

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:42

2006-11-08

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 31 oktober 2006 en framställning från Setterwalls Advokatbyrå som ombud för Semcon AB (publ) ("Semcon"). Mannheimer Swartling Advokatbyrå har som ombud för JCE Group AB ("JCE") yttrat sig över framställningen.

BAKGRUND

I Semcons framställning till nämnden anför följande.

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

Buden på Semcon och Cybercom är villkorade av varandra. Erbjudandet till aktieägarna i Semcon är således bland annat villkorat av att alla villkor för erbjudandet till aktieägarna i Cybercom uppfylls eller att JCE eljest beslutat att fullfölja erbjudandet till aktieägarna i Cybercom. Erbjudandet till aktieägarna i Cybercom har på motsvarande vis villkorats av att alla villkor för erbjudandet till aktieägarna i Semcon uppfylls eller att JCE eljest beslutat att fullfölja erbjudandet till aktieägarna i Semcon. JCE har förbehållit sig rätten att återkalla Erbjudandet bland annat för det fall det står klart att villkoret avseende erbjudandet till aktieägarna i Cybercom inte uppfyllts eller inte kan uppfyllas ("Villkoret"). JCE har vidare angivit att sådant återkallande endast kommer att ske om den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för JCEs förvärv av aktierna i Semcon.

Takeover-reglerna baseras på grundprincipen att budgivaren är bunden av sitt erbjudande. Enligt punkten II.4 i Takeover-reglerna får emellertid en budgivare ställa upp fullföljandevillkor. Ett sådant villkor ska vara utformat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej. Villkoret får inte vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över villkorets uppfyllnad.

I punkten II.5 första stycket i Takeover-reglerna anges som huvudregel att budgivaren inte får återkalla ett lämnat erbjudande. I punkten II.5 andra stycket anges tre undantag från huvudregeln. De utgår från att budgivaren uttryckligen ställt upp villkor för erbjudandets fullföljande. Enligt det första undantaget kan budgivaren återkalla erbjudandet om budgivaren villkorat erbjudandet av att han uppnår en viss anslutning i erbjudandet eller att bolagsstämman i budgivarbolaget eller målbolaget fattar visst beslut i anledning av erbjudandet, och det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kan uppfyllas. Enligt det andra undantaget kan budgivaren återkalla erbjudandet om budgivaren villkorat erbjudandets fullföljande av att inte någon annan offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget på villkor som för överlåtarens är förmånligare än budgivarens erbjudande och ett sådant erbjudande har offentliggjorts.

Slutligen kan budgivaren enligt det tredje undantaget återkalla sitt erbjudande om budgivaren uppställt annat villkor för erbjudandets fullföljande och det står klart att detta villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas, men i det fallet krävs också att den bristande uppfyllelsen av villkoret är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.

Formuleringen av Villkoret innebär att JCE i vissa situationer har ett avgörande inflytande över Villkorets uppfyllnad. Villkoret innebär nämligen att JCE, även om villkoren för erbjudandet avseende Cybercom inte uppfylls, kan uppfylla Villkoret genom att besluta att fullfölja erbjudandet avseende Cybercom. Redan på denna grund torde Villkoret vara oförenligt med Takeover-reglerna.

Semcon har efter att ha tagit del av JCEs pressmeddelande och erbjudandehandling avseende Erbjudandet kommit till slutsatsen att bristande uppfyllelse av Villkoret inte är av sådan väsentlig betydelse som avses i Takeover-reglerna. Det huvudsakliga motivet för Villkoret förefaller vara en önskan att skapa en större företagsgrupp. Semcon och Cybercom är helt fristående från varandra. JCE har inte i vare sig pressmeddelandet eller erbjudandehandlingen lämnat några övertygande skäl för att så väsentliga synergier mellan Semcon och Cybercom skulle föreligga att en koppling mellan buden är försvarbar.

Semcon ifrågasätter om kravet på att fullföljandevillkor ska vara objektiva är tillgodosett. Det är visserligen möjligt för en utomstående att avläsa huruvida villkoren för erbjudandet avseende Cybercom är uppfyllt. Det torde däremot vara ogörligt för en utomstående, exempelvis en revisor, att på basis av de av JCE redovisade grunderna för erbjudandet verifiera att bristande uppfyllelse av Villkoret är av väsentlig betydelse för JCE. Villkoret kan därmed anses innebära ett kringgående av objektivitetskravet.

Villkoret motverkar det grundläggande principiella önskemålet om enkelhet och tydlighet samt motverkar därigenom aktieägarnas möjlighet att bedöma framlagda erbjudanden. Att på det sätt JCE gjort koppla samman erbjudanden avseende två dessförinnan helt fristående bolag innebär ju bland annat att Semcons aktieägare vid sitt ställningstagande skulle behöva väga in även sannolikheten för att budet på Cybercom fullföljs.

Villkoret innebär i praktiken ett avsteg från den i Takeover-reglerna fastlagda principen att en budgivare är bunden av sitt erbjudande. Kopplingen innebär nämligen att JCE på diskretionära grunder kan avstå från att fullfölja Erbjudandet i en situation där alla villkor förutom Villkoret är uppfyllda. Den bristande uppfyllelsen av Villkoret har inte någonting med Semcon att göra utan tar endast sikte på erbjudandet avseende Cybercom. Följande exempel belyser några praktiska konsekvenser av Villkoret.

Antag att Erbjudandet accepteras av 95 procent av aktieägarna i Semcon samt att alla andra villkor för Erbjudandet är uppfyllda och att erbjudandet till aktieägarna i Cybercom accepteras av 89 procent. Antag vidare att det skett en allmän kursnedgång på börsen. JCE har i denna situation med hänvisning till Villkoret en möjlighet att välja avstå från att fullfölja Erbjudandet.

Antag att Erbjudandet accepteras av 95 procent av aktieägarna i Semcon samt att alla andra villkor för Erbjudandet är uppfyllda och att erbjudandet till aktieägarna i Cybercom accepteras av 31 procent. Antag vidare att det framkommit ny positiv information om Cybercom medan ingen ny information om Semcon framkommit. JCE har även i denna situation med hänvisning till Villkoret en möjlighet att välja att avstå från att fullfölja Erbjudandet.

Såvitt bekant har denna typ av koppling tidigare förekommit endast i ett mycket speciellt fall, Nocoms erbjudande i december 2004 till aktieägarna i TurnIT och IAR Systems. Enligt prospektet ägde TurnIT cirka 75 procent av aktierna i IAR Systems varför omständigheterna måhända kunde motivera en koppling mellan de båda erbjudandena i det fallet. Semcon känner däremot inte till denna typ av koppling vid bud på tidigare från varandra fristående bolag. Semcon menar således att kopplingen är en orimlig konstruktion som inte är förenlig med god sed på aktiemarknaden och anser att det vore olyckligt om villkor av detta slag skulle anses vara förenliga med det svenska regelverket.

Mot bakgrund av vad som anförts ovan ifrågasätter Semcon om JCEs återkallande av Erbjudandet med stöd av Villkoret vore förenligt med god sed på aktiemarknaden och därmed även huruvida det är förenligt med Takeoverreglerna att villkora Erbjudandet av Villkoret.

JCE anför i sitt yttrande över framställningen i huvudsak följande.

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

Semcon menar även att Villkoret skall anses som ett kringgående av objektivitetskravet eftersom det är svårt att avgöra huruvida bristande uppfyllelse av Villkoret är av väsentlig betydelse för JCE eller inte. JCE vill härvid påpeka att det enligt Takeover-reglerna måste ske en väsentlighetsprövning då ett villkor har ställts upp, vilket inte faller under det första eller andra undantaget enligt punkten II.5 andra stycket Takeover-reglerna. Mot bakgrund av ovanstående har JCE svårt att se på vilka grunder Semcon anser att själva väsentlighetsprövningen skulle ge upphov till att villkoret inte längre kan anses som objektivt verifierbart. Väsentlighetsprövningen, såsom den framgår i Takeover-reglerna, innebär ju endast ett skydd för de accepterande aktieägarna mot att en budgivare inte skall kunna återkalla ett erbjudande om ett villkor inte är uppfyllt utan att budgivaren har gjort en noggrann avvägning om villkorets betydelse i den specifika situationen och huruvida han bör frånfalla villkoret och fullfölja erbjudandet trots att det inte har uppfyllts.

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

Semcon har härvid dessutom hänvisat till att Villkoret innebär att JCE, även om villkoren för erbjudandet avseende Cybercom inte uppfylls, kan uppfylla Villkoret genom att efterge det-

samma och besluta att fullfölja erbjudandet avseende Cybercom och att Villkoret redan på denna grund torde vara oförenligt med Takeover-reglerna.

Takeover-reglerna, som ju har sin bakgrund i ett bud där budgivaren på tveksamma grunder återkallade sitt erbjudande, syftar till att skydda aktieägarna i ett målbolag som accepterat ett erbjudande genom att begränsa budgivarens möjlighet att godtyckligt *återkalla* ett lämnat erbjudande. Däremot inskränker Takeover-reglerna inte möjligheten för en budgivare att förbehålla sig rätten att frånfalla ett visst uppsatt villkor och *fullfölja* ett erbjudande. JCE har i Erbjudandet förbehållit sig rätten att frånfalla samtliga uppställda villkor och fullfölja Erbjudandet, vilket bl.a. även innebär att de förbehållit sig rätten att fullfölja Erbjudandet vid en lägre acceptansnivå än angivna 90 % eller för det fall det brister i uppfyllandet av ett enskilt villkor som kan anses ha väsentlig betydelse för JCE. Budgivarens möjlighet att välja att frånfalla ett eller flera villkor och fullfölja ett erbjudande är inte vad som enligt Takeover-reglerna avses med att budgivaren har ett ”avgörande inflytande över villkorets uppfyllande”.

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

Semcon påpekar härutöver att JCE med hänvisning till att Villkoret inte är uppfyllt, kan välja att inte fullfölja Erbjudandet trots att det finns en anslutning på mer än 90% av aktieägarna i Semcon. JCE vill framhålla att samma möjlighet finns för JCE att frånträda Erbjudandet med stöd av de övriga sex villkor som JCE ställt upp för det fall att de kan anses ha väsentlig betydelse för JCE:s förvärv av Semcon, även om anslutningen i Erbjudandet överstiger 90%. JCE kan därmed inte anses ha större inflytande över Villkoret än över något av de övriga villkor som angivits.

Semcon har i sin framställan kommit fram till att bristande uppfyllande av Villkoret inte kan anses vara av sådan väsentlig betydelse som anges i Takeover-reglerna. Enligt JCE:s uppfattning är frågan huruvida Villkorets utformning är förenlig med Takeover-reglerna och den eventuella väsentlighetsbedömning som måste göras för det fall att JCE vill återberopa bristande uppfyllelse av Villkoret för att återkalla Erbjudandet två skilda saker.

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

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

ve bolag.

JCE anser det vara av stor vikt att en budgivare har möjlighet att lämna denna typ av erbjudanden på den svenska aktiemarknaden. För det fall det skulle anses att Villkoret strider mot god sed på aktiemarknaden kommer det att medföra att sådan konsolidering som eftersträvas i detta fall kommer att försvåras. För att den svenska aktiemarknaden skall fungera smidigt måste det finnas en möjlighet för en budgivare att identifiera flera bolag inom samma bransch för offentliga uppköpserbjudanden med syfte att konsolidera dessa.

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

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

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

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

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

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

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Lagen är tillämplig på sådana uppköpserbjudanden 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 Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden ("Takeoverreglerna") skall följas. Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i Takeoverreglerna ge besked om hur reglerna skall tolkas och tillämpas.

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

Som har framgått av framställningen följer av punkten II.5 andra stycket i Takeoverreglerna att kan en budgivare återkalla sitt erbjudande om budgivaren uppställt annat villkor för erbjudandets fullföljande och det står klart att detta villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas och detta är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.

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

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

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

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

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

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman