

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:30

2008-09-01

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 8 juli 2008 en framställan från OMX Nordic Exchange Stockholm ("OMX") med anledning av Cyril Acquisition AB:s ("Cyril") agerande i samband med bolagets erbjudande att förvärva samtliga utestående aktier och konvertibler i Cision AB ("Cision"). Framställningen gäller tolkning av Takeover-reglerna och god sed på den svenska aktiemarknaden.

FRAMSTÄLLNINGEN

I framställningen till nämnden anfördes följande.

Den 5 juni 2008 lämnade Cyril ett pressmeddelande i vilket uppgavs att bolaget i ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i Cision hade fått in 40 251 412 aktier och att Cyril totalt innehade aktier som representerade 64,1 % av det totala antalet aktier och röster i Cision. Anmälningensperioden hade avslutats den 2 juni 2008.

I pressmeddelandet angavs vidare att erbjudandet var villkorat av att erforderliga myndighetstillstånd skulle erhållas. I avvaktan på det återstående godkännandet från konkurrensmyndigheter förlängdes anmälningensperioden till den 12 juni 2008 kl. 16.

Den 18 juni 2008, dvs. nästan en vecka efter anmälningensperiodens slut, skickade Cyril Acquisition ut ett nytt pressmeddelande. Av detta framgick att Cyril uppnått ett innehav som representerade 65,0 % av det totala antalet aktier och röster i Cision. Detta innebar att man hade fått acceptera på endast 669 453 aktier under den förlängda anmälningensperioden.

I meddelandet den 18 juni fanns en uppgift om att erforderliga myndighetstillstånd hade er-

hållits. Däremot fanns inte någon uppgift om huruvida budgivaren hade för avsikt att fullfölja budet. Dock angavs i meddelandet att Kammarrätten hade beslutat i ett skattemål som drivits mot bolaget, och att Cyril med anledning av detta hade gjort ett prospekttillägg. På grund av detta tillägg angavs att, i enlighet med lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, rätten för aktieägarna att återkalla sin accept kvarstod fram till den 25 juni 2008 kl. 16.

Slutligen angavs att Cyril Acquisition under denna period avsåg att utvärdera de möjligheter som kunde finnas att tillgå, inklusive att återkalla budet eller att fullfölja budet med en lägre acceptansgrad.

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställer OMX att nämnden uttalar sig om huruvida en budgivare snarast efter anmälningens periodens slut ska meddela hur budet utfallit samt om budet förlängs eller fullföljs.

CYRIL AQUISITIONS YTTRANDE

Cyril Acquisition har yttrat sig över framställningen. Inledningsvis anges i yttrandet datum för samtliga pressmeddelanden med anledning av erbjudandet. Därefter kommenteras de tre frågor som framgår av framställningen.

Pressmeddelanden (30 april -23 juni 2008)

- | | |
|----------|--|
| 30 april | Cyril Acquisition offentliggör erbjudandet. |
| 30 april | Cisions styrelse kommenterar erbjudandet samt offentliggör prognos för 2008. |
| 5 maj | Cyril Acquisition offentliggör erbjudandehandlingen enligt vilken acceptfristen löper till och med den 26 maj. |
| 13 maj | Cisions styrelse meddelar att deras formella uttalande avseende erbjudandet kan förväntas den 20 maj. |
| 20 maj | Cisions styrelse offentliggör sitt formella uttalande avseende erbjudandet. |

- 22 maj Cyril Acquisition meddelar att acceptfristen förlängs till och med den 2 juni.
- 5 juni Cyril Acquisition offentliggör utfallet av erbjudandet och meddelar att acceptfristen förlängs till och med den 12 juni.
- 12 juni Cision offentliggör positivt utfall av skatteprocess.
- 18 juni Cyril Acquisition offentliggör tillägg till erbjudandehandling med hänvisning till Cisions pressmeddelande avseende utfallet i skatteprocessen och informerar om den återkallelserätt som följer härav, samt offentliggör utfallet av erbjudandet.
- 18 juni Cision vinstvarnar.
- 23 juni Cyril Acquisition återkallar erbjudandet.
- 23 juni Cision informerar om återkallelsen.

Fråga 1 – Tidpunkt för pressmeddelande

Den förlängda acceptfristen löpte ut torsdagen den 12 juni 2008 kl. 16.00. Utfallet av erbjudandet offentliggjordes onsdagen den 18 juni 2008 före handelsdagens inledning. Antalet arbets-/handelsdagar mellan acceptfristens utgång och offentliggörandet var således tre (fredag, måndag och tisdag).

Enligt punkt II.17 i budreglerna skall budgivaren ”snarast” genom pressmeddelande offentliggöra bl.a. utfallet av erbjudandet. Regeln gäller utfall under såväl initial anmälningsperiod som under förlängning. Såvitt Cyril Acquisition känner till finns inte några tidigare uttalanden från Aktiemarknadsnämnden eller börsen som i sammanhanget preciserar uttrycket ”snarast”. OMX har ställt frågan om hur begreppet bör tolkas.

En genomgång av offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden under perioden 2006 – 2008 ger vid handen att tiden mellan acceptfristens utgång och därpå följande pressmeddelande från budgivaren vid flera tillfällen har varit lika lång som, och i vissa fall längre än, i förevarande fall. Det kan således konstateras att antalet arbets-/handelsdagar mellan utgången av acceptfristen den 12 juni och pressmeddelandet den 18 juni inte avviker från vad som är relativt vanligt förekommande på marknaden. Det kan dock även konstateras att tidsutdräkten ändå blev något längre än efter utgången av den initiala acceptfristen. Att pressmeddelandet gick ut något senare än planerat berodde framför allt på att det föregicks av

en intern diskussion om huruvida budgivaren var skyldig att registrera ett tillägg till erbjudandehandlingen med anledning av det pressmeddelande om positiv utgång i en större skatteprocess som Cision offentliggjorde den 12 juni, alltså samma dag som den förlängda acceptfristen löpte ut. Den initiala bedömningen var, med viss tvekan, att något tillägg inte behövdes. Denna bedömning reviderades dock senare i ljuset av hur den nya informationen värderades av marknadsanalytiker, se vidare nedan. Eftersom registrering av ett tillägg medför återkallelserätt var frågan förstås av stor betydelse för budgivaren. Frågan var vidare svårbedömd (se nedan), vilket föranledde viss tidsutdräkt.

Sammanfattningsvis är det således Cyril Acquisitions ståndpunkt att pressmeddelandet den 18 juni skedde inom tidsramarna enligt marknadspraxis samt att det förelåg sakliga skäl för Cyril Acquisition att handla enligt den tidsplan som följdes. Om Aktiemarknadsnämnden skulle slå fast att tre arbets-/handelsdagar ändå i princip är en alltför lång tid för att rymmas inom begreppet ”snarast”, anser Cyril Acquisition att de mycket speciella omständigheterna i det enskilda fallet, nämligen att ny väsentlig information offentliggjordes av målbolaget under acceptfristens sista dag i kombination med att tydlig praxis kring tillämpning av reglerna om tilläggsprospekt saknas, bör medföra att kravet ändå anses uppfyllt i förevarande fall, samt att Aktiemarknadsnämndens klargörande av begreppet ”snarast” i förevarande sammanhang endast gäller för framtida uppköpserbjudanden.

Fråga 2 – Krav på tillägg till erbjudandehandlingen

Av 2 kap. 34 § lagen om handel med finansiella instrument (LHF) följer att tilläggsprospekt skall upprättas efter ”[v]arje ny omständighet, sakfel eller förbiseende som kan påverka bedömningen av överlåtbara värdepapper som omfattas av ett prospekt och som inträffar eller uppmärksammas efter det att prospektet har godkänts men innan anmälningstiden [...] löper ut [...]”. Ordalydelsen (”[v]arje omständighet” som ”kan påverka”) är relativt vittomfattande och i förarbetena till regeln om tilläggsprospekt konstateras: ”Det kan säkert uppstå situationer där det rent objektivt kan vara svårt att avgöra om omständigheten eller sakfelet är av den digniteten att den kan påverka bedömningen av de finansiella instrumenten. I en sådan situation torde det vara en fördel om den som upprättat prospektet också upprättar ett tillägg till detta, för att ge investerarna så fullständig information som möjligt och för att undgå risken att det i efterhand vid en rättslig prövning slås fast att ett tillägg borde ha upprättats” (prop

2004/05:158 s 184).

Av 2 a kap. 11 § LHF följer att 2 kap. 34 § gäller även för erbjudandehandlingar. OMX har ställt frågan om ett tillägg till erbjudandehandlingen krävdes i förevarande fall.

Enligt Cisions pressmeddelande den 12 juni hade kammarrätten upphävt länsrättens dom angående eftertaxering av Cision med 173 Mkr plus ränta. Detta belopp (exklusive ränta) motsvarar cirka 11,5 procent av Cisions värde baserat på priset i erbjudandet och cirka 19 procent av Cisions värde baserat på sista betalkurs före erbjudandets offentliggörande. Storleken av beloppet gör att det ligger nära till hands att anse att informationen var en omständighet som kunde påverka bedömningen av Cisions aktier, vilket skulle föranleda krav på tillägg till erbjudandehandlingen. Efter viss tvekan gjordes dock bedömningen att så ändå inte borde anses vara fallet eftersom Cision inte hade gjort någon reservering för skattekostnaden, varför domen inte fick någon effekt på Cision-koncernens resultat och finansiella ställning.

Efter att Cyril Acquisition initialt hade övervägt att inte upprätta något tillägg till erbjudandehandlingen kom det till Cyril Acquisitions kännedom att marknaden uppfattat den offentliggjorda domen som mer betydelsefull än vad Cyril Acquisition hade gjort. Detta kom till uttryck bl.a. i en justerad riktkurs från analytiker (SEB justerade riktkursen från 20 till 22 kronor, alltså en höjning om 10 procent). Baserat på denna information reviderade Cyril Acquisition sin bedömning i frågan om tillägg på den grunden att det kunde blir svårt att hävda att skattedomen inte kunde påverka bedömningen av Cisions aktier när det faktiskt redan hade påverkat den bedömning som gjordes av professionella analytiker. Således upprättades ett tillägg till erbjudandehandlingen vilket registrerades vid Finansinspektionen. Cyril Acquisition menar att det med hänsyn till det sagda och i brist på klargörande praxis svårligen kan hävdas med någon säkerhet att tillägg inte krävdes och att det i en sådan situation skulle ha varit olämpligt att underlåta att upprätta ett tillägg till erbjudandehandlingen. Även det faktum att Finansinspektionen faktiskt registrerade tillägget ger stöd för denna bedömning.

Fråga 3 – Samspel mellan reglerna om tillägg till erbjudandehandlingen och budreglerna

Av 2 kap. 34 § LHF följer att personer som har accepterat ett erbjudande har rätt att återkalla sin anmälan inom fem arbetsdagar från offentliggörandet av ett tillägg till ett prospekt (eller

erbjudandehandling, se 2 a kap. 11 § samma lag och ovan).

OMX har ställt frågan vilken effekt ovan nämnda återkallelserätt, för personer som har accepterat ett erbjudande, skall anses ha för budgivarens skyldighet enligt budreglerna att meddela om budgivaren återkallar, förlänger eller fullföljer erbjudandet. Även här är det punkt II.17 i budreglerna som är aktuell.

Vad först gäller meddelande om att *återkalla* erbjudandet, hade Cyril Acquisition enligt budreglerna och villkoren i erbjudandet *rätt* att fullfölja och/eller förlänga. Då kan det förstås inte ha förelegat någon *skyldighet* att återkalla erbjudandet.

Vad sedan gäller meddelande om att *fullfölja* erbjudandet, kan det konstateras att pressmeddelandet ”i förekommande fall” ska ange huruvida budgivaren har beslutat att fullfölja erbjudandet trots att villkor för erbjudandet inte uppfyllts. I förevarande fall var erbjudandet föremål för sedvanligt 90-procentsvillkor, vilket inte var uppfyllt. Det fanns således ingen skyldighet för Cyril Acquisition att besluta att fullfölja erbjudandet eller, i frånvaron av ett sådant beslut, upplysa om detta i pressmeddelandet. Det kan i sammanhanget även konstateras att villkoren för bankfinansieringen av erbjudandet inte medgav att erbjudandet fullföljdes under 90 procent, vilket angavs i det initiala pressmeddelandet den 30 april och i erbjudandehandlingen. Cyril hade således inte heller *möjlighet* att fullfölja erbjudandet i detta skede.

Vad slutligen gäller meddelande om att *förlänga* acceptfristen, gäller även här att pressmeddelandet ”i förekommande fall” skall innehålla upplysning därom. Budreglerna innebär alltså ingen skyldighet för budgivaren att förlänga acceptfristen. Detta avgör budgivaren själv. Frågan är då om ett krav på förlängning av acceptfristen ändå skall anses gälla vid tillämpning av reglerna om återkallelse av accept efter att ett tillägg till en erbjudandehandling har offentliggjorts. Att ålägga budgivare en sådan skyldighet utan stöd i budreglerna eller i lagen om handel med finansiella instrument kan enligt Cyril Acquisition inte komma i fråga, åtminstone inte med retroaktiv verkan. Att förlänga ett erbjudande som budgivaren har rätt att tråda tillbaka från är en för budgivaren lika långtgående rättshandling som att från början avge erbjudandet. En skyldighet att förlänga ett erbjudande skulle alltså vara att jämställa med budplikt. Budplikt, om än i en mycket speciell situation, kräver rimligen uttryckligt stöd i det regelverk som budgivaren har att rätta sig efter.

Om nu Cyril Acquisition inte hade någon skyldighet att *återkalla*, och inte heller hade någon skyldighet att *fullfölja*, eller *förlänga*, kan det ändå ha förelegat en skyldighet att välja åtminstone *någon* av de tre åtgärderna? Här bör det uppmärksammas att det under en period då återkallelserätt gäller förstås är omöjligt att bedöma anslutningsgraden till erbjudandet. Att kräva att budgivaren ”i blindo” väljer mellan att *återkalla* och *fullfölja* i denna situation är enligt Cyril Acquisition inte rimligt. Om inget av dessa alternativ väljs, ska det då finnas en skyldighet att åtminstone *förlänga*? Med hänsyn till vad som har sagts ovan om hur ingripande ett krav på förlängning skulle vara, framstår inte heller detta som rimligt. Det kan då möjligen invändas att ett sådant krav kanske ändå inte skulle vara så betungande, eftersom en budgivare som absolut inte vill förlänga då istället skulle kunna återkalla erbjudandet. Denna invändning har möjligen fog för sig, men det är svårt att se på vilket sätt en sådan regel skulle gynna målbolagsaktieägarna. I sammanhanget kan det även vara värt att notera att en förlängning av erbjudandet inte, till skillnad från ett fullföljande eller återkallande, skapar någon klarhet på marknaden om transaktionen kommer att genomföras eller inte, vilket torde minska värdet från ett marknadsperspektiv av att tolkningsvis ålägga budgivaren en förpliktelse att förlänga i en situation som den föreliggande. Eftersom de aktieägare som redan har accepterat erbjudandet ju även har rätt att återkalla sina accepter – det är ju det som skapar själva svårigheten i detta fall – behövs inte heller förlängningen för att ”öppna” återkallelserätten igen, vilket ju i normala fall gäller när villkor som budgivaren har förbehållit sig rätten att disponera över kvarstår efter acceptfristens utgång.

Sammanfattningsvis anser Cyril Acquisition att samspelet mellan budreglerna och lagen om handel med finansiella instrument i den aktuella situationen visserligen är komplicerat, men att en budgivare rimligtvis inte utan uttryckligt regelstöd kan vara skyldig att besluta huruvida ett erbjudande ska återkallas eller fullföljas innan tiden för återkallelse av accepter har löpt ut. Om man accepterar detta resonemang accepterar man således att marknaden under den period då accepter kan återkallas hålls i osäkerhet om huruvida transaktionen kommer att genomföras eller ej, vilket ju blir fallet oavsett om erbjudandet förlängs eller inte. Att under de förevarande, låt vara mycket speciella, omständigheterna tvinga budgivaren att ”i blindo” ta ställning i en så central fråga som erbjudandets bestånd, kan enligt Cyril Acquisition inte komma i fråga.

OMX kommentar

OMX har i en kommentar till Cyril Aquisitions yttrande hemställt att nämnden klargör hur begreppet "snarast" skall tolkas i en situation där budet har förlängts och där endast ett mycket litet antal aktier lämnats in i förlängningen. Vidare kvarstår enligt OMX:s mening frågan om det inte är så att en budgivare, oavsett om ett tillägg till erbjudandehandlingen har gjorts, enligt punkt II 17 skall offentliggöra huruvida budgivaren avser fullfölja, förlänga eller frånfalla budet då utfallet presenteras.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i bl.a. ett svenskt aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. Bestämmelserna är tillämpliga på ett sådant uppköpserbjudande som avses i framställningen till nämnden.

Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs där bolagets aktier är noterade har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär, såvitt avser ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm att "OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden" ("Takeover-reglerna") skall följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka Takeover-reglerna (punkten I.2).

Cyril Aquisition ("Cyril") lämnade ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i Cision den 30 april 2008. Cyril erbjöd 20 kr kontant för varje aktie i Cision. I enlighet med lagens krav hade Cyril innan erbjudandet lämnades åtagit sig att följa Takeover-reglerna.

I Cyrils erbjudande uppställdes vissa s.k. fullföljandevillkor. Ett av dessa villkor var att erbjudandet skulle fullföljas endast om erbjudandet accepterades i sådan utsträckning att Cyril blev ägare till aktier som representerade mer än 90 procent av det totala antalet aktier i Cision. Cyril förbehöll sig emellertid rätten att helt eller delvis frånfalla detta villkor och fullfölja erbjudandet vid en lägre acceptansgrad.

En erbjudandehandling offentliggjordes den 5 maj. Acceptfristen i erbjudandet löpte inledningsvis till och med den 26 maj men förlängdes sedermera till och med den 2 juni kl. 16.00.

Den 5 juni offentliggjorde Cyril i enlighet med punkten II.17 i Takeover-reglerna utfallet av erbjudandet. Cyril hade då fått in acceptor från ägare till närmare 41 milj. aktier och uppnått ett innehav om drygt 64 procent av samtliga aktier och röster i Cision. Cyril förlängde samtidigt acceptfristen ännu en gång, nu till och med den 12 juni kl.16.00.

I punkten II.17 i Takeover-reglerna föreskrivs att budgivaren efter acceptfristens utgång snarast ska offentliggöra bl.a. hur många aktier i målbolaget som omfattas av gjorda acceptor och hur stor andel av aktiekapitalet och röstetalet i målbolaget som dessa representerar. Den sammanräkning av acceptor från ägare med närmare 41 milj. aktier som resulterade i Cyrils första pressmeddelande om utfallet, den 5 juni, var slutförd inom tre dagar från den acceptfristens utgång. Av handlingarna framgår att Cyril under den förlängda acceptfristen, 6 - 12 juni, fick in acceptor från ägare med knappt 700.000 aktier, motsvarande knappt 1 procent av samtliga aktier i Cision och således totalt uppnådde ett innehav som representerade 65 procent av samtliga aktier och röster i Cision. Vid vilken tidpunkt sammanräkningen av de ytterligare knappt 700.000 aktierna under den sista förlängningen var genomförd framgår inte av Cyrils yttrande. Aktiemarknadsnämnden förstår emellertid yttrandet så att sammanräkningen i vart fall var genomförd i god tid före den 18 juni. I yttrandet säger Cyril att det faktum att ”pressmeddelandet gick ut något senare än planerat berodde framför allt på att det föregicks av en intern diskussion om huruvida budgivaren var skyldig att registrera ett tillägg till erbjudandehandlingen”.

Aktiemarknadsnämnden vill påpeka att det i punkten II.17 uppställda kravet att utfallet skall meddelas snarast efter anmälningstidens utgång innebär att offentliggörande skall ske så snart budgivaren har kunskap om utfallet. Bestämmelsen lämnar inte budgivaren något utrymme för betänketid efter det att denne har fått sådan kunskap. I uttrycket ”snarast” ligger också en anvisning till budgivaren och dennes rådgivare att sammanräkningen skall ske skyndsamt. Utfallet i erbjudandet är en uppgift om faktiska förhållanden som är viktig för marknaden och prissättningen av målbolagets aktier. Av de uppgifter Cyril lämnat framgår att tidpunkten för offentliggörande av utfallet slutligen styrts av andra överväganden än kunskap om utfallet. Cyril har på den punkten agerat i strid med Takeover-reglerna.

Vad därefter gäller frågan om tillägg till erbjudandehandlingen gör nämnden följande överväganden.

Cision offentliggjorde genom ett pressmeddelande den 12 juni, samma dag som den förlängda acceptfristen löpte ut, att kammarrätten upphävt ett eftertaxeringsbeslut avseende Cision. I pressmeddelandet konstaterades att domen inte påverkade Cisions resultat eller finansiella ställning.

Cyril, som i erbjudandehandlingen uppmärksammat den pågående skatteprocessen och därvid utgått från att processen skulle sluta på ett för Cision positivt sätt, övervägde i anledning av kammarrättens dom om ett tillägg behövde göras till erbjudandehandlingen men kom till slutsatsen att det inte behövdes. Denna slutsats reviderades emellertid senare, när det kommit till Cyrils kännedom att ”marknaden uppfattat den offentliggjorda domen som mer betydelsefull än vad Cyril Acquisition hade gjort”, något som ”kom till uttryck bl.a. i en justerad riktkurs från analytiker (SEB justerade riktkursen från 20 till 22 kronor)”.

Bestämmelser om tillägg till erbjudandehandling finns i dels Takeover-reglerna, dels lagen om handel med finansiella instrument (LHF). I punkten II.6 Takeover-reglerna föreskrivs att ett tillägg till erbjudandehandlingen ska upprättas, om det före acceptfristens utgång inträffar någon väsentlig händelse eller framkommer någon omständighet eller felaktighet i erbjudandehandlingen som kan påverka bedömningen av erbjudandet. Bestämmelsen överlappas delvis av bestämmelser i LHF. I 2 kap. 34 § LHF, som handlar om prospekt, föreskrivs att ett tillägg till ett framlagt prospekt skall upprättas efter ”[v]arje ny omständighet, sakfel eller förbiseende som kan påverka bedömningen av överlåtbara värdepapper som omfattas av ett prospekt och som inträffar eller uppmärksammas efter det att prospektet har godkänts men innan anmälningstiden [...] löper ut [...]”. I 2 a kap. 11 § LHF föreskrivs att vad som sägs i 2 kap. 34 § också ska gälla för erbjudandehandlingar.

Nämnden vill i detta sammanhang peka på att Cyril redan i erbjudandehandlingen uppmärksammat den pågående skatteprocessen och därvid räknat med ett positivt utfall. Kammarrättens dom var emellertid så betydelsefull att någon kritik inte kan anföras mot att Cyril gjorde ett tillägg till erbjudandehandlingen. Detta borde dock ha skett i omedelbar anslutning till att domen meddelades. Cyril och dess rådgivare kan därför inte undgå kritik för att bolaget dröjde till den 18 juni med att offentliggöra tillägget.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Bo Svensson (ordförande), Marianne Lundius (vice ordförande), Ulf Aspenberg, Jan-Mikael Bexhed, Kajsa Lindståhl, Ulf Magnusson och Jan Stenberg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

Rolf Skog