan aktieägare och styrelse i svenska uppköpserbjudanden. För Knorr-Bremse är det uppenbart att denna fråga ytterst rör aktieägarnas möjligheter att disponera över sina aktier inom ramen för erbjudandet och att beslutanderätten därför ska ligga hos aktieägarna. Det är därför trist att behöva notera att det i den mediala och offentliga debatten i uppmärksammade bud som detta finns en tendens att försöka göra erbjudandeprocesserna till en sorts landskamper. Likaså utpekas vissa kategorier av aktieägare ofta som mindre seriösa. Sådana inslag förekom även vid Haldex bolagsstämma. Det borde vara självklart att det inte går att särbehandla situationer där ägandet i målbolaget i samband med en budsituation till stor del har hamnat i utlandet eller hos så kallade hedgefonder. Alla sådana tendenser riskerar att äventyra takeover-reglernas trovärdighet och påverka intresset att investera i svenska börsbolag negativt. De aktieägare som kommer in under en erbjudandeprocess har ju möjliggjort för de tidigare aktieägarna att sälja sina aktier till priser på olika budnivåer, inte sällan den slutliga. Deras uppfattning om hur bolaget ska prioritera mellan risker och möjligheter inom ramen för erbjudandet kan inte vara mindre värd än de förra ägarnas.

*Hemställan*

Knorr-Bremse har ett betydande intresse av att få möjlighet att slutföra erbjudandet och uppfattar sig också ha en skyldighet gentemot Haldex aktieägare att göra sitt bästa för att försöka erhålla myndighetsgodkännanden på för Knorr-Bremse acceptabla villkor. När nu EU-kommissionen har initierat en Fas II-undersökning önskar Knorr-Bremse därför få möjlighet att hålla erbjudandet öppet under den tid som kan åtgå för att slutföra denna. Aktieägarna i Haldex har med stor majoritet på bolagsstämman ställt sig bakom en förlängning och fortsatt budprocess. Knorr-Bremse hemställer därför om att Aktiemarknadsnämnden medger att Knorr-Bremse förlänger acceptfristen med ytterligare fyra månader och två veckor, till och med den 9 februari 2018. Knorr-Bremse skulle därmed ges möjlighet att uppfylla erbjudandets villkor om konkurrensgodkännande och fullfölja erbjudandet. Den begärda tiden ska vara tillräcklig för att genomföra konkurrensprövning i Fas II och för att slutföra erbjudandet, eventuellt innefattande förnyad eller reviderad rekommendation från målbolaget och tillägg till erbjudandehandlingen samt rimlig tid för Haldex aktieägare att beakta dessa.

Om dispens inte medges är Knorr-Bremse nödgat att återkalla erbjudandet. En återkallelse av erbjudandet skulle innebära betydande värdeförstöring för Knorr-Bremse och för Haldex aktieägare eftersom de extraordinära insatser och resurser som hittills nedlagts vore förgäves och det är stor sannolikhet för att kursen på Haldex aktie skulle påverkas mycket negativt av en budåterkallelse. Dessutom är det så att ägarsituationen, som av Haldex styrelse utmålas som orsaken till att Haldex uppges lida skada av erbjudandet, med all sannolikhet kommer att vara fortsatt oklar under lång tid även efter ett eventuellt tillbakadragande av erbjudandet.

## **HALDEX YTTRANDE**

Haldex har beretts tillfälle att yttra sig över framställningen och har därvid anfört följande.

Haldex avstyrker att Aktiemarknadsnämnden beviljar undantag i enlighet med KB:s ansökan och får anföra följande.

### *Särskilda skäl krävs för att bevilja undantag*

En av de principer som Takeover-reglerna vilar på är att uppköpserbjudandet inte får hindra målbolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt. Därför föreskrivs i Takeover-reglerna att den sammanlagda acceptfristen i ett erbjudande inte får vara

längre än nio månader om erbjudandet är villkorat av myndighetstillstånd. Aktiemarknadsnämnden kan medge undantag från regeln om längsta sammanlagda acceptfrist om särskilda skäl föreligger. Det föreligger inte särskilda skäl.

När Haldex styrelse i april 2017, dvs. två månader före state of play-mötet med kommissionen (se vidare nedan), tillstyrkte KB:s första ansökan om förlängning av acceptfristen till den 26 september 2017, gjorde styrelsen en riskbedömning och vägde möjligheterna för att KB skulle kunna erhålla erforderliga tillstånd på för KB acceptabla villkor mot den skada en förlängd process skulle medföra för bolaget och kom därvid fram till att det låg i aktieägarnas intresse att tillstyrka KB:s begäran. Detta trots att den angivna niomånadersperioden skulle överskridas med omkring tre månader. Vid tidpunkten för tillstyrkan hade en formell ansökan till kommissionen inte givits in av KB och trots att Haldex var medvetet om att erbjudandet var mycket riskfyllt ur ett konkurrensperspektiv ansåg Haldex styrelse att det ändå under då rådande förhållanden var skäligt att tillstyrka KB:s ansökan. Berörda myndigheter hade som sagt då inte genomfört en prövning av erbjudandet. Med den information som idag finns tillgänglig är det inte försvarbart att tillstyrka ytterligare en förlängning.

Haldex vill i sammanhanget erinra om att KB under hela processen agerat saktfärdigt; se vidare Haldex framställning till Aktiemarknadsnämnden av de 3 augusti 2017.

### *Styrelsens ansvar*

Haldex styrelse är skyldig att agera i aktieägarnas intresse i frågor relaterade till erbjudandet. Det följer av Takeover-reglerna. Vid beslut eller åtgärder som rör erbjudandet - som att nu ta ställning till KB:s begäran om ytterligare undantag från regeln om längsta tillåtna acceptfrist - har styrelsen ett ansvar att agera med samtliga aktieägares intresse för ögonen och styrelsen får inte agera eller låta sig styras av endast vissa aktieägares intressen. Aktieägare med en kortsiktig investeringshorisont har ett intresse av att budet hålls vid liv, oavsett sannolikheten för att det fullföljs. Aktieägare med en längre investeringshorisont har ett intresse av att budet återkallas eller löper ut så snart som möjligt. KB, som är bolagets näst största aktieägare, har givetvis ett intresse av att processen tillåts fortsätta. Till skillnad från vad som är fallet för Haldex kan dock KB kontrollera sin riskexponering; det är KB som avgör om villkoren för att erhålla myndighetstillstånd är acceptabla och dessutom vilka resurser KB väljer att tillskjuta erbjudandeprocessen. Utöver att agera i aktieägarnas intresse enligt Takeover-reglerna, har Haldex styrelse enligt aktiebolagslagen att visa bolaget lojalitet.

Styrelsen ska på eget ansvar göra en bedömning av hur dess ovan angivna skyldigheter ska iakttas. Av central betydelse för denna bedömning är givetvis styrelsens och dess rådgivares överväganden avseende sannolikheten för att KB ska erhålla erforderliga tillstånd på för KB acceptabla villkor och väga detta mot den skada bolaget kommer att lida av att erbjudandet fortsätter.

Denna bedömning är inte bara styrelsen bäst skickad att göra med sin kunskap om bolaget och dess verksamhet, marknaderna på vilka Haldex verkar och det arbete som lagts ner för att biträda KB i deras ansträngningar att erhålla nödvändiga myndighetstillstånd. Styrelsen är skyldig att göra denna bedömning. Styrelsens bedömning av förutsättningarna för KB att erhålla tillstånd på för KB acceptabla villkor, liksom bedömningen av den skada bolaget lider av erbjudandet, är mycket välgrundad. Den baseras på ett omfattande faktaunderlag, särskild kunskap om hur Haldex är organiserat, hur bolagets verksamhet fungerar och den marknad Haldex verkar på, information som erhållits inom ramen för en dialog med konkurrensmyndigheterna samt överväganden av juridisk expertis.

Denna välgrundade och dokumenterade bedömning måste styrelsen förhålla sig till oavsett bolagsstämmobeslutet. Bolagsstämmobeslutet är inte ansvarsbefriande för styrelsen och styrelsens bedömning är ett faktiskt förhållande som givetvis inte ägarna kan rösta om. Styrelsen ska självständigt pröva om verkställighet av beslutet strider mot aktiebolagslagen eller Take-over-reglerna. Om styrelsen verkställer ett beslut av bolagsstämman som strider mot aktiebolagslagen, kan styrelsen bli skadeståndsansvarig i förhållande till bolaget. Om styrelsen skulle verkställa bolagsstämmobeslutet och KB inte erhåller tillstånd på acceptabla villkor, är det enligt Haldex mycket stor sannolikhet för att styrelsen skulle anses ha agerat oaktsamt med hänsyn till dess välgrundade och dokumenterade bedömning.

Baserat på de besked och den information Haldex har fått från europeiska och amerikanska konkurrensmyndigheter har styrelsen och dess rådgivare inte kunnat dra någon annan slutsats än att det är mycket osannolikt att KB någonsin kommer att erhålla nödvändiga tillstånd. Det är ännu mindre sannolikt att tillstånd kommer att erhållas på för KB acceptabla villkor (se vidare *Den konkurrensrättsliga bedömningen* nedan). Bolagets verksamhet har alltsedan KB offentliggjorde sitt erbjudande påverkats väsentligt negativt (se vidare *Påverkan på bolagets verksamhet* nedan). Under dessa förhållanden står det enligt Haldex klart att styrelsen skulle vårdslöst åsidosätta bolagets intresse (och indirekt ägarnas intresse) om den fortsätter att aktivt verka för erbjudandets vidmakthållande. Den skada bolaget med säkerhet skulle lida upp-

vägs helt enkelt inte av någon rimlig förväntan att KB någonsin kommer att erhålla nödvändiga myndighetstillstånd och än mindre på för KB acceptabla villkor.

### *Den konkurrensrättsliga bedömningen*

Den 29 juni 2017 beslutade Haldex styrelse att inte längre biträda KB i dess ansträngningar att erhålla nödvändiga konkurrensrättsliga tillstånd i EU och USA. Beslutet fattades enhälligt baserat på den återkoppling Europeiska kommissionen givit KB vid ett s.k. state of play-möte den 23 juni 2017 samt ytterligare ett möte med kommissionen den 27 juni 2017. Kommissionens återkoppling sammanfattas i Bilaga 1 (utesluten här).

Efter styrelsens beslut har dels även den amerikanska konkurrensmyndigheten, Department of Justice (nedan DOJ), givit sin återkoppling, Bilaga 2 (utesluten här), dels kommissionen den 24 juli 2017 bekräftat sin återkoppling vid state of play-mötet genom att besluta att inleda en s.k. fördjupad undersökning. KB hade dessförinnan lämnat ett förslag till kommissionen avseende avyttringar. Kommissionen beslutade att inte ens marknads testa detta förslag, då det bedömdes otillräckligt.

I korthet baseras styrelsens bedömning på bl.a. följande:

- Sex av åtta produktområden berörs av konkurrensmyndigheternas allvarliga tvivel. Det kommer att medföra omfattande och mycket komplexa avyttringar.
- Haldex struktur med globala funktioner och integrerade fabriker gör en avyttring mycket komplicerad. Det gör att köpare av avyttrade produkter får svårt att säkerställa att de förvärvar nödvändig kompetens och produktionskapacitet. Detta är en svårighet som de potentiella köparna redan identifierat i diskussionerna med KB och Haldex.
- En avyttring av produktområden skulle splittra bolagets omsättning, forsknings- och utvecklingsteam och fabriker. Det är förenat med betydande svårigheter att återskapa det konkurrenstryck som Haldex utövar efter en sådan splittring av bolaget.
- Det finns inte någon potentiell köpare av produktområden från Haldex som kommissionen inte har haft allvarliga frågetecken kring.

- Vid en avyttring av så många produktområden kan det inte finnas något strategiskt eller industriellt motiv för Knorr-Bremse att fullfölja sitt bud.
- Kritiken mot erbjudandet från marknadsaktörer har varit omfattande. Dessa aktörer kommer sannolikt skärpa sin kritik under en fortsatt granskning av erbjudandet.
- Knorr-Bremse har efter tio månader ännu inte presenterat ett åtgärds paket för de amerikanska konkurrensmyndigheterna att ta ställning till.

Ytterligare tid skulle inte förbättra KB:s möjligheter att erhålla tillstånd på för KB acceptabla villkor. Det finns i dagsläget inte ens någon potentiell köpare, vars lämplighet kommissionen inte har uttryckt allvarliga frågetecken kring. Detta efter ett omfattande arbete med att under flera månader kartlägga, identifiera och interagera med potentiella köpare. Den initiala kartläggningen omfattade omkring 60 potentiella köpare. KB gjorde därefter en bedömning av lämpligheten av dessa, innefattande deras förmåga att kunna genomföra ett förvärv. KB valde att bjuda in 15 att lämna intresseindikationer baserat på information om Haldex och dess verksamhet, innefattande delar av ”carve-out design documents”. Baserat på dessa intresseindikationer (vissa avböjde att lämna indikationer) inbjöds sex att genomföra viss due diligence-granskning av de av Haldex produktområden som KB förväntade att kommissionen skulle uttala allvarliga tvivel om. Därefter lämnade två av de potentiella köparna processen. De återstående fyra, som alltså vaskats fram efter denna omfattande process, var givetvis de intresserade köpare som KB bedömde ha bäst förutsättningar att anses som lämpliga av myndigheterna. Kommissionen har uttalat allvarliga frågetecken kring samtliga dessa.

Haldex konstaterar att det föreligger flera väsentliga svårigheter att skingra kommissionens allvarliga tvivel genom avyttringar. Bifogat dokument beskriver dessa svårigheter närmare, [Bilaga 3 \(utesluten här\)](#). Dokumentet har upprättats av Haldex efter att ha förelagts av kommissionen att redovisa Haldex syn på avyttringar som konkurrensbefrämjande åtgärder. Dokumentet gavs in till kommissionen den 4 augusti 2017. Som framgår av dokumentet bekräftas flera av de hinder och svårigheter som kommissionen redan har identifierat.

Det säger sig självt att det inte kan vara acceptabelt för KB att avyttra större delen av Haldex verksamhet i syfte att erhålla nödvändiga tillstånd. Det säger även sig självt att, vid en sådan avyttring, det inte kan finnas något industriellt motiv för KB:s erbjudande. I sammanhanget kan noteras att KB i sitt pressmeddelande den 7 juli 2017 uppgivit att: “Knorr-Bremse remains

committed to drive profitable growth with Haldex and work together with Haldex in developing solutions for automated driving”. Man kan fråga: Hur ska KB kunna uppnå detta när kommissionens fokusområden för sina allvarliga tvivel omfattar de produktområden som är relevanta för utvecklingen av automated driving? Det kan noteras att konkurrensmyndigheternas allvarliga tvivel omfattar även andra produktområden än de som är av direkt relevans för utvecklingen av automated driving. Det kan också noteras att de två av åtta produktområden som inte berörs av kommissionens allvarliga tvivel baseras på teknologi som är nära slutet av sin livscykel.

Haldex noterar att KB:s verkställande direktör, Klaus Deller, under sitt anförande vid Haldex extra bolagsstämma vid flera tillfällen poängterade att villkoren för att erhålla nödvändiga tillstånd måste vara acceptabla för KB (se bilaga 3 till KB:s ansökan till Aktiemarknadsnämnden).

#### *Påverkan på bolagets verksamhet*

Bolagets verksamhet har alltsedan KB offentliggjorde sitt erbjudande påverkats väsentligt negativt. Skadan har bestått i bl.a. följande:

- Bolaget har inte kunnat teckna långsiktiga avtal med kunder; för mer detaljerad information om detta, inklusive totalt kontraktsvärde och förlorade kontrakt, se Bilaga 4 (utesluten här). I korthet har dessa kontrakt har ett sammanlagt årligt värde på över 500 MSEK. Två kontrakt, med större lastbils- och släpvagnstillverkare på ett årligt kontraktsvärde av 139 MSEK respektive 65 MSEK, har redan förlorats utan möjlighet att åter komma in i processen.

- Bolaget har inte kunnat ingå eller påbörja strategiska utvecklingsprojekt tillsammans med affärspartners.

- Bolaget är i praktiken förhindrat att på allvar initiera arbetet med att positionera sig inför det tekniskifte – i form av ”automated driving” – som är nära förestående. Den tekniska utvecklingen går mycket snabbt och en budprocess som skulle tillåtas pågå i ett och ett halvt år riskerar att vara förödande för bolagets framtid.

- Specialister och nyckelpersoner har sökt sig från bolaget.

- Bolaget har inte kunnat rekrytera specialister eller annan kvalificerad arbetskraft.

- Bolagets ledning och nyckelanställda har tvingas ägna sig åt att biträda Knorr-Bremse istället för att fokusera på verksamheten. Arbetet med att biträda KB har hittills varit omfattande och skulle inte förväntas minska i omfattning; se vidare Haldex framställning till Aktiemarknadsnämnden av den 3 augusti 2017 för en utförligare redogörelse för vad Haldex biträde till KB hittills har inneburit. Ett så omfattande arbete som det är fråga om i detta fall har hämmat och skulle väsentligt hämma bolagets löpande verksamhet.

- Bolaget har ådragit sig väsentliga kostnader i form av arvode till rådgivare och andra konsulter. Dessa uppgår hittills till mer än 45 miljoner kronor.

Om Haldex skulle medverka till en förlängning av KB:s erbjudande i enlighet med KB:s önskemål skulle det medföra att bolaget skadas i flera månader ytterligare. Det bör understrykas att det alltså inte rör sig om en risk att bolaget kommer att skadas. Det råder visshet om att bolaget har skadats och kommer att skadas så länge erbjudandet pågår. Den skada bolaget hittills lidit har varit väsentlig. Om erbjudandet skulle förlängas ytterligare, skulle skadan bli ännu allvarligare.

### *Bolagsstämman*

Som bekant avstod inte bara KB utan även bolagets största ägare, ZF, med ett innehav på 20,1 % från att rösta ifråga om KB:s förslag till den extra bolagsstämman. Utfallet vid bolagsstämman avgjordes av aktieägare som tillsammans innehade omkring 19 % av rösterna i bolaget. Det var alltså endast dessa 19 % som röstade, medan de som avstod från att rösta tillsammans innehade omkring 35 % av rösterna i bolaget. Majoriteten av de röster som avgavs för förslaget kontrollerades av hedgefonder. Haldex bifogar en förteckning över hur var och en av aktieägarna vid stämman röstade, Bilaga 5 (utesluten här).

Det säger sig självt att styrelsen inte är skyldig att verkställa en anvisning av bolagsstämman vars syfte är att tillgodose KB:s särintresse som budgivare och konkurrent och ett i övrigt kortsiktigt intresse av att, under ytterligare ett halvår av väsentlig och irreparabel skada för bolaget, vidmakthålla ett bud som nästan säkert inte är genomförbart.

### *Bolagsstämmans instruktion*

Bolagsstämmans beslut utgör en instruktion till styrelsen. nämligen ”/.../att stödja och godkänna, och att instruera styrelsen för Haldex AB att skyndsamt, effektivt och lojalt verkställa

*bolagsstämmans beslut att stödja och godkänna, Knorr-Bremses ansökan till Aktiemarknadsnämnden angående förlängning av acceptperioden i Knorr-Bremses offentliga uppköpserbjudande till aktieägarna i Haldex, liksom att stödja och samarbeta med Knorr-Bremse, och att instruera styrelsen för Haldex att skyndsamt, effektivt och lojalt verkställa bolagsstämmans beslut att stödja och samarbeta med Knorr-Bremse, i samband med förberedelser av anmälningar till konkurrensmyndigheter avseende Knorr-Bremses förvärv av Haldex och i samband med förberedelser av därtill relaterade åtaganden.”.*

I korthet innebär beslutet att styrelsen instruerats att skyndsamt, effektivt och lojalt stödja och samarbeta med KB i samband med förberedelser av anmälningar till konkurrensmyndigheter och i samband med förberedelser av åtaganden till konkurrensmyndigheterna, dvs. i praktiken försäljningar av Haldex produktområden till tredje part.

Haldex konstaterar att instruktionen är kategorisk och därmed undantagslös. Den innehåller inget undantag som ger styrelsen rätt att begränsa eller avbryta stödet till KB beroende på omständigheterna. Den ger exempelvis ingen rätt för styrelsen att begränsa utlämnandet av konkurrens- och affärsmissigt känslig information till KB eller potentiella köpare av Haldex produktområden. Det kan noteras att KB är Haldex största konkurrent på flera marknader. Potentiella köpare av Haldex produktområden utgörs av marknadsaktörer som Haldex har affärsrelationer med - kunder, leverantörer eller rent av konkurrenter.

Enligt instruktionen finns det inte heller någon rätt för styrelsen att begränsa omfattningen av Haldex medverkan. Av betydelse är att Haldex har en relativt liten koncernledning och en i övrigt begränsad organisation av nyckelmedarbetare. Det stöd som Haldex tidigare lämnat till KB har inneburit en svår belastning för Haldex och dess organisation, varvid ledningen och bolagets nyckelpersoner har lagt ned mycket väsentlig tid på att biträda KB. Grunden för Haldex möjlighet att lämna detta stöd till KB har varit och har förutsatt, att Haldex styrelse haft möjlighet att avböja KB:s begäran om stöd, när detta bedömts medföra ohanterliga konsekvenser för bolagets anställda och verksamhet, vilket också aktualiserats vid flera tillfällen.

Haldex bifogar ett yttrande av professor Erik Nerep, Bilaga 6 (utesluten här). Nereps slutsatser är dels att styrelsen inte kan följa instruktionen utan att samtidigt göra sig skyldig till överträdelse av aktiebolagslagens fakultativa och obligatoriska bestämmelser och att styrelsen i Haldex därför måste bortse från Instruktionen, dels att en klandertalan mot beslutet skulle bli framgångsrik. Undertecknade delar Nereps slutsatser.

Haldex noterar att Aktiespararnas ombud vid den extra bolagsstämman, Gunnar Ek, uttalade vid stämman att Aktiespararna överväger att väcka klandertalan mot beslutet.

Haldex konstaterar vidare att om bolagsstämmans instruktionen istället hade tagit sig uttryck i ett åtagande i förhållande till KB, hade åtagandet utgjort ett erbjudanderelaterat arrangemang som kräver dispens från Aktiemarknadsnämnden (se punkt II.17a i Takeover-reglerna). Även om instruktionen möjligen inte träffas av detta förbud enligt dess ordalydelse, påbjuder syftet med förbudet att det beaktas vid bedömningen av instruktionen. Vid denna bedömning måste givetvis innehållet i instruktionen beaktas. Förutom att instruktionen är ogiltig enligt aktiebolagslagen (se yttrandet från Erik Nerep), hade enligt Haldex ett normalt aktsamt målbolag aldrig accepterat ett åtagande med samma kategoriska och undantagslösa innehåll som instruktionen, när det som i detta fall rör sig om informationsutbyte av konkurrens- och affärs- mässigt känslig information mellan konkurrenter och marknadsaktörer inom samma bransch. Det hade varit otänkbart även av ett annat skäl, nämligen pga. att ett sådant åtagande inte ger någon som helst möjlighet för styrelsen att begränsa omfattningen av Haldex stöd till KB. Efterlevnad av instruktionen skulle leda till att arbetsbelastningen för Haldex blir ohållbar. Förutom det uppenbart bolagsskadliga i detta, skulle det omöjliggöra för Haldex att medverka i förberedelserna i ett eventuellt konkurrerande och för aktieägarna mer förmånligt erbjudande. Slutligen är det givetvis omöjligt för Haldex styrelse (oavsett sammansättning) att kunna iakttä sin skyldighet att visa bolaget odelad lojalitet och samtidigt skyndsamt, effektivt och lojalt stödja och samarbeta med KB.

Instruktionen strider inte endast mot aktiebolagslagen utan även mot Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

## ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs som driver den reglerade marknad där målbolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Knorr-Bremse har inför det nu aktuella erbjudandet avseende aktier i Haldex gjort ett sådant åtagande och är därmed skyldigt att

följa börsens takeover-regler. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka och pröva frågor om undantag från takeover-reglerna (punkten I.2).

Nämnden gör följande bedömning.

Enligt punkten II.7 i takeover-reglerna får den sammanlagda acceptfristen i ett erbjudande inte vara längre än tre månader. Om fullföljandet av erbjudandet är villkorat av myndighetstillstånd får emellertid acceptfristen i avvaktan på sådant tillstånd uppgå till högst nio månader. I kommentaren till bestämmelsen erinras om att Aktiemarknadsnämnden enligt punkten I.2, på begäran av budgivaren och om särskilda skäl föreligger, kan medge undantag från tidsfristerna.

Knorr-Bremse's erbjudande till aktieägarna i Haldex lämnades den 5 september 2016 och den initiala acceptfristen i erbjudandet började löpa den 27 september 2016. I avvaktan på besked från konkurrensmyndigheterna förlängde Knorr-Bremse vid två tillfällen acceptfristen så att den slutligen sträckte sig till den 26 juni 2017. Den sammanlagda acceptfristen var då nio månader minus tio dagar. Inför utgången av den fristen inkom Knorr-Bremse till nämnden med en framställan om att få förlänga acceptfristen med ytterligare tre månader, till och med den 26 september 2017. Haldex styrelse tillstyrkte reservationslöst och nämnden biföll framställan. Acceptfristen i erbjudandet löper således för närvarande till och med den 26 september 2017.

I ljuset av atts EU:s konkurrensmyndigheter inlett en s.k. Fas II-prövning hemställer Knorr-Bremse i den nu aktuella framställningen om att få förlänga acceptfristen med ytterligare fyra månader och två veckor, till och med den 9 februari 2018. Knorr-Bremse skulle därmed, enligt framställningen, ges möjlighet att uppfylla erbjudandets villkor om konkurrensgodkännande och fullfölja erbjudandet. På förfrågan från nämnden har Knorr-Bremse upplyst att detta gäller även den konkurrensprövning som pågår i Förenta staterna.

Med den förlängning av acceptfristen som Knorr-Bremse nu hemställer om skulle acceptfristen komma att bli nästan dubbelt så lång som den enligt regelverket längsta tillåtna acceptfristen, något som redan i sig generellt kan sägas inge betänkligheter. Därtill kommer att takeover-reglerna vilar på vissa, från EU:s takeover-direktiv hämtade, principer som bl.a. innebär

att ett uppköpserbjudande inte får hindra målbolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.

De svenska takeover-reglerna har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-koden. Den brittiska regleringen innebär i nu relevanta delar i korthet att när ett uppköpserbjudande blir föremål för en Fas II-prövning faller erbjudandet. Om konkurrensprövningen fortsätter och konkurrensmyndigheten sedermera lämnar klartecken för förvärvet har budgivaren tre veckor på sig, räknat från tidpunkten från beslutet, att lämna ett nytt erbjudande. Det senare innebär ett undantag från den allmänna regeln, att en budgivare som inte fullföljer ett erbjudande får återkomma med ett sådant tidigast om ett år, om inte målbolagsstyrelsen rekommenderar erbjudandet. En reglering likartad den brittiska finns i flera andra länder.

I Sverige är erfarenheten av uppköpserbjudanden som blir föremål för s.k. Fas II-prövning synnerligen begränsad. Det har därför, enligt vad nämnden inhämtat, hittills inte ansetts föreligga något behov att i takeover-reglerna införa regler om detta av det slag som finns i den brittiska koden. Det hindrar emellertid inte att den brittiska ordningen kan ge vägledning för hur man bör bedöma den nu uppkomna situationen.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening bör sålunda, i linje med bl.a. den brittiska regleringen, Knorr-Bremse inte beviljas någon ytterligare förlängning av acceptfristen sedan Fas II-prövningen nu inletts. Därmed faller budet vid utgången av acceptfristen. Om konkurrensprövningen därefter fortsätter står det Knorr-Bremse fritt att, efter konkurrensmyndighetens beslut, återkomma med ett nytt erbjudande inom kortare tid än ett år från det att budet faller, om Haldex styrelse rekommenderar erbjudandet eller Knorr-Bremse fått nämndens medgivande därtill (jfr punkten II.24 i takeover-reglerna). I linje med bl.a. den brittiska regleringen och under idag kända förutsättningar är nämnden beredd att medge en sådan dispensansökan under förutsättning att erbjudandet lämnas inom tre veckor från konkurrensmyndighetens beslut. Nämnden utgår från att erbjudandet då inte heller kommer att vara villkorat av konkurrensprövning i Förenta staterna eller någon annanstans.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande),  
Mats Andersson, Peter Bäärnhielm, Arne Karlsson, Margit Knutsson, Dick Lundqvist,

Nina Macpherson och Eva Persson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog