

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2013:09

2013-01-24

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 7 januari 2013 en framställning Sveriges Aktiesparares Riksförbund (öAktiespararnaö). Framställningen rör fråga om styrelsen i ett målbolag har uppfyllt sina skyldigheter enligt NASDAQ OMX Stockholms Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (öTakeover-reglernaö) och om målbolagets styrelse har agerat i enlighet med god sed på aktiemarknaden.

AKTIESPARARNAS FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

I ett pressmeddelande daterat den 7 november 2012 rekommenderar styrelsen i Rottneros AB enhälligt bolagets aktieägare att acceptera det bud som Arctic Paper S.A. samma dag har lagt på Rottneros. Styrelsen har kommit till denna slutsats, bland annat efter att ha inhämtat en så kallad fairness opinion från KPMG daterad den 4 november 2012, där KPMG drar slutsatsen att ötransaktionen är skälig gentemot de publika aktieägarna i Rottneros ur ett finansiellt perspektiv. Snart efter budets offentliggörande står det klart att ett antal aktieägare i Rottneros, med sammanlagt över 10 procent av aktier och röster, inte har för avsikt att acceptera budet.

Den 26 november 2012 offentliggjorde Rottneros styrelse "Kompletterande information" rörande budet, som möjligen kan tolkas som att rekommendationen återtas med hänvisning till att fulla samordningsvinster inte kan uppnås, eftersom ägare till över 10 procent av Rottneros-aktierna hade förklarat att de inte skulle acceptera budet. Mot en sådan tolkning står, att Rottneros styrelse inte uttryckligen skrev att rekommendationen från den 7 november 2012 återtog - varken i rubriken eller i löpande text. Vissa aktieägare som accepterat budet kan ha

gjort så i tron att den "enhälliga rekommendationen" att acceptera fortfarande gällde, andra som inte accepterat kan ha gjort så i tron att styrelsen tagit tillbaka sin rekommendation i och med 26 november-beskedet.

Den 5 december skickar Arctic Paper ut en påminnelse om budet brevlades till Rottneros aktieägare. I brevet står att både Arctic Papers styrelse och Rottneros styrelse rekommenderar sina aktieägare att säga ja till ett fullständigt samgående mellan bolagen.

På måndagen den 10 december 2012, det vill säga två dagar innan den ursprungliga accepttidens utgång, offentliggörs ett så kallat tillägg till prospekt på Arctic Papers hemsida samt på SEBs hemsida. Tilläggshandlingen inkluderar två pressmeddelanden, dels det som nämnts ovan från Rottneros styrelse daterat den 26 november 2012, dels ett pressmeddelande från Arctic Paper daterat den 29 november 2012 innehållande ett uttalande från Tillsynsstyrelsen och Förvaltningsstyrelsen i Arctic Paper. Därtill upplyses det i tilläggshandlingen att aktieägare som accepterat erbjudandet före offentliggörande av denna handling, enligt lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, har rätt att återkalla gjord accept inom två dagar från offentliggörandet av tilläggshandlingen, vilket i praktiken innebär att Rottneros aktieägare har rätt att återkalla accept fram till sista acceptdagen för budet, det vill säga den 12 december 2012.

I framställningen hemställs att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Rottneros styrelses agerande med ovan påtalad tvetydighet ger aktieägarna den ledning som man enligt II:19 Takeover-reglerna är skyldig att ge eller i övrigt, i detta avseende, är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Vidare gör Aktiespararna Aktiemarknadsnämnden uppmärksam på följande. Rottneros aktieägare får bara två dagar på sig att ta tillbaka en eventuellt ingiven accept, sedan tilläggsinformationen från Arctic Paper godkänts och registrerats av Finansinspektionen samt offentliggjorts. Detta överensstämmer med 2 kap. 34 § lagen om handel med finansiella instrument, som föreskriver "minst två arbetsdagar". Den knappa tidsfristen är dock ett hårt mot dem som överväger om de ska acceptera eller inte. Självregleringen bör för framtiden drygas ut till åtminstone de fem arbetsdagar som tidigare gällde; då tilläggsinformation kan vara av största vikt.

ROTTNEROS YTTRANDE

Rottneros styrelse har yttrat sig och anfört följande.

Bakgrund

Huvudägare i Arctic Paper är det svenska bolaget Nemus Holding AB (öNemusö) genom ett helägt dotterbolag med (vid tidpunkten för budet) 74,9 procent av samtliga aktier och röster. Nemus är också den störste aktieägaren i Rottneros med (vid tidpunkten för budet) 20,2 procent av samtliga aktier och röster.

Det har vid återkommande tillfällen förts diskussioner om ett samgående mellan Arctic Paper och Rottneros. Senast detta blev aktuellt var för omkring två år sedan. Styrelsen för Rottneros beslutade därvid att genomföra en analys av konsekvenserna av en sådan sammanslagning. Om analysen skulle resultera i att en sammanslagning kunde bedömas medföra positiva konsekvenser för Rottneros aktieägare, var styrelsen beredd att ställa sig bakom ett offentligt uppköpserbjudande från Arctic Paper och därefter låta aktieägarna ta ställning till detta.

Styrelsen har redan från början i samband med att Arctic Paper anmält intresse av ett samgående med Rottneros vinnlagt sig om att handla i samtliga aktieägares intresse. Detta har också varit en ledstjärna för styrelsen under de två senaste år som diskussioner om ett samgående pågått. Som ett exempel på detta kan nämnas att styrelsen har krävt att Arctic Paper skulle lämna ett offentligt uppköpserbjudande för att varje aktieägare i Rottneros själv skulle få möjlighet att besluta om han eller hon var beredd att acceptera ett samgående. Dessutom har styrelsen krävt att ett bud också skulle innefatta ett attraktivt kontantalternativ för Rottneros minsta aktieägare.

Eftersom Rottneros ägarbas i osedvanligt hög grad utgörs av mindre aktieägare har styrelsen under den nu aktuella processens förlopp också varit angelägen om att i sin kommunikation med marknaden föra utförliga resonemang kring omständigheterna i samband med erbjudandet och styrelsens syn på dessa. Detta har enligt styrelsens uppfattning varit särskilt viktigt, eftersom det funnits skäl som talat såväl för som emot erbjudandet.

Styrelsens uttalande med anledning av Arctic Papers uppköpserbjudande

Efter förhandlingar i olika omgångar under två års tid offentliggjorde Arctic Paper den 7 november 2012 ett erbjudande till aktieägarna i Rottneros om förvärv av samtliga aktier i Rottneros. I erbjudandet angavs bland annat att sammanslagningen av Arctic Paper och Rottneros (i pressmeddelandet benämnt den öNya Koncernen) byggde på en sund industriell logik och utgjorde ett proaktivt steg mot att säkerställa en ledande position inom den europeiska massa- och finpappersindustrin.

Styrelsen för Rottneros offentliggjorde samma dag ett pressmeddelande med en enhällig rekommendation till aktieägarna att acceptera Arctic Papers erbjudande. I pressmeddelandet redovisade styrelsen sin syn på de faktorer som man ansåg tala såväl för som emot budet.

Som ett av flera tungt vägande skäl för ett samgående framhöll styrelsen öatt båda aktieägar-kollektiven erhåller en väsentligt reducerad volatilitet i resultat- och kassaflödesgenerering och att den operativa risken blir lägre. Ett annat sådant skäl var att en gemensamt framtagen analys hade visat att de årliga synergier av ett samgående kunde bedömas uppgå till ca 80 MSEK före skatt, vilket styrelsen ansåg vara ett betydande belopp i förhållande till de båda bolagens intjäning.

Till de negativa eller mer tveksamma konsekvenserna av ett samgående hänförde styrelsen i pressmeddelandet bland annat att aktieägarna i Rottneros genom ett samgående skulle bli delägare i Arctic Papers verksamhet inom finpapper, ett marknadssegment som är satt under press med en begränsad eller till och med krympande tillväxt. Styrelsen underströk också att den föreslagna transaktionen skulle innebära att Rottneros ägare genom att acceptera Arctic Papers bud skulle bli delägare i ett polskt aktiebolag med huvudnotering i Polen, men sekundärnoterat i Sverige. Slutligen noterade styrelsen också den relativt begränsade likviditeten i handeln med Arctic Papers aktier.

Till grund för styrelsens rekommendation låg också ett värderingsutlåtande från KPMG, vilket utmynnade i att erbjudandet enligt KPMG:s uppfattning var skäligt för Rottneros aktieägare från ett finansiellt perspektiv.

Det har varit en avgörande förutsättning för styrelsens rekommendation att budet skulle få en

sådan anslutning att ett samgående kunde genomföras inom rimlig tid. Ett sådant samgående har ju också, enligt vad som redovisats ovan, förutsatts i Arctic Papers erbjudande. Ett samgående kräver att Arctic Paper erhåller minst 90 procent av antalet röster i Rottneros, vilket sedan ger möjlighet att tvångsvis lösa in resterande utestående aktier.

Under de två senaste år som diskussioner förts mellan de två bolagen har det inte heller aktualiserats något annat affärsupplägg än ett samgående mellan bolagen. Ett samgående är också enligt styrelsens mening en grundläggande förutsättning för att de angivna synergier ska kunna uppnås och volatiliteten i verksamheten reduceras.

Ny information till Rottneros styrelse efter det att budet hade offentliggjorts

Efter det att budet hade offentliggjorts fick Rottneros styrelse genom brev och telefonledes information från bolagets näst största aktieägare, Skagen Fonder, samt ytterligare en större ägare, Bronsstädet, att dessa ägare inte hade för avsikt att acceptera Arctic Papers erbjudande. De angivna ägarna kontrollerade sammantaget mer än 10 procent av kapital och röster i Rottneros. Denna information innebar enligt styrelsens bedömning att förutsättningarna för ett samgående nu hade bortfallit, och att merparten av de förväntade synergier därför inte längre skulle kunna säkerställas. Eftersom styrelsen under hand hade fått information från Arctic Papers representanter att Rottneros större aktieägare, vid sidan av Arctic Paper, hade ställt sig positiva till erbjudandet, innebar beskedet från Skagen Fonder och Bronsstädet nya uppgifter för styrelsen. Uppgifterna bedömdes dessutom vara av kurspåverkande natur. För att samtliga aktieägare skulle få del av denna nya information offentliggjorde Rottneros den genom ett pressmeddelande den 26 november i enlighet med bestämmelserna i NASDAQ OMX Stockholms regelverk för emittenter. Av omsorg om i första hand de mindre aktieägarna lämnade styrelsen i pressmeddelandet dessutom sin syn på den nu uppkomna situationen. Pressmeddelandet avslutas med följande konstateranden: "Styrelsens rekommendation förutsätter alltså att bolagen går samman för att synergier ska kunna realiseras. Att två stora ägare som kontrollerar mer än 10 procent av kapital och röster nu anmält att de inte kommer att acceptera budet innebär att ett samgående i så fall inte kan ske och att merparten av synergier därmed inte skulle kunna säkerställas."

Styrelsens bedömning

Under hänvisning till avsnitt II.19 i Takeover-reglerna har Aktiespararna ifrågasatt om Rottneros styrelse i pressmeddelandet den 26 november tillräckligt tydligt har redovisat om styrelsens ursprungliga rekommendation fortfarande stod fast när de två storägarna upplyst att de inte skulle komma att acceptera budet. Aktiespararna har då sannolikt förbisett att grunden för pressmeddelandet utgörs av kraven i börsens emittentregler och inte Takeover-reglerna. De senare innehåller nämligen inte något krav på uttalande från en styrelses sida i en situation som den förevarande.

När det sedan gäller innehållet i pressmeddelandet vill styrelsen framhålla att styrelsen vid detta tillfälle utgick från att Arctic Paper inte skulle fullfölja budet om Arctic Paper inte hade nått en anslutningsgrad om 90 procent eller strax därunder när anmälningstiden hade löpt ut. (En anslutningsgrad strax under 90 procent hade i enlighet med vedertagen praxis sannolikt medfört en förlängning av budet för att inom en rimlig tid säkra ett fullt övertagande).

I formell mening gällde alltså styrelsens rekommendation fortfarande den 26 november, men givetvis även då under förutsättning att de angivna synergierna skulle kunna säkerställas. I realiteten skulle detta emellertid kräva att Arctic Paper lyckades övertyga någon av de två nämnda storägarna att acceptera erbjudandet, så att Arctic Paper kunde uppnå en anslutningsgrad överstigande 90 procent. Styrelsen ansåg dock inte att det vore lämpligt att i pressmeddelandet spekulera i huruvida Arctic Paper skulle kunna lyckas med en sådan ansträngning.

Vid acceptfristens utgång den 12 december hade budet accepterats av aktieägare med ett innehav motsvarande 38,8 procent av det totala antalet utestående aktier och röster i Rottneros. Trots det som hade angivits i erbjudandehandlingen om ett samgående mellan de två bolagen som en grundläggande förutsättning för erbjudandet, beslutade Arctic Paper att ändå fullfölja erbjudandet. Detta kommunicerades till marknaden i ett pressmeddelande den 14 december, varvid Arctic Paper också upplyste att acceptfristen förlängdes till och med den 2 januari 2013.

När den förlängda acceptfristen hade löpt ut offentliggjorde Arctic Paper genom ett pressmeddelande den 7 januari 2013 att man då kontrollerade 40,7 procent av aktierna, dels till följd av ytterligare accepter från aktieägarna dels genom egna förvärv utanför erbjudandet. I

pressmeddelandet informerade Arctic Paper också att acceptfristen hade förlängts ytterligare, till och med den 4 februari 2013. Någon ytterligare förlängning skulle därefter inte ske.

AKTIESPARARNAS SLUTKOMMENTAR

Aktiespararna har i en slutkommentar anfört följande.

I uppköpserbjudandet till Rottneros aktieägare är styrelsens uttalande av stor betydelse. Det bör således vara klart och entydigt. Styrelsen har i två pressmeddelanden uttalat sig beträffande erbjudandet:

- Den 7 november då styrelsen offentligt meddelade att man "enhälligt beslutat att rekommendera aktieägarna i Rottneros att acceptera Erbjudandet". Inga förbehåll för rekommendationen anges då, även om styrelsen, som brukligt är, för ett resonemang om erbjudandet, budpremien, mm.

- Den 26 november då styrelsen offentligt meddelade att "Styrelsens rekommendation förutsätter alltså att bolagen går samman för att synergier ska kunna realiseras." Därefter anger styrelsen att 90-procentgränsen ej synes kunna överskridas och att merparten av synergier därmed inte skulle kunna säkerställas.

Läst ordagrant innebär det senare uttalandet att rekommendationen upphävs. Å andra sidan står detta inte uttryckligen. Därmed kunde olika aktieägare tolka styrelsen på olika sätt. Andra aktieägare i Rottneros blev allmänt osäkra kring hur de skulle tolka styrelsens uttalanden; en osäkerhet som Aktiespararna i sin avrådande rekommendation, som offentliggjordes den 5 december, bekräftade genom att konstatera: "Därtill är Rottneros styrelse otydlig i sin rekommendation."

Först i styrelsens brev till Aktiemarknadsnämnden av den 16 januari, i tredje stycket från slutet, klargör styrelsen sin inställning: Rekommendationen gällde hela tiden "i formell mening", men "givetvis även då under förutsättning " att budgivaren når över 90 procent. Alltså i praktiken att ett avrådande (för aktiealternativet) gällde från och med den 26 november.

ÖVERVÄGANDEN

Vid ett offentligt uppköpserbjudande ska målbolagets styrelse senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen för denna uppfattning (punkt II.19 Takeover-reglerna). Styrelsen ska redovisa sin uppfattning om den inverkan som genomförandet av erbjudandet kommer att ha på bolaget, särskilt sysselsättningen, och dess uppfattning om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver sin verksamhet. Om ett erbjudande har karaktär av samgående där vederlaget utgörs av aktier i budgivarbolaget, är det, enligt kommentaren till bestämmelsen, normalt lämpligt att styrelsen i sitt uttalande utvecklar sin syn på den industriella logiken och samordningsvinster m.m. Takeover-reglerna innehåller härutöver ingen närmare beskrivning av vad styrelsens yttrande ska innehålla. Inte heller sägs något om hur ändringar av eller tillägg till ett tidigare lämnat yttrande ska vara utformade. Styrelsens yttrande är många gånger av stort värde för aktieägarna i målbolaget och det ligger i sakens natur att yttrandet och andra uttalanden från styrelsen med anledning av budet ska vara tydliga och begripliga.

Frågan i detta ärende är om det pressmeddelande som Rottneros styrelse skickade ut den 26 november 2012 kan sägas innebära att Rottneros styrelse har brutit mot Takeover-reglerna eller i övrigt mot god sed på aktiemarknaden. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening borde - med hänsyn till såväl Takeover-reglernas syfte som god sed på aktiemarknaden - styrelsens uttalande med anledning av det förhållandet att vissa aktieägare inte skulle komma att acceptera budet ha utformats på ett tydligare sätt.

Aktiespararna har i sin framställning gett uttryck för att fristen om minst två arbetsdagar för återkallelse av gjord accept är för kort. Nämnden avser att uppmärksamma dem som ansvarar för de aktuella regelverken på frågan.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Ossian Ekdahl, Kajsa Lindståhl och Annika Poutiainen.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog