

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:24

2010-06-09

BESLUT

Providence har i de hänseenden som aktualiseras i Bures framställning till Aktiemarknadsnämnden inte agerat i strid med Takeover-reglerna eller i övrigt i strid med god sed på aktiemarknaden.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 31 maj 2010 en framställning från Linklaters Advokatbyrå AB på uppdrag av Bure Equity AB. Framställningen rör god sed på aktiemarknaden vid höjning av vederlaget i ett offentligt uppköpserbjudande på aktiemarknaden i en situation då två konkurrerande erbjudanden föreligger.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

Den 22 april 2010 offentliggjorde Providence Education International AB ("Providence") ett rekommenderat kontanterbjudande om 170 kronor per aktie i AcadeMedia AB (publ) ("AcadeMedia") ("Providence-erbjudandet"). Providence-erbjudandet är bl.a. villkorat av att styrelsen (eller den del av styrelsen som uttalar sig om Providence-erbjudandet) för AcadeMedia rekommenderar aktieägarna i AcadeMedia att acceptera Providence-erbjudandet och att en sådan rekommendation inte har återkallats eller att styrelsen (eller den del av styrelsen som uttalar sig om Providence-erbjudandet) för AcadeMedia ändrar sin rekommendation på ett sätt som motsvarar ett återkallande av rekommendationen.

Enligt en bestämmelse i bolagsavtalet för den fond som kontrollerar Providence får fonden inte överta kontrollen över ett noterat bolag, om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen vid tidpunkten då investeringen görs. Före offentliggörandet av Providence-erbjudandet hemställde Providence därför om uttalande från Aktiemarknadsnämnden, huruvida det var förenligt med NASDAQ OMX Stockholms regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ("Takeover-reglerna") att villkora Providence-erbjudandet av styrelsens rekommendation.

Av nämndens uttalande framgår bl.a. att följande skäl har angivits av Providence som motiv för det ovan omnämnda fullföljandevillkoret i Providence-erbjudandet:

"Fonden måste därför, för att inte bryta mot Fondbestämmelsen, försäkra sig om följande för att Providence skall kunna genomföra Erbjudandet:

- (i) att målbolagets styrelse rekommenderar aktieägarna att acceptera Erbjudandet, och
- (ii) att en sådan rekommendation kvarstår under hela erbjudandets löptid (och heller inte dras tillbaka).

Fullföljandevillkoret är därför direkt avgörande för om Providence skall kunna genomföra Erbjudandet utan att överträda Fondbestämmelsen."

Aktiemarknadsnämnden fastställde att det med beaktande av de speciella omständigheterna i det aktuella fallet var förenligt med Takeover-reglerna att villkora Providence-erbjudandet på sätt som avsågs att göra, se AMN 2010:16.

Enligt ett avtal med Providence av den 6 april 2010 har Bure förbundit sig att under vissa förutsättningar acceptera Providence-erbjudandet ("Åtagandet"). Bure innehar aktier motsvarande cirka 13,6 procent av det totala antalet aktier och röster i AcadeMedia.

EQT:s bud och efterföljande händelser

Den 28 april 2010 offentliggjorde EQT V Limited ("EQT") ett rekommenderat kontant-erbjudande om 190 kronor per aktie i AcadeMedia. I samband med att EQT lämnade sitt konkurrerande bud drog AcadeMedias budkommitté (budkommittén är en kommitté tillsatt av AcadeMedias styrelse för att hantera erbjudandena) tillbaka sin rekommendation av Providence-erbjudandet och rekommenderade istället EQT:s erbjudande. EQT:s erbjudande är bl.a. villkorat av att det accepteras i sådan utsträckning att budbolaget blir ägare till mer än 90 procent av det totala antalet aktier i AcadeMedia.

Den 6 maj offentliggjorde Providence att restriktionen i bolagsavtalet inte innefattar någon begränsning att förvärva aktier i ett noterat bolag som inte resulterar i kontroll även om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen vid tidpunkten då investeringen görs. Härvid har Providence varken meddelat att Providence har haft för avsikt att eventuellt fullfölja ett icke rekommenderat erbjudande eller att Providence har haft för avsikt att höja sitt erbjudande i en sådan begränsad omfattning att budet skulle komma att betraktas som fientligt av AcadeMedias Budkommitté.

Bure har den 11 maj 2010 accepterat Providence-erbjudandet genom att reservera sina aktier i AcadeMedia på ett apportkonto i Handelsbanken. Accepten av Providence-erbjudandet lämnades således när EQT:s erbjudande fortfarande var 190 kronor och villkorades bl.a. av att Providence höjde vederlaget i Providence-erbjudandet till minst 190 kronor senast den 17 maj 2010.

Den 16 maj 2010 offentliggjorde EQT att vederlaget i EQT:s erbjudande höjdes från 190 kronor till 205 kronor. Därefter, den 17 maj 2010, offentliggjorde Providence att Providence-erbjudandet höjdes från 170 kr per aktie till 190 kr per aktie, d.v.s. till en lägre budnivå än EQT:s höjda erbjudande. Budkommittén i AcadeMedia har rekommenderat aktieägarna att inte acceptera Providence höjda bud om 190 kronor per aktie. Budkommittén har vidare uttalat att Providence-erbjudandet ska betraktas som fientligt och uppmanat Providence att klargöra sina intentioner.

AcadeMedias budkommitté har uttalat och offentliggjort bl.a. följande om Providence-erbjudandet.

”Enligt budkommitténs bedömning utgör Providences erbjudande ett fientligt bud eftersom Providence överväger att fullfölja erbjudandet utan en rekommendation från budkommittén. Det framstår som olämpligt, och det riskerar att skapa oklarhet för AcadeMedias aktieägare, att höja ett erbjudande till en nivå som fortfarande understiger det högsta erbjudandet i marknaden.”

Acceptperioden i Providence-erbjudandet löper ut den 3 juni 2010 medan acceptperioden i EQT:s erbjudande löper ut den 31 maj 2010.

Fråga 1

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs för det första att nämnden uttalar sig om huruvida det, utifrån Providences ovan beskrivna agerande, är förenligt med Takeover-reglerna och i övrigt med god sed på aktiemarknaden att, mot bakgrund av den information som givits angående Providences behov av styrelsens rekommendation under hela erbjudandets löptid, höja ett kontanterbjudande till en nivå som understiger den högre budnivån i ett konkurrerande kontantbud.

Skäl

Providence har i budpressmeddelandet och erbjudandehandlingen villkorat Providence-erbjudandet av att målbolagsstyrelsens rekommendation erhålls och inte återkallas. Då ett sådant villkor enligt Takeover-reglerna normalt sett inte är tillåtet att ställa upp, har Providence hos Aktiemarknadsnämnden hemställt om godkännande att uppställa villkoret i Providence-erbjudandet.

Aktiemarknadsnämndens uttalande (inkluderande en redogörelse för den regel i de fondbestämmelser som förhindrar Providence från fientliga övertaganden), tillsammans med informationen i budpressmeddelandet och erbjudandehandlingen om villkoret, liksom övriga villkor (Providence-erbjudandet innehåller ett 90-procentsvillkor liksom ett villkor om konkurrerande bud), ger en bild av att Providence inte hade för avsikt att fullfölja Providence-

erbjudandet om AcadeMedias styrelse inte rekommenderar Providence-erbjudandet. I sin ansökan till Aktiemarknadsnämnden, så som den refereras i nämndens uttalande, har Providence angivit att det är nödvändigt att rekommendationen kvarstår under hela erbjudandets löptid för att Providence ska kunna genomföra Providence-erbjudandet. Härvid har ingenting nämnts om att Providence har haft för avsikt att fullfölja Providence-erbjudandet även i det fall det står klart att det kommer att betraktas som fientligt.

Även om det inte kan uppställas något generellt krav på att en budgivare i förväg måste klargöra huruvida uppställda, frånfallbara, villkor kommer att utnyttjas eller ej, föreligger, mot bakgrund av den information som funnits tillgänglig på marknaden (vilket bl.a. innefattar den information som lämnats av Providence till Aktiemarknadsnämnden såsom framgår av AMN 2010:16) och med hänsyn till den komplexa situation som råder kring budstriden, samt risken för att aktieägarna går miste om möjligheten att dra fördel av EQT:s högre rekommenderade erbjudande om 205 kronor per aktie, behov av en särskild tydlighet från budgivarna.

Det råder stor osäkerhet kring Providences avsikter. Det finns flera möjliga skäl till Providences agerande. Det kan bl.a. tänkas att Providence enbart har för avsikt att skapa en förhandlingssituation i förhållande till EQT, utan syfte att fullfölja Providence-erbjudandet även om aktier lämnas in i Providence-erbjudandet som en följd av Åtagandet, eller av annan aktieägare som av misstag lämnar in sina aktier i Providence-erbjudandet trots att EQT:s erbjudande är väsentligt högre. Vidare kan tänkas att Providence har för avsikt att ta kontrollen över AcadeMedia genom att först förvärva 13,6 procent av aktierna i AcadeMedia genom Åtagandet och därmed blockera EQT:s erbjudande som innehåller ett villkor om acceptans avseende mer än 90 procent av aktierna i AcadeMedia, varpå en stor andel av aktierna i AcadeMedia kan komma att ges in i Providence-erbjudandet om EQT:s erbjudande dras tillbaka. Providence kan även ha avsikten att hålla på de aktier som kan komma att ges in i Providence-erbjudandet som en långsiktig investering, alternativt lämna in aktierna i EQT:s erbjudande förutsatt att EQT förlänger acceptperioden i sitt erbjudande. Redan ett innehav om 13-20 procent av aktierna i AcadeMedia kan innebära de facto kontroll av bolaget och väsentligt inflytande i flera viktiga hänseenden, såsom styrelseval.

Det måste anses stå i strid mot god sed på aktiemarknaden att, mot bakgrund av den bild av att Providence inte har haft för avsikt att fullfölja Providence-erbjudandet om AcadeMedias styrelse inte rekommenderar Providence-erbjudandet som Providence har förmedlat till såväl marknaden som till Aktiemarknadsnämnden i samband med att Providence ansökte om godkännande av villkoret om rekommendation från styrelsen, vidta en budhöjning som saknar alla förutsättningar att leda till att budet blir rekommenderat, oavsett vilket syfte som ligger bakom budhöjningen. Providence har inte i samband med hemställan om att erhålla nämnda godkännande nämnt att det har varit ett tänkbart alternativ att försöka ta kontrollen över AcadeMedia, eller i övrigt förvärva aktier i AcadeMedia, genom ett fientligt bud. Även om Providence visserligen uppgav att fonden enligt bolagsavtalet är förhindrad att *överta kontrollen* över ett noterat bolag om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen, har Providence samtidigt bl.a. uttryckt att fullföljandevillkoret är *direkt avgörande* för om Providence ska kunna genomföra sitt erbjudande. Providence borde ha upplyst Aktiemarknadsnämnden, i samband med sin hemställan till Aktiemarknadsnämnden, och marknaden om att det var fullt möjligt för Providence att stå bakom ett fientligt erbjudande.

I vart fall måste det stå i strid med Takeover-reglerna att Providence, i kontrast med den bild som Providence givit marknad och aktieägare, vidtagit en budhöjning till 190 kr per aktie, trots att budet även efter höjningen saknar förutsättningar att erhålla en rekommendation. Enligt Takeover-reglerna ska innehavarna av värdepapper i ett målbolag ges tillräcklig information, bl.a. i erbjudandehandlingen, för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. Providence har inte förklarat avsikterna med sitt agerande till marknaden och aktieägarna. Syftet med budhöjningen får dock antas, eller kan åtminstone inte uteslutas, vara att i enlighet med Providence-erbjudandets utformning, vilken uttryckligen omfattar samtliga aktier i bolaget, ta kontrollen över AcadeMedia. Oavsett syftet kan effekten komma att bli att Providence slutligen får kontrollen över AcadeMedia genom sitt bud. Mot bakgrund av den bild som Providence givit marknad och aktieägare avseende krav på rekommendation måste det anses stå i strid mot Takeover-reglerna att vidta en budhöjning som saknar alla förutsättningar att bli rekommenderat. En sak är att Providence utan att aktivt agera hamnade i en situation där det lämnade erbjudande inte längre var rekommenderat på grund av att EQT lämnade ett högre erbjudande. En annan sak är dock att välja att höja sitt erbjudande i en sådan begränsad omfattning att budet skulle komma att betraktas som fientligt av AcadeMedias Budkommitté.

Fråga 2

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs för det andra att Aktiemarknadsnämnden (i) uttalar sig om huruvida det strider mot Takeover-reglerna eller i övrigt mot god sed på aktiemarknaden att inte, i den speciella situation som råder kring budstriden om Acadamedia och Providence-erbjudandet, ha tydliggjort sitt syfte bakom budhöjningen, eller i vart fall (ii) uttalar att Providence omedelbart måste tydliggöra syftet med Providence-erbjudandet för att inte anses bryta mot god sed på aktiemarknaden.

Skäl

Providence har gått ut till marknaden med ett kontantbud som är uppenbart lägre än EQT:s redan vid denna tidpunkt framlagda konkurrerande kontantbud (som på inget sätt kan anses sämre eller mindre värt för AcadeMedias aktieägare). En mindre uppmärksam aktieägare kan lätt tolka en sådan åtgärd som att detta bud höjts till en nivå som är minst lika bra som det konkurrerande budet, eftersom det är svårt att förstå varför en sådan budhöjning annars skulle ske. Denna risk måste anses vara särskilt stor mot bakgrund av den information om fullföljandevillkoret avseende styrelserekommendation, som har kommunicerats till marknaden av Providence.

Mot bakgrund av den information som funnits tillgänglig på marknaden och med hänsyn till den komplexa situationen som råder kring budstriden, samt risken för att aktieägarna går miste om möjligheten att dra fördel av EQT:s högre rekommenderade erbjudande om 205 kronor per aktie, föreligger behov av särskild tydlighet från budgivarna. Därför måste det anses strida mot principerna i Takeover-reglerna om att aktieägare ska ges tillräcklig information, när Providence inte informerade om sitt syfte bakom budhöjningen i samband med offentliggörandet av höjningen.

Fråga 3

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs för det tredje att nämnden uttalar sig om huruvida Providence, för det fall EQT:s bud dras tillbaka och Providence under dessa omständigheter ändå inte erhåller en rekommendation av AcadeMedias styrelse eller budkommitté avseende Providence-erbjudandet, har en skyldighet att så snart det står klart att en rekommendation inte kommer att erhållas, vidta en budhöjning till en nivå så att en rekommendation erhålls eller dra tillbaka sitt bud för att inte anses bryta mot god sed på aktiemarknaden.

Skäl

Då Providence inte har klargjort sitt syfte med budhöjningen får syftet, såsom anges ovan antas vara att ta kontrollen över AcadeMedia. Att i detta syfte offentliggöra en budhöjning i ett bud som saknar alla förutsättningar att bli rekommenderat, står i mycket skarp kontrast till den bild av att Providence inte har för avsikt att fullfölja Providence-erbjudandet om AcadeMedias styrelse inte rekommenderar Providence-erbjudandet som Providence har förmedlat till marknaden.

För det fall EQT:s bud dras tillbaka och Providence under dessa omständigheter ändå inte erhåller en rekommendation av AcadeMedias styrelse eller budkommitté, kan inte Providence hävda att det finns förutsättningar att Providence-erbjudandet om 190 kr per aktie ska bli rekommenderat, såvida inte Providence vidtar en budhöjning till en nivå så att en rekommendation erhålls. Därför bör Providence vid sådana förhållanden ha en skyldighet enligt god sed på aktiemarknaden att antingen dra tillbaka sitt bud eller vidta en budhöjning till en nivå så att en rekommendation erhålls.

PROVIDENCE YTTRANDE

Providence har beretts tillfälle att yttra sig över framställningen till Aktiemarknadsnämnden och därvid anfört följande.

Inledning

Providence noterar att Bure och EQT V Limited ("EQT") på kort tid var för sig har tagit olika steg som innebär att förutsättningarna för de frågor som Bure ställer i sin Hemställan förändrats.

Händelseutvecklingen har bland annat inneburit att den konkurrerande budgivaren, EQT, fullföljt sitt erbjudande. EQT äger nu enligt egen uppgift ca 76% av aktierna i AcadeMedia AB (publ) ("AcadeMedia") och kontrollerar således bolaget. I praktiken är således den enda aktieägare som har ett intresse av Aktiemarknadsnämndens uttalande Bure självt. Detta beror, på kopplingen till den civilrättsliga tvist som är förestående mellan Providence och Bure, se bifogat brev från Bure till emissionsinstitutet Handelsbanken den 3 juni 2010, Bilaga 1 (utesluten här). Det står klart att Bure vill använda ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden som del av sin talan i sådan tvist. Hade skälet varit ett annat torde Bure för övrigt ha inlämnat Hemställan till Aktiemarknadsnämnden långt tidigare.

Bakgrund

Bakgrundsbeskrivningen i Bures Hemställan bör kompletteras och justeras enligt följande.

Innan Providence offentliggjorde sitt offentliga erbjudande avseende AcadeMedia hade Providence Equity LLP (vilket bolag för enkelhets skull kallas "Providence" tillsammans med Providence Education International AB) under viss tid diskuterat med bland annat AcadeMedia och Bure om att Providence skulle lämna ett offentligt erbjudande till aktieägarna i AcadeMedia.

Såväl Providence som Bure insåg att det inte var osannolikt att annan part skulle kunna lämna ett konkurrerande erbjudande. Providence krävde därför ett ovillkorligt och oåterkalleligt åtagande – en så kallad hard irrevocable – från bland annat Bure att acceptera Providences erbjudande som en förutsättning för att Providence skulle lämna erbjudandet. Ett sådant ovillkorat och oåterkalleligt åtagande lämnades också av Bure den 6 april 2010, Bilaga 2 (utesluten här). Åtagandet är konstruerat så att Bure erhåller samma likvid som övriga aktieägare som accepterar erbjudandet och således får del av eventuella höjningar av Providences bud. Åtagandet upphör om Providence återkallar sitt bud.

Samma dag offentliggjordes pressmeddelanden från AcadeMedia, Providence och Bure, Bilaga 3-5 (uteslutna här), av vilka det bland annat framgår att Bure ovillkorligen och oåterkalleligen åtagit sig att acceptera Providences erbjudande. Inga förbehåll gjordes avseende att några villkor för åtagandet överhuvudtaget skulle ha förelegat.

Tio dagar senare, dvs. den 16 april 2010, ingav Providence en framställan till Aktiemarknadsnämnden, Bilaga 6 (utesluten här). Providence frågade där, i anledning av en bestämmelse i dess bolagsavtal, om det var godtagbart att Providence uppställde ett villkor i sitt offentliga erbjudande med den lydelse som framgår av Providences framställan. I framställan angav Providence följande (våra kursiveringar).

”Fonden och dess verksamhet regleras bland annat av ett bolagsavtal, ett så kallat limited partnership agreement (”Bolagsavtalet”). Enligt Bolagsavtalet skall Fondens verksamhetsföremål vara att bland annat genomföra investeringar i företag inom vissa sektorer. Vidare föreligger särskilda begränsningar för hur en investering får genomföras av Fonden. En sådan restriktion för Fonden i dess investeringsverksamhet är att Fonden (med ett undantag, vilket inte är tillämpligt i förevarande fall) är förhindrad att *överta kontrollen* över ett noterat bolag om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen (”Fondbestämmelsen”).

Fondbestämmelsen lyder enligt följande:

‘The Partnership shall not make an Investment in any issuer whose Securities are publicly traded *resulting in control* of such issuer if, *at the time of such Investment*, the Investment is opposed by the board of directors of such issuer, provided that the foregoing shall not apply to an Investment in an issuer that is a debtor in a proceeding under Title 11 of the United States Code or similar proceeding under non-U.S. law.’ ”

I uttalande den 21 april 2010, AMN 2010:16, fann Aktiemarknadsnämnden att det begärda villkoret kunde uppställas. I sitt uttalande, på sidan 3, citerade Aktiemarknadsnämnden fondbestämmelsen i sin helhet och återgav vad Providence hade anfört, nämligen att Providence är förhindrat att *överta kontrollen* över ett noterat bolag om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen.

Den 22 april 2010 offentliggjorde Providence, genom ett pressmeddelande, Bilaga 7 (utesluten här), sitt offentliga erbjudande att förvärva samtliga aktier i AcadeMedia. I pressmeddelandet beskrevs fondbestämmelsen enligt följande (vår kursivering).

”[E]nligt en restriktion i Bolagsavtalet får inte Providence Equity Partners VI International LP *överta kontrollen* över ett noterat bolag *om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen*”.

Av pressmeddelandet framgår vidare att Providence erhållit ovillkorade och oåterkalleliga åtaganden från aktieägare (inklusive Bure) representerande 17,4 % av aktierna i AcadeMedia att acceptera erbjudandet.

Vidare anges i pressmeddelandet följande (vår kursivering).

”[E]nligt vad som framgår av Erbjudandet och Erbjudandehandlingen förbehåller sig Providence Education International rätten att helt eller delvis frånhålla ett eller flera villkor i Erbjudandet i enlighet med tillämpliga lagar och regler, *inklusive att, avseende villkor (I) ovan, fullfölja Erbjudandet vid lägre acceptansnivå.*”

I ett separat pressmeddelande samma dag – dvs. 16 dagar efter det att Bure hade ingått sitt åtagande med Providence – rekommenderade AcadeMedias budkommitté bolagets aktieägare att acceptera Providences erbjudande.

Den 26 april 2010 offentliggjorde Providence sin erbjudandehandling, Bilaga 8 (utesluten här). På sidan 7 i erbjudandehandlingen anges samma information som i pressmeddelandet av den 22 april 2010, dvs. att Providence Equity Partners VI International LP enligt en restriktion i bolagsavtalet inte får överta kontrollen över ett noterat bolag om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen.

Den 28 april 2010 offentliggjorde EQT genom sitt dotterbolag Svensk Utbildning Intressenter Holding AB (gemensamt och individuellt benämnda ”EQT”) ett offentligt erbjudande avseende samtliga aktier i AcadeMedia. Budkommittén drog samtidigt tillbaka sin rekommendation av Providences erbjudande och rekommenderade istället EQTs erbjudande. EQT uppställde i sitt erbjudande bland annat ett villkor att EQT inte behövde fullfölja sitt erbjudande om EQT inte erhöll mer än 90% av aktierna i AcadeMedia.

Providence lämnade den 6 maj 2010 ett pressmeddelande, Bilaga 9 (utesluten här). I detta angav Providence det som redan framgår av Providences pressmeddelande den 22 april 2010, erbjudandehandlingen den 26 april 2010 och Aktiemarknadsnämndens uttalande, nämligen att fondbestämmelsen inte innefattar någon

”begränsning att förvärva aktier i ett noterat bolag som inte resulterar i kontroll även om det noterade bolagets styrelse motsätter sig investeringen vid tidpunkten då investeringen görs”.

Vidare anges även i detta pressmeddelande att

”[e]nligt vad som framgår av Erbjudandet och Erbjudandehandlingen förbehåller sig Providence Education International rätten att helt eller delvis frånfalla ett eller flera villkor i Erbjudandet i enlighet med tillämpliga lagar och regler, *inklusive att fullfölja Erbjudandet vid lägre acceptansnivå.*”

Efter diskussioner mellan Providence och Bure i anledning av att Bure inte uppfyllt sitt ovillkorliga och oåterkalleliga åtagande och därigenom begått ett avtalsbrott inlämnade Bure den 11 maj 2010 en accept som var oåterkallelig och endast villkorad av att Providence höjde sitt erbjudande till minst 190 kr per aktie senast måndagen den 17 maj kl 23.00, Bilaga 10 (utesluten här).

Söndagen den 16 maj 2010 offentliggjorde EQT - trots att man redan hade det högsta budet och att acceptperioden för erbjudandet ännu inte löpt ut - överraskande att man höjde sitt bud från 190 kr per aktie till 205 kr per aktie.

Den 17 maj 2010 kring kl. 22.00 höjde Providence sitt erbjudande till 190 kr per aktie.

Genom ett pressmeddelande den 18 maj 2010, Bilaga 11 (utesluten här), uttryckte Bure att giltigheten av Bures åtagande ”kan ifrågasättas”. Bure bekräftade dock i samma pressmeddelande att man hade accepterat Providences erbjudande i enlighet med erbjudandehandlingens villkor utan angivande av att accepten var föremål för några som helst förutsättningar eller villkor.

I pressmeddelande den 2 juni 2010, Bilaga 12 (utesluten här), har Bure påstått sig ha återkallat sin oåterkalleliga accept av Providences erbjudande.

I pressmeddelande den 2 juni 2010, Bilaga 13 (utesluten här), har EQT meddelat att man fullföljt sitt erbjudande och förvärvat 72,4% av aktierna (sedermera 76%) samt förlängt acceptfristen till den 14 juni 2010. EQT kontrollerar därmed AcadeMedia.

Den 3 juni 2010 har Bure i brev till Handelsbanken, bilaga 1 (utesluten här), påstått sig ha återkallat sin oåterkalleliga accept under åberopande av att dess ovillkorade och oåterkalleliga åtagande och dess oåterkalleliga accept är ogiltiga. Skälet påstås vara att Providence brutit mot god sed på aktiemarknaden.

Den 4 juni 2010 har Providence meddelat att man fullföljt sitt erbjudande och förvärvat cirka 17,7% av aktierna i AcadeMedia.

Fråga 1

Allmänt

Det är inte alldeles enkelt att bemöta Bures påståenden under Fråga 1. Bure synes ge uttryck för ett flertal delvis olika invändningar mot Providences agerande med oklart samband sinsemellan och till själva frågan och därtill med glidande betydelseinnehåll. Utan egentlig urskillning blandas påståenden om Providences möjligheter enligt fondbestämmelsen, Providences avsikter i förhållande till fullföljandevillkoret och Providences mer abstrakta kommersiella mål och syften etc. Något rättsligt stöd för sina slutsatser åberopar Bure inte heller.

Ett huvudpåstående förefaller dock vara att Providence ”borde ha upplyst Aktiemarknadsnämnden, i samband med sin hemställan till Aktiemarknadsnämnden, och marknaden om att det var fullt möjligt för Providence att stå bakom ett fientligt erbjudande”. Med ”stå bakom” torde Bure avse förhållningssättet att Providence inte åberopar fullföljandevillkoret i syfte att återkalla budet när budkommittén motsätter sig Providences erbjudande.

Det andra huvudpåståndet förefaller vara att Providence genom sin framställan till Aktiemarknadsnämnden skulle ha förmedlat bilden att Providence hade för avsikt att under alla omständigheter åberopa fullföljandevillkoret och därmed återkalla sitt bud om styrelsen drog tillbaka sin rekommendation och att detta var fel i sak eller bidrog till oklarhet om Providences avsikter såvitt gäller fullföljandevillkoret.

Huvudpåståendena gäller således dels Providences *möjligheter*, dels Providences *avsikter*.

Bures påståenden harmonierar dock inte med den fråga som Bure ställer till nämnden: står det i strid med Takeover-reglerna eller god sed att Providence den 17 maj 2010 höjde sitt erbjudande? Budhöjningen i sig har ju ingen egentlig koppling till de sakpåståenden som Bure gör. Och att höja ett redan lämnat erbjudande kan inte i sig strida mot Takeover-reglerna eller god sed. En höjning är ju till gagn för aktieägarna i bolaget.

Providence bemöter dock för fullständighets skull Bures sakpåståenden nedan.

Providences möjlighet att genomföra Erbjudandet

Vad framgår av dokumentationen?

Av såväl Aktiemarknadsnämndens uttalande den 21 april 2010, Providences erbjudandehandling den 26 april 2010 som av Providences pressmeddelanden den 22 april 2010 och den 6 maj 2010 framgår att fondbestämmelsen utgör en restriktion för Providence att förvärva kontroll över ett noterat bolag i det fall styrelsen i målbolaget motsätter sig investeringen vid tidpunkten då investeringen görs. Fondbestämmelsen begränsar inte, som också framgår av dessa handlingar, förvärv av aktier i målbolaget om (i) det noterade bolagets styrelse inte motsätter sig investeringen vid tidpunkten när investeringen görs eller (ii) kontroll inte uppnås genom investeringen (t.ex. om Providence endast förvärvar Bures aktier).

Bures Hemställan och dess sätt att använda termerna ”Erbjudandet” respektive ”Providences erbjudandet” kan förleda en läsare att tro att Providence i sin framställan till nämnden uttalat att Providence överhuvudtaget inte hade möjlighet att förvärva aktier i AcadeMedia om bolagets styrelse eller budkommitté motsatte sig erbjudandet. Så har dock Providence aldrig framställt saken.

När Providence i framställan till Aktiemarknadsnämnden talade om sitt ”Erbjudande” avsågs, som framgår av definitionen på sidan 1 i framställan, erbjudandet att förvärva *samtliga* aktier i AcadeMedia. Providence angav att man inte har möjlighet genomföra ”Erbjudandet” – dvs. förvärva *samtliga* aktier i målbolaget – utan att bryta mot fondbestämmelsen annat än om det noterade bolagets styrelse inte motsätter sig investeringen vid tidpunkten när investeringen görs. Detsamma framgår av Aktiemarknadsnämndens beslutsskäl, Providences erbjudandehandling den 26 april 2010 och även Providences pressmeddelanden den 22 april 2010 och den 6 maj 2010.

Att Providence å andra sidan har möjlighet att förvärva aktier i AcadeMedia som inte innebär kontroll, oaktat styrelsens eller budkommitténs inställning, framgår direkt av de ovan refererade handlingarna. Detta underströks tydligt i pressmeddelandet av den 6 maj 2010. Dessutom framgår detta av att Providence i sitt pressmeddelande den 22 april 2010 och i erbjudandehandlingen den 26 april 2010 angav att Providence, i enlighet med tillämpliga lagar och regler, även utanför erbjudandet kunde komma att förvärva aktier i AcadeMedia.

Uppgifterna i samtliga ovan redovisade handlingar utgör en helt korrekt, tydlig och transparent beskrivning av fondbestämmelsens förhållande till Providences erbjudande som inte kan missförstås.

Förekomsten av irrevocables

En ytterligare omständighet som utesluter att en aktieägare skulle kunna uppfatta att Providence var förhindrat att förvärva aktier i AcadeMedia så fort Providences erbjudande upphört att vara rekommenderat av budkommittén är förekomsten av irrevocables. Detta gäller i än högre grad när dessa är hard irrevocables, dvs. sådana som gäller även om en konkurrerande budgivare lägger ett högre bud. En budgivare som begär och erhåller irrevocables gör det givetvis för att kunna försvara sig mot ett konkurrerande högre bud. Om någon lagt ett konkurrerande, högre bud ligger det också i farans riktning att den första budgivarens erbjudande inte längre är rekommenderat. Men det är då irrevocablen ska vara verksam och möjliggöra att denne budgivare kan förvärva en post i målbolaget. Skulle budgivaren av något skäl vara förhindrad att överhuvudtaget förvärva aktier så fort styrelsen återtar sin rekommendation fyller irrevocablen ingen funktion. Själva förekomsten av en irrevocable ger således vid handen att budgivaren har möjlighet och anser sig ha möjlighet förvärva aktier trots att styrelsens rekommendation har återkallats.

Hur har marknaden rent faktiskt uppfattat Providences möjligheter att förvärva aktier i AcadeMedia när rekommendation saknas?

Providences beskrivning av dess möjligheter att förvärva aktier i målbolaget synes inte heller *de facto* ha missförståtts av media och andra aktörer. Nedan redovisar Providence hur vissa centrala aktörer uppfattat Providences möjligheter.

EQT

EQTs företrädare Harry Klagsbrun beskrev i samband med att EQTs bud offentliggjordes den 28 april 2010 hur han såg att Providence kunde agera, Bilaga 14 (utesluten här).

”Providence kan dra tillbaka sitt bud, om de inte höjer, eller fullfölja och lämna in sina aktier till vårt bud.”

EQT svävade således inte i osäkerhet om huruvida Providence kunde fullfölja sitt bud trots budkommitténs återkallade rekommendation.

Bengt Ekberg och LBS

Bengt Ekberg och dennes helägda bolag, LBS Intressenter AB ("LBS") ingick liksom Bure ett oåterkalleligt och ovillkorat åtagande att acceptera Providence erbjudande. Detta skedde senare än Bure, nämligen den 22 april 2010. Vid den tidpunkten hade Ekbergs och LBS dåvarande juridiska ombud (som vid den tidpunkten även agerade för AcadeMedias räkning), tagit del av Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16. Ekberg, LBS och deras ombud argumenterade för att det i Ekbergs/LBS åtagande skulle uppställas ett särskilt avtalsvillkor som förbjöd Providence att under 10 månader efter det att erbjudandet fullföljts sälja Ekbergs och LBS aktier vidare. Det skäl som anfördes var specifikt att Providence annars skulle kunna fullfölja sitt erbjudande och lämna in aktierna i ett konkurrerande högre erbjudande utan att Ekberg och LBS fick del av mellanskillnaden. Såväl Ekberg och LBS som deras juridiska ombud var således medvetna om att Providence mycket väl kunde förvärva aktier även i den situation då ett högre bud förelåg (och budkommittén inte längre rekommenderade Providences erbjudande).

AcadeMedia

Som ovan angivits var AcadeMedias juridiska ombud väl införstått med att Providence inte under alla omständigheter var förhindrat att förvärva aktier i AcadeMedia om styrelsen inte skulle rekommendera Providences erbjudande. Det var *de facto* även klart för huvudmannen AcadeMedia vilket framgår av AcadeMedias pressmeddelande den 18 maj 2010, Bilaga 15 (utesluten här). Som framgår av detta räknade budkommittén med att Providence hade möjlighet att lämna in aktier som Providence skulle förvärva genom sitt erbjudande i EQTs erbjudande.

Affärsvärlden

I en artikel i Affärsvärlden den 28 april 2010 ---- anges följande om Providences möjligheter med anledning av det konkurrerande bud som EQT lämnat.

"Förutom Bure, som har 13,6 procent i Academedias, har även Bengt Ekberg och LBS, som tillsammans har 3,8 procent, skrivit på oåterkalleliga förbindelser.

Det innebär i praktiken att Providence redan kontrollerar 17,4 procent av det Academedias som EQT nu vill köpa. Om Providence så önskar kan det förklara budet ovillkorat och genomföra det. Bure har inget annat val än att sälja för 170 kronor om Providence så önskar.

Frågan är vad som kommer att hända. Det finns några olika scenarier.

* Providence kan ta in aktierna och sälja dem till EQT och tjäna en hacka.

* Eller så kan Providence vägra att sälja aktierna vidare till EQT, som därmed bara skulle kunna få 82,6 procent av Academedia. EQT har, som brukligt, villkorat med att de ska få in 90 procent av aktierna för att fullfölja budet. Budet kan därmed falla.

* Eller så frångår EQT 90-procentvillkoret. Det skulle kunna leda till ett maktvakuum i bolaget, där Providence med sina 17,4 procent kan blockera EQT:s planer på förändringar i Academedia.”

Inte heller Affärsvärlden har således missförstått vilka möjligheter som stod till buds för Providence efter det att budkommittén återkallat sin rekommendation.

Sammanfattning

Såvitt Providence kan se, och som framgår av ovanstående genomgång, har varken den konkurrerande budgivaren, målbolaget, aktieägarna eller affärspressen uppfattat att Providence var tvunget att återropa fullföljandevillkoret om styrelsen återtog sin rekommendation av Providences erbjudande. Det enda undantaget är de uttalanden som Bure gjort i avsikt att flytta fram sin civilrättsliga position. Men aktieägaren Bure – som under lång tid har haft information om fondbestämmelsens innehåll samt har ingått ett ovillkorat och oåterkalleligt åtagande syftande till att skydda Providence mot konkurrerande, högre bud – har tveklöst inte missförstått fondbestämmelsens innebörd och konsekvenser för Providence.

Providences påstådda avsikt att under alla omständigheter återropa fullföljandevillkoret

Ett annat påstående från Bure är alltså att Providence borde ha angivit om man hade för avsikt att återkalla sitt erbjudande genom att återropa fullföljandevillkoret för det fall styrelsens rekommendation dras tillbaka.

Bure synes inte mena att en budgivare – inklusive Providence i förhållande till dess villkor om styrelsens inställning – normalt sett har en skyldighet att ange huruvida uppställda, frånfällbara villkor kommer att utnyttjas eller ej. Istället hävdas, som det får förstås, att Providence, utan att ha varit skyldig att uttala sig i frågan, *de facto* har förmedlat intryck av att man haft en viss avsikt i detta hänseende och att denna skulle ha varit missvisande. Den avsikt som påstås ha förmedlats är att Providence under alla omständigheter skulle återropa fullföljandevillkoret och återkalla sitt erbjudande om styrelsens rekommendation drogs tillbaka.

Frågan synes sönderfalla i följande delfrågor.

- (i) Har en budgivare en skyldighet att klargöra att man inte har för avsikt att återoppta ett fullföljandevillkor om man dessförinnan angivit att man har för avsikt att återoppta detta?
- (ii) Har Providence *de facto* förmedlat någon avsikt om huruvida man under alla omständigheter skulle återoppta fullföljandevillkoret?
- (iii) Kan det råda någon tvekan om huruvida Providence under alla omständigheter kommer att återoppta sig på fullföljandevillkoret om styrelsen eller budkommittéen motsätter sig Providences erbjudande?

(i) Har en budgivare en skyldighet att klargöra att man inte har för avsikt att återoppta ett fullföljandevillkor om man dessförinnan angivit att man har för avsikt att återoppta detta.

Frågan om en avsiktsförklarings verkan ur ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv har varit föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning vid ett antal olika tillfällen. Inget av fallen har varit likartat med detta ärende. Aktiemarknadsrättsligt torde dock gälla att en budgivare inte först kan ange att budgivaren har för avsikt att *inte* återoppta ett fullföljandevillkor för att sedan likväl återoppta det. Genom att deklarerat avsikten att inte återoppta fullföljandevillkoret torde budgivaren anses ha frånfallit sitt villkor.

I detta fall gör Bure till synes gällande att det omvända skulle gälla om budgivaren meddelar att denne *har* för avsikt att återoppta budvillkoret. Då skulle budgivaren – om Providence förstår Bure rätt – vara tvingad att återoppta fullföljandevillkoret. Annars bryter budgivaren mot god sed. Emellertid är dessa två fall inte jämförbara. En aktieägare som inger accept i tron att fullföljandevillkoret *inte* kommer att utnyttjas drabbas givetvis av en nackdel om budgivaren likväl återoppar villkoret. Detta skyddsintresse saknas i det fall budgivaren angett att denna tvärtom *har* för avsikt att återoppta villkoret. För en aktieägare är det typiskt sett inte till nackdel – utan tvärtom till fördel – om budgivaren inte återoppar sitt fullföljandevillkor trots deklarerad avsikt att återoppta detta. Att något annat in casu gäller för Bure har endast att göra med att Bure ingått ett ovillkorat och oåterkalleligt avtal att acceptera Providences erbjudande som Bure inte vill uppfylla.

Att en budgivare skulle vara bundet till sina uttalanden om sina avsikter även i de fall man därefter avviker från sin deklarerade avsikt och agerar på sätt som typiskt sett är till fördel aktieägarna (såsom att t.ex. höja sitt erbjudande eller frånfalla villkor) eller då särskild osäkerhet råder om budgivaren kommer att återoppta ett visst fullföljandevillkor skulle ge helt orimliga konsekvenser. Exempelvis hade EQT, som i Dagens Nyheter den 29 april 2010, Bi-

laga 17 (utesluten här), tydligt deklarerade sin avsikt att inte höja sitt bud (EQT hade ”lagt sitt sista bud” påstods det) varit förhindrat att höja sitt erbjudande till 205 kr på sätt man sedan gjorde. Likaså rådde givetvis, som Bures Hemställan och handlingarna visar, stor osäkerhet rörande hur EQT skulle förhålla sig till sitt 90%-villkor givet att Providence redan säkrat 17,4% av aktierna. Någon indikation om hur EQT skulle agera lämnades inte av EQT (och efterfrågades inte heller av Bure). Med Bures synsätt skulle EQT inte kunna frånfalla sin deklarerade avsikt att inte höja sitt bud och dessutom behöva klargöra hur man hade för avsikt att tillämpa sitt 90%-villkor. Eftersom Bure inte synes anse att EQTs frånfallande av denna avsikt skulle stå i strid mot god sed, är det svårt att förstå varför Providences agerande skulle stå i strid mot god sed. Det finns för övrigt mycket goda kommersiella skäl för en budgivare att inte röja alla sina avsikter i en situation med konkurrerande bud.

Dessutom är det svårt att se någon egentlig skillnad mellan själva *uppställandet* av budvillkoret och den deklarerade avsikten att budgivaren sedan ska *åberopa* villkoret. I bägge fallen har aktieägarna att räkna med att villkoret kan komma att åberopas och skillnaden i osäkerhet om huruvida villkoret slutligen kommer att åberopas är på sin höjd en fråga om nyanser.

I konsekvens med detta saknas stöd i Takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens praxis för att det skulle strida mot god sed att deklarerat en avsikt att åberopa ett fullföljandevillkor, men likväl sedan inte åberopa detta. Därav följer också att budgivaren inte har någon skyldighet att ange om den angivna avsikten att åberopa villkoret alltså består. En annan sak är, som kommer att framgå nedan, att Providence *inte* har uttryckt någon avsikt att under alla omständigheter åberopa fullföljandevillkoret och att någon osäkerhet inte har rätt eller råder.

(ii) Har Providence förmedlat någon avsikt om huruvida man under alla omständigheter skulle åberopa fullföljandevillkoret?

Providence har varken i sina pressmeddelanden, i erbjudandehandlingen, i sin framställan till Aktiemarknadsnämnden eller på annat sätt förmedlat någon missvisande information om sina avsikter att åberopa det aktuella fullföljandevillkoret. Som ovan sagts tar de av Bure citerade uttalandena från Providences framställan till Aktiemarknadsnämnden endast sikte på situationen att 100% av aktierna förvärvas. Providence har angett att man inte kan förvärva 100% av aktierna i målbolaget utan att bryta mot fondbestämmelsen om styrelsen motsätter sig investeringen vid tidpunkten för när investeringen görs, se ovan. Detta har alltid varit korrekt.

All information om övriga situationer och vilka *möjligheter* som står Providence till buds i dessa framgår genom Providences objektiva och konsekventa beskrivning av fondbestämmelsen och dess lydelse. Vilka *avsikter* Providence haft vad gäller att återropa fullföljandevillkoret i dessa olika situationer har Providence dock aldrig indikerat.

Providence har således understrukit att det aktuella villkoret inte begränsade Providences *möjlighet* att förvärva aktier i den utsträckning detta inte resulterade i kontroll även om styrelsen eller budkommittén i AcadeMedia motsatte sig investeringen, dvs., att *möjligheten* att förvärva färre aktier än 100% stod öppen. Vidare har Providence tydligt angett att bolaget förbehållit sig rätten att fullfölja erbjudandet vid en lägre anslutningsgrad.

(iii) Kan det de facto råda någon tvekan om huruvida Providence under alla omständigheter kommer att återropa sig på fullföljandevillkoret om styrelsen eller budkommittén motsätter sig Providences erbjudande?

Hur Providence kommer att agera i förhållande till fullföljandevillkoret behöver dessutom inte ”tydliggöras” eftersom Providence i sitt agerande är styrd av det tillämpliga regelverket och det är självklart att Providence har för avsikt att följa regelverket. Providence har också utfäst sig att göra detta.

Utgångspunkten är att ett offentligt erbjudande inte får återkallas. Ett offentligt erbjudande anses som en bindande anbud till aktieägarna i avtalsrättslig mening. Av Takeover-reglerna framgår att en budgivare inte får återkalla ett lämnat erbjudande. Det betyder att budgivaren är bunden av erbjudandet efter vad som följer av dess villkor.

En annan sak är att budgivaren kan undgå bundenhet till följd av de villkor som uppställts för erbjudandet. Rätten att återkalla på sådan grund är dock – som framgår av Takeover-reglerna – kringskuren och kan inte utövas lättvindigt. Endast om den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget får erbjudandet återkallas. Under acceptfristen gäller också att erbjudandet endast får återkallas om det *står klart* att villkoret inte *kan* uppfyllas. Vad som krävs är alltså fullständig säkerhet om att villkoret inte kommer att uppfyllas. Budgivaren måste därför noga överväga om det inträffade motiverar att erbjudandet återkallas.

Providence bryter endast mot fondbestämmelsen om man förvärvar kontroll om styrelsen motsätter sig investeringen vid tidpunkten för investeringstillfället. Om Providence å andra sidan inte uppnår kontroll bryter man inte mot fondbestämmelsen om man fullföljer budet. Då

får fullföljandevillkoret emellertid inte åberopas aktiemarknadsrättsligt. Villkorets bristande uppfyllande är ju då inte väsentligt för Providence.

Inte heller får Providence alltså åberopa fullföljandevillkoret under pågående acceptfrist förrän det *står klart* att villkoret överhuvudtaget inte *kan* uppfyllas och det står klart att det bristande uppfyllandet är väsentligt. Detta innebär att Providence inte kan åberopa villkoret förrän då Providence har räknat samman de accepter som inkommit. Först då kan det slås fast om styrelsen alltjämt motsätter sig Providences erbjudande och om inkomna accepter konstituerar kontroll. Jämför härvid också nedan,

Providence har alltså inte ens någon rättslig möjlighet att åberopa fullföljandevillkoret under acceptfristen eller därefter enbart på den grunden att styrelsen motsätter sig erbjudandet. Därmed saknar det mening att efterfråga uttalanden om Providences avsikter i detta hänseende. Providence har givetvis inte för avsikt att i strid med aktiemarknadsrätten söka åberopa fullföljandevillkoret när detta inte är möjligt.

Skyldighet att höja ett offentligt erbjudande överhuvudtaget eller på visst sätt

Providence har ovan besvarat de huvudpåståenden som Bure gör i Hemställan. Likväl önskar Providence anlägga några mer övergripande synpunkter på en tanke som framskymtar i Bures Hemställan, nämligen att Providence skulle ha varit skyldigt att på grund av förekomsten av det konkurrerande budet från EQT och de påstått speciella omständigheterna höja sitt bud (varvid Bure automatiskt skulle erhållit en högre likvid från Providence).

Det finns inte något i regelverket som föreskriver att en budgivare måste höja ett pris till en viss nivå annat än när en föreffär, en sidoaffär eller en efteraffär genomförs på villkor som är mer förmånliga än villkoren för erbjudandet. Dessa undantag har sin grund i den grundläggande likabehandlingsprincipen. En skyldighet att i andra fall höja ett erbjudande skulle utgöra ett stort ingrepp i den avtalsfrihet som råder för en budgivare vid utformningen av ett erbjudande och skulle förutsätta uttryckligt stöd i regelverket. Alldeles särskilt kan det inte föreligga någon skyldighet för konkurrerande budgivare att höja sitt erbjudande bara därför att det föreligger ett konkurrerande bud. Detta skulle ju leda till ett ping-pongspel av ömsesidiga höjningar utan slut.

Av Takeover-reglernas punkt II.5, som rör budgivarens bundenhet, framgår också att det inte finns någon skyldighet för en budgivare att höja sitt erbjudande. I kommentaren till bestämmelsen anges följande (vår kursivering).

Det kan däremot inte krävas av budgivaren att denne vidtar åtgärder som annat än marginellt skulle fördyra erbjudandets genomförande. *Budgivaren är aldrig skyldig att betala ett högre pris för aktierna* och inte heller att köpa aktier på marknaden för att uppfylla ett villkor om viss anslutning till erbjudandet.

Saknade erbjudandet efter budhöjningen förutsättning att bli rekommenderat?

I Bures Hemställan påstås att Providences erbjudande ”även efter höjningen sakna[de] alla förutsättningar att erhålla en rekommendation”. Påståendet saknar i och för sig relevans för de frågor som Bure ställer i Hemställan och de argument som Bure framställer. Providence önskar likväl bemöta detta påstående. Det är nämligen felaktigt.

AcadeMedias budkommitté rekommenderade inledningsvis Providences erbjudande om 170 kronor per aktie baserat på budkommitténs analys av AcadeMedias värde. När sedan EQT lämnade ett högre bud rekommenderades istället detta. Att Providences erbjudande då upphörde att vara rekommenderat har enbart att göra med att EQTs bud vid tiden var det högsta.

Som Bure själv anför och som framgår av handlingarna som bilagerats detta yttrande var det vid tiden för Bures Hemställan alltså fullt möjligt att EQT skulle åberopa sitt 90%-villkor och välja att inte fullfölja sitt erbjudande. I den situationen hade Providence haft det enda budet och det budet hade legat på 190 kronor per aktie. Providence kan inte se att något skäl anförts eller att någon grund skulle föreligga för att budkommittén i det läget inte skulle ha rekommenderat Providences erbjudande.

Fråga 2

Bures påstående synes vara att Providence borde ha klargjort sitt syfte med budhöjningen eftersom ”en mindre uppmärksam aktieägare kan lätt tolka en sådan åtgärd som att detta bud höjts till en nivå som är minst lika bra som det konkurrerande budet”.

I och för sig torde det inte erfordras att informera aktieägarna om att en höjning till 190 kronor per aktie inte är en höjning till en ”minst lika bra” nivå som 205 kronor per aktie. Likväl

har Providence i såväl pressmeddelande den 17 maj 2010, Bilaga 18 (utesluten här), som i ett tillägg till sin erbjudandehandling, Bilaga 19 (utesluten här), faktiskt förklarat skillnaden mellan Providences och EQTs erbjudande. Bures påstående är således även fel i sak.

Rent generellt saknas också stöd i regelverket för att en budgivare skulle tvingas uppge vilka överväganden som ligger bakom en budhöjning. Höjningen av ett redan befintligt bud från en lägre till en högre nivå är ju till gagn för aktieägarna i bolaget.

Fråga 3

Frågan avsåg den hypotetiska situationen att EQT skulle dra tillbaka sitt erbjudande. Eftersom EQT istället fullföljt sitt erbjudande torde frågan vara överspelad. Om Aktiemarknadsnämnden likväl avser att behandla frågan önskar Providence beredas möjlighet att svara i sak.

BURES SLUTKOMMENTAR

Providence yttrande daterat den 6 juni 2010 innehåller till stora delar argumentation kring giltigheten av Bures åtagande ("Åtagandet"). Bure avser inte att bemöta Providence påståenden och resonemang i denna del, då denna fråga har att avgöras i annan ordning. Bures hemställan till Aktiemarknadsnämnden avser enbart frågan huruvida Providence agerande, oavsett om Åtagandet är giltigt eller ej, är förenligt med Takeover-reglerna och i övrigt med god sed på aktiemarknaden.

Providence påstår att ingen annan än Bure har ett intresse av ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden i anledning av Bures hemställan daterad den 31 maj 2010. Utöver Bure, Bengt Ekberg och LBS Intressenter AB ("LBS") har, såvitt vi förstår det, ägare till cirka 0,3 procent av aktierna i AcadeMedia AB, motsvarande cirka 40 000 aktier, accepterat Providence lägre erbjudande om 190 kr per aktie ("Providence-erbjudandet"), i stället för EQTs högre erbjudande. Enligt Bure ligger det även i dessa minoritetsaktieägares intresse att det fastställs huruvida Providence brutit mot god sed på aktiemarknaden. Dessutom ligger det i målbolagets och dess övriga aktieägares, liksom i andra aktörers på aktiemarknaden, intresse att få fastställt om det nu aktuella agerandet är förenligt med Takeover-reglerna och i övrigt med god sed på aktiemarknaden.

Fråga 1

Enligt punkten II.4 första stycket i Takeover-reglerna måste ett fullföljandevillkor vara utformat så att det objektivt kan fastställas om villkoret uppfyllts. Villkoret får inte vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över villkorets uppfyllande och därmed i praktiken om erbjudandet ska fullföljas eller återkallas. I kommentaren till punkten fastslås vidare att ett uppköpserbjudande definitionsmässigt riktas till en stor krets aktieägare med varierande förmåga att bedöma erbjudandet. Det anges därför att det är angeläget att erbjudanden, så långt det är möjligt, präglas av enkelhet och tydlighet.

Enligt Bure har Providence agerat i strid med angivna krav. Bure får med anledning av vad Providence anfört i sitt yttrande kompletteringsvis anföra följande.

Providence har, genom sin argumentation inför Aktiemarknadsnämnden samt i den beskrivning som ges i Providence budpressmeddelande och erbjudandehandling, givit målbolagsaktieägarna och marknaden bilden av att Providence endast tänkt fullfölja sitt bud för det fall att det var rekommenderat av målbolagsstyrelsen. Den bild som Providence härigenom förmedlat har uppenbarligen inte varit med verkligheten överensstämmande. Enligt Bure har det ålegat Providence att tydligt informera målbolagsaktieägare, marknaden och Aktiemarknadsnämnden om att Providence varit berett att fullfölja sitt erbjudande även för det fall det inte var rekommenderat av målbolagsstyrelsen.

Providence har i denna del hänvisat till vissa större aktieägares och andra insatta aktörers uppfattning om det aktuella fullföljandevillkoret. Detta speglar emellertid inte vad övriga målbolagsaktieägare med fog kan ha uppfattat när det gäller betydelsen av fullföljandevillkoret. De uttalanden som Providence hänvisar till baseras vidare på Providence faktiska agerande att inte dra tillbaka Providence-erbjudandet trots att EQT lämnat ett högre konkurrerande erbjudande. Ett av de uttalanden som Providence refererar till – budkommitténs uttalande av den 18 maj 2010 - lämnades däremot dagen efter Providence budhöjning till 190 kronor, dvs. vid en tidpunkt då det stod klart att Providence avsåg att agera i strid med marknadens uppfattning att Providence inte skulle fullfölja ett bud utan målbolagsstyrelsens rekommendation. Budkommittén uttalade i ljuset härav att Providence agerande var till skada för aktieägarna i AcadeMedia, eftersom EQTs erbjudande var betydligt högre än Providence höjda erbjudande. Av uttalandet följer vidare:

”Budkommittén tolkar Providences agerande som ett försök att fientligt ta kontroll över AcadeMedia till ett pris understigande priset i EQT V:s höjda erbjudande och agerandet framstår därför som svärförenligt med Providences framställning till Aktiemarknadsnämnden den 16 april 2010, se Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16.”

Bure påstår inte att en budgivare i allmänhet måste ange huruvida man har för avsikt att frånfalla eller stå fast vid de fullföljandevillkor som ställts upp i ett erbjudande. Providence omfattande argumentation i denna del saknar därför betydelse. Bure anser emellertid att det, när ett så sällsynt fullföljandevillkor som det förevarande medtas i ett bud (och är föremål för Ak-

tiemarknadsnämndens prövning), måste ha förelegat en skyldighet för Providence att tydliggöra fullföljandevillkorets faktiska innebörd, tillämpning och omfattning, samt dess koppling till fondbestämmelserna, inte minst mot bakgrund av att Providence så tydligt underströk att rekommendationen från målbolagsstyrelsen måste kvarstå under hela erbjudandeperioden. (Jfr Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18 i vilket budgivaren erhöll Aktiemarknadsnämndens godkännande att under vissa omständigheter införa ett fullföljandevillkor avseende målbolagsstyrelsens rekommendation att acceptera det aktuella erbjudandet. Budgivaren underströk inte på samma sätt som Providence vikten av att rekommendationen från målbolagsstyrelsen måste kvarstå under hela erbjudandeperioden. Inte heller särskiljde man mellan kontrollerande innehav och icke kontrollerande innehav.)

Som nämnts ovan har budkommittén ifrågasatt Providence agerande och haft svårighet att tolka förenligheten av Providence agerande med dess framställan till Aktiemarknadsnämnden. En tydlig kommunikation från början, eller ett förtydligande, hade undanröjt sådana fundamentala tolkningssvårigheter. Fullföljandevillkoret är så pass generellt utformat att det inte ens ger en antydning om att det endast tar sikte på situationer där Providence förvärvat en kontrollpost i AcadeMedia. I ljuset av Providence agerande och vad som anförs av Providence är det dock tydligt att Providence självt ansåg, eller i vart fall nu anser, att villkoret endast tar sikte på situationer där Providence förvärvat en kontrollpost. Därmed har fullföljandevillkorets utformning och lydelse varken motsvarat Providence avsikter eller vad som behövde förbehållas enligt fondbestämmelserna, vilket Providence borde tydligt ha informerat om.

Att Providence den 6 maj 2010 ansåg att det var påkallat att gå ut med ett tydliggörande i ett särskilt pressmeddelande avseende fondbestämmelsen i bolagsavtalet visar också att Providence inte har varit tydligt nog i sin informationsgivning eller utformat villkoret tillräckligt klart. Det bör också noteras att det nämnda pressmeddelandet lämnades efter de uttalanden (med undantag för AcadeMedias styrelses uttalande av den 18 maj 2010) som Providence hänvisar till som stöd för att innebörden av fullföljandevillkoret inte har missuppfattats av aktieägarna.

Providence anför vidare att förekomsten av en "hard irrevocable" skulle tyda på att en budgivare har möjlighet att fullfölja ett bud villkorat av styrelsens rekommendation, trots att en

rekommendation inte föreligger. Argumentet är inte logiskt. En irrevocable – oavsett om den är ”hard” eller ”soft” - förutsätter att erbjudandet fullföljs. Hade Bure innehaft en större andel aktier i AcadeMedia, och lämnat en irrevocable avseende dessa aktier som gav Providence kontroll över AcadeMedia, hade Providence, i avsaknad av en rekommendation från målbo-lagsstyrelsen, rimligen inte kunnat fullfölja sitt erbjudande.

Providence har vidare varken genom sitt pressmeddelande av den 6 maj 2010 eller på annat sätt förklarat den närmare innebörden av att *överta kontrollen*, dvs. hur stor andel av aktierna i AcadeMedia som utgör ett kontrollinnehav. Providence anger att innebörden ska anses vara att Providence inte har kunnat förvärva *samtliga aktier*, eller 100 procent av aktierna, i AcadeMedia utan styrelsens godkännande (en nivå som i praktiken aldrig uppnås genom ett of-fentligt erbjudande och villkoret blir därmed obehövligt). Providence har enligt Bure inte klargjort var gränsen för ett kontrollinnehav går. Normalt brukar gränsen för kontrollinnehav sägas gå vid över 50 procent av aktierna. Dock talar man även i dessa sammanhang ibland om faktisk kontroll som kan uppnås redan vid ett lägre innehav. Här kan jämförelsevis noteras att andelen närvarande röster var cirka 45 procent på AcadeMedias årsstämma 2010 och cirka 39 procent på årsstämman 2009. Ett innehav om 17,7 procent skulle enligt Bure kunna innebära de facto kontroll i målbolaget, då ett sådant innehav utgjort väl mer än 1/3 av antalet närva-rande röster vid 2010 års årsstämma och närmare 50 procent vid 2009 års årsstämma.

Providence upprepar på ett flertal ställen i sitt yttrande att Providence förbehållit sig rätten att helt eller delvis frånfalla ett eller flera fullföljandevillkor inklusive att, avseende 90-procentsvillkoret, fullfölja Providence-erbjudandet vid en lägre acceptansnivå. Att Providence i och för sig förklarar att Providence eventuellt kan komma att fullfölja Providence-erbjudandet, även om Providence inte erhåller mer än 90 procent av aktierna i AcadeMedia, innebär emellertid inte att Providence har tydliggjort att Providence kan komma att fullfölja Providence-erbjudandet även om erbjudandet inte är rekommenderat.

Providence anger vidare att Providence endast bryter mot fondbestämmelsen om man förvär-var kontroll och om styrelsen motsätter sig investeringen vid tidpunkten för förvärvet. Om det är tänkt att villkoret ska tillämpas på detta sätt, skulle det leda till märkliga konsekvenser. T.ex. skulle Providence ha varit tvungen att dra tillbaka sitt bud om man erhållit mer än 90

procent i budet efter erbjudandeperiodens utgång och en utdragen fientlig budstrid, om inte budet rekommenderades av AcadeMedias styrelse, vilket tydligt borde ha klargjorts av Providence.

Providence anför avslutningsvis att det skulle strida mot god sed att åberopa villkoret om styrelsens rekommendation och dra tillbaka sitt erbjudande i den nu uppkomna situationen. Bure delar inte den uppfattningen och det kan även noteras att budkommittén vid två tillfällen har uppmanat Providence att dra tillbaka Providence-erbjudandet. I enlighet med vad som anförts ovan har Providence informationsgivning till marknaden om villkoret varit så entydig på denna punkt att Providence haft möjlighet att dra tillbaka budet. Å andra sidan, om det inte varit av väsentlig betydelse för Providence att ställa upp villkoret, exempelvis vid icke kontrollförvärv, skulle villkoret inte fått ställas upp för denna situation över huvud taget. Att ställa upp ett villkor som budgivaren redan på förhand vet inte kan åberopas strider mot god sed på aktiemarknaden. Om Providence ansett att villkoret var alldeles för omfångsrikt från början måste det, om det ändå ställdes upp, ha krävts att Providence tydliggjorde detta både för Aktiemarknadsnämnden och i informationen till marknaden. Det är tydligt att Providence lyft fram sina skäl för behovet av en styrelserekommendation utan att ange den fullständiga bilden av hur det var avsett att tillämpas, och faktum är att villkoret i praktiken visat sig vara av ringa betydelse för Providence.

Utformningen av det aktuella fullföljandevillkoret har enligt Bure i enlighet med det ovan anförda sammanfattningsvis två fundamentala brister. För det första framgår inte att villkoret endast är aktuellt vid kontrollförvärv och för det andra anges inte var gränsen för kontrollförvärv går.

Enligt Aktiemarknadsnämndens skäl för godkännandet av det aktuella villkoret anges inte heller att villkoret endast ska tillämpas vid erhållandet av kontroll av AcadeMedia genom Providence-erbjudandet.

I ljuset av den otydliga informationsgivning som skett har Providence dessutom vidtagit en budhöjning till en nivå som understeg budnivån i EQTs konkurrerande bud. Härigenom ökade risken ytterligare för att vissa aktieägare skulle vilseledas, eftersom målbolagsaktieägare här-

igenom kunde uppfatta budhöjningen som en åtgärd för att erhålla målbolagsstyrelsens rekommendation.

Den korta meningen angående negativ budpremie, som Providence anger i informationen till marknaden om budhöjningen, kan på intet sätt ersätta skyldigheten att klargöra att Providence höjda bud om 190 kronor per aktie fortfarande faktiskt utgjorde ett lägre bud och att det fortfarande inte fanns någon styrelserekommendation samt att Providence ändå hade för avsikt att fullfölja Providence-erbjudandet. Budhöjningen har härigenom riskerat att vilseleda aktieägare, dels genom att höjningen i sig signalerar att erbjudandet genom höjningen blir det högsta på marknaden, dels då höjningen har signalerat att detta lett till en möjlighet att erhålla målbolagsstyrelsens rekommendation. Det kan nu konstateras att Providence-erbjudandet har accepterats av ägare till cirka 17,7 procent av aktierna i AcadeMedia, dvs. av ägare till cirka 0,3 procent av aktierna utöver Bure, Bengt Ekberg och LBS. Att Providence i samband med budhöjningen inte tydligt informerade målbolagsaktieägarna om att höjningen vidtogs i ett särskilt syfte, att förvärva en viss aktiepost enligt en särskild överenskommelse, har bidragit till att vilseleda målbolagsaktieägarna.

Providence har i sitt yttrande gjort gällande att en höjning av ett redan lämnat erbjudande inte kan strida mot Takover-reglerna eller mot god sed, eftersom en sådan höjning är ”till gagn för aktieägarna i bolaget”. Påståendet är felaktigt. I detta fall är det uppenbart att budhöjningen inte har varit till gagn för aktieägarna i AcadeMedia. Budhöjningen till 190 kronor har inte lett till att aktieägarna därigenom har fått ett mer fördelaktigt alternativ än ett föreliggande konkurrerande erbjudande. Inte heller har budhöjningen lett till att ett konkurrerande bud har höjts. Tvärtom har budhöjningen endast riskerat att vilseleda målbolagsaktieägarna – vilket nu även förefaller ha skett – om vilket erbjudande som var det mest fördelaktiga. Risken för ett sådant vilseledande har förstärkts av att erbjudandet varit villkorat av styrelsens rekommendation, samtidigt som många aktieägare får antas ha varit ovetande om att Providence avsikt med höjningen enkom var att söka förvärva en viss aktiepost enligt en särskild överenskommelse.

Fråga 2

Såsom anförts ovan har Providence inte varit tydligt nog i sin kommunikation i samband med Providence-erbjudandet, särskilt inte med beaktande av att man kontrar med ett lägre bud och att man tidigare kommunicerat vikten av en styrelserekommendation. Detta understryks vidare av det faktum att ägare till cirka 0,3 procent av aktierna i AcadeMedia, utöver Bure, Bengt Ekberg och LBS, accepterat Providence-erbjudandet, i stället för EQTs högre erbjudande.

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. Det innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen måste följa börsens "Takeover-regler". Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka Takeover-reglerna (punkten I.2) och i övrigt uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden.

I den nu aktuella framställan har Bure ställt tre frågor till nämnden. Frågorna 1 och 2 relaterar till hur Providence i egenskap av budgivare har agerat i budet på AcadeMedia. Fråga 3 är av ett annat slag; den handlar om huruvida Providence skulle kunna anses skyldigt att under vissa förutsättningar, bl.a. att det konkurrerande budet från EQT dras tillbaka, höja sitt bud. Utan att ta ställning till huruvida en sådan hypotetisk fråga från en aktieägare bör tas upp till behandling i sak, konstaterar nämnden att frågan är överspelad sedan EQT meddelat att man fullföljer sitt erbjudande. Fråga 3 ska därför inte besvaras.

Frågorna 1 och 2 handlar om Providences höjning av budet från 170 kr per aktie till 190 kr per aktie den 17 maj 2010. Dagen innan, den 16 maj, hade EQT höjt sitt konkurrerande bud från 190 kr per aktie till 205 kr per aktie. Bure hemställer att nämnden uttalar sig om huruvida det, utifrån Providences i framställan beskrivna agerande, är förenligt med Takeover-reglerna och i övrigt med god sed på aktiemarknaden att, mot bakgrund av den information som givits angående Providences behov av styrelsens rekommendation under hela erbjudandets löptid,

höja ett kontanterbud till en nivå som understiger den högre budnivån i ett konkurrerande kontantbud.

Frågorna utgår, som nämnden förstår framställningen, från förutsättningen att Providence har givit marknaden intrycket att Providence skulle vara förhindrat att över huvud taget förvärva aktier i AcadeMedia genom det framlagda erbjudandet, om AcadeMedias styrelse eller budkommitté drog tillbaka sin rekommendation till aktieägarna att acceptera erbjudandet. Även om det kan tänkas ha förekommit sådana uppfattningar kan enligt Aktiemarknadsnämndens mening någon anmärkning inte riktas mot den information som Providence meddelat i angivna hänseende. Att Providence, utan hinder av styrelsens eller budkommitténs inställning, kunde förvärva aktier i AcadeMedia så länge man därigenom inte tog kontroll över AcadeMedia framgår, låt vara indirekt, av bl.a. det pressmeddelande av den 22 april 2010 varigenom Providence lämnade sitt erbjudande och av erbjudandehandlingen av den 26 april 2010. Providence lämnade dessutom den 6 maj 2010 ett särskilt pressmeddelande i syfte att undanröja eventuella missförstånd på denna punkt.

Det är förvisso ovanligt och möjligen unikt att en budgivare höjer budet till en nivå under ett konkurrerande bud. Takeover-reglerna förhindrar emellertid inte en sådan höjning, till vilken det kan finnas skäl av olika slag, och den möter enligt nämndens mening inte heller något hinder från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. Inte heller kan Providence anses ha varit eller vara skyldigt att ”tydliggöra” syftet bakom budhöjningen.

Sammanfattningsvis kan nämnden inte finna att Providence agerat i strid med Takeover-reglerna eller i övrigt i strid med god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Ulf Aspenberg, Jan-Mikael Bexhed, Lars Bredin, Johan Flodström och Kajsa Lindståhl.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog