

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:38

2014-08-01

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 17 juli 2014 en framställning från Advokatfirman Vinge på uppdrag av Hyland Software UK Ltd (öHylandö). Framställningen rör tolkning av NASDAQ OMX Stockholms Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (ötakeover-reglernaö).

FRAMSTÄLLNINGEN

I framställningen anförs i följande.

Den 6 maj 2014 offentliggjorde Lexmark International Technology S.A. (öLexmarkö) ett rekommenderat offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i ReadSoft AB (öReadSoftö eller öBolagetö). Fullföljande av erbjudandet var villkorat bland annat av att erbjudandet accepterades i sådan utsträckning att Lexmark blev ägare till aktier motsvarande mer än 90 procent av aktierna i ReadSoft efter full utspädning (öAnslutningsvillkoretö).

Lexmark angav följande i anslutning till fullföljandevillkoren i erbjudandet: *ö[Lexmark] förbehåller sig rätten att helt eller delvis frånfalla ett, flera eller samtliga av villkor 2-7 ovan. [Lexmark] förbehåller sig inte sådan rätt såvitt avser [Anslutningsvillkoret] och kommer således inte att fullfölja Erbjudandet på en lägre acceptansnivå än vad som anges i detta villkor.ö*

Den 18 juni 2014 offentliggjorde Hyland ett konkurrerande uppköpserbjudande till aktieägarna i Bolaget. Den 19 juni 2014 offentliggjorde Lexmark en höjning av priset i sitt erbjudande.

Den 7 juli 2014 offentliggjorde Hyland en höjning av priset i sitt erbjudande och att Hyland hade ingått avtal med vissa aktieägare i ReadSoft samt genomfört aktieköp som resulterat i att Hyland kontrollerade motsvarande 10,9 procent av samtliga utestående aktier i ReadSoft.

Den 14 juli 2014 höjde Lexmark priset sitt erbjudande genom att återkalla det ursprungliga erbjudandet och samtidigt offentliggöra ett nytt erbjudande. Lexmark konstaterade bland annat att Anslutningsvillkoret inte kunde uppfyllas på grund av den kontrollpost som Hyland skaffat sig. Förutom höjningen är det fråga om ett likalydande erbjudande med den enda materiella skillnaden att Lexmark nu förbehåller sig rätten att frånfalla Anslutningsvillkoret och därmed fullfölja erbjudandet vid en lägre acceptansnivå än 90 procent.

Hyland i frågasätter inte Lexmarks rätt att återkomma med ett nytt erbjudande samtidigt som det ursprungliga erbjudandet återkallades. Innebörden av punkten II.24 i takeover-reglerna är klar, en budgivare får återkomma inom kortare tid än tolv månader om budgivaren erhåller målbolagsstyrelsens rekommendation för det nya erbjudandet. Lexmark har erhållit en sådan rekommendation för det nya erbjudandet. Även Lexmarks ursprungliga erbjudande rekommenderades för övrigt av ReadSofts styrelse.

Hylands framställning till nämnden handlar om något annat, nämligen den grundläggande principen att marknaden inte ska tillåtas föras bakom ljuset genom att aktörer av taktiskäl gör reservationslösa uttalanden av viss innebörd för att sedan, när taktiken misslyckats, inte längre stå fast vid dem. Den som agerar på den svenska aktiemarknaden ska kunna lita på vad som kommuniceras till marknaden av andra aktörer och kunna vidta dispositioner på grundval därav utan att behöva löpa risken att reservationslösa uttalanden sedermera ställs på ända (se senast AMN 2013:11). Principen är grundläggande även i det brittiska takeover-regelverket (jfr senast Pfizers uttalanden i anslutning till försöken att förvärva AstraZeneca), som tjänat som förebild såväl för EU:s takeover-reglering som för de svenska takeover-reglerna.

Hyland har - i förlitan på Lexmarks reservationslösa uttalanden om avsaknad av förbehåll om frånfallande av Anslutningsvillkoret och att Lexmarks erbjudande inte kommer att fullföljas vid en lägre acceptansnivå än 90 procent - ingått avtal med vissa aktieägare i ReadSoft samt genomfört aktieköp som innebär att Hyland kontrollerar motsvarande 10,9 procent av samtliga utestående aktier i ReadSoft. Även om konkurrerande budgivares intressen måhända inte primärt är vad som avses skyddas av principen om bundenhet vid uttalanden tjänar det nyss-

nämnda som gott exempel på vilka fördelar en aktör kan tillskansa sig, respektive vilken skada som vederbörande kan vålla, genom att av taktiska eller andra skäl göra reservationslösa uttalanden som denne sedermera tillåts avvika från.

Det kan tyckas att en förändring till det bättre - t ex en höjning av budpriset eller, såsom i Lexmarks fall, införande av en möjlighet att frånfalla ett uppställt villkor - alltid borde kunna godtas. Det intresse som principen om bundenhet vid uttalanden ska skydda är emellertid av mer grundläggande betydelse och kan inte tillåtas åsidosättas beroende av effekterna i det enskilda fallet. Lexmark har försökt skaffa sig taktiska fördelar genom att göra vissa reservationslösa uttalanden i sitt erbjudande och måste då ovillkorligen finna sig i att stå fast vid dessa. En annan ordning skulle, till allvarligt förfång för förtroendet för den svenska aktiemarknaden, underminera principen om bundenhet vid sådana uttalanden. Principen gör sig vidare naturligtvis gällande med samma styrka oavsett om en aktör i strid med ett reservationslöst uttalande skulle föra in ett frånfallandeförbehåll i ett redan existerande bud (vilket uppenbart skulle strida mot takeover-reglerna och god sed) eller om aktören genom en teknikalitet (som i förevarande fall: återkallelse av existerande erbjudande förenat med att samtidigt offentliggöra ett nytt erbjudande) försöker åstadkomma samma sak på ett tekniskt något annorlunda sätt. Lexmarks erbjudanden är i realiteten en och samma transaktion. Den enda materiella förändringen av villkoren - förutom att Lexmark ännu en gång har höjt budpriset - är att ett frånfallandeförbehåll nu har införts med avseende på Anslutningsvillkoret.

Volkswagens nyligen avslutade uppköpserbjudande avseende aktierna i Scania erbjuder en illustrativ parallell. Volkswagen gjorde i ett visst skede av taktiska skäl ett reservationslöst uttalande av innebörd att budpriset inte skulle komma att höjas. Det råder ingen tvekan om att Volkswagen, om budpriset ändå hade höjts, skulle ha ansetts agera i strid med takeover-reglerna eller god sed. Det hade naturligtvis inte varit möjligt för Volkswagen att enkelt komma runt problemet genom att återkalla erbjudandet och omedelbart (förutsatt målbolagsstyrelsens, i detta fall Scantias, rekommendation) offentliggöra ett tekniskt sett önyttö erbjudande och däri, i strid med sitt reservationslösa uttalande, erbjuda ett högre budpris. Med en annan ordning hade Volkswagen nämligen tillåtits dra taktisk nytta av sitt uttalande för att sedermera ändå få avvika från det. Detsamma hade gällt om Volkswagen hade agerat på motsvarande sätt med avseende på sitt reservationslösa uttalande om att inte fullfölja erbjudandet vid en lägre acceptansnivå än 90 procent, vilket uttalande Lexmark ordagrant kopierat i sitt erbjudande men nu försöker undkomma.

Mot ovanstående bakgrund begär vi att Aktiemarknadsnämnden uttalar att Lexmarks införande av ett frånfallandeförbehåll avseende Anslutningsvillkoret inte är förenligt med takeover-reglerna eller god sed på aktiemarknaden och att frånfallandeförbehållet således inte får åberopas.

LEXMARKS YTTRANDE

Lexmark har erbjudits möjlighet att yttra sig över framställningen och har därvid, i relevanta delar, anfört i huvudsak följande.

Hylands bakgrundsbeskrivning innehåller inte några direkta sakfel, men är kortfattad och selektiv och därmed ofullständig och missvisande. Den händelseutveckling som ledde fram till Lexmarks nya erbjudande av den 14 juli 2014 kan på ett mer informativt och fullständigt sätt beskrivas enligt följande, med tillägg av vissa kommentarer till delar därav.

ReadSoft hade per den 31 mars 2014 ett aktiekapital om 3 314 444 kronor, fördelat på 33 144 440 aktier, av vilka 1 354 500 A-aktier med 10 röster vardera och 31 789 940 B-aktier med 1 röst vardera. ReadSofts B-aktie är noterad på NASDAQ OMX Stockholm. Av B-aktierna har ReadSoft 2 540 696 i eget innehav. A-aktierna, som alltså inte är noterade, är fördelade på ett fåtal händer och merparten innehas av ReadSofts båda grundare Lars Appelstål och Jan Andersson. Dessa båda äger för närvarande (direkt och via bolag) aktier motsvarande 22,9 procent av aktierna och 42,9 procent av rösterna i ReadSoft.

Den 5 maj 2014 träffade Lexmark ett Transaction Agreement med ReadSoft, som bland annat innehöll att ReadSofts styrelse rekommenderade ett kontant uppköpserbjudande från Lexmark om 40,05 kronor per aktie, oavsett aktieslag. Avtalet förutser möjligheterna till ett konkurrerande uppköpserbjudande. Om ett sådant lämnas och ger minst 7 procent högre värde till aktieägarna, har Lexmark fem vardagar på sig att förbättra sitt erbjudande till att vara bättre än det konkurrerande erbjudandet, varvid ReadSofts styrelse fortsatt rekommenderar Lexmarks erbjudande.

Vidare hade Andersson och Appelstål åtagit sig att acceptera Lexmarks erbjudande.

Den 6 maj 2014 offentliggjorde Lexmark ett erbjudande att för kontant 40,05 kronor per aktie oavsett aktieslag, förvärva samtliga aktier i ReadSoft. Acceptfristen löpte den 23 maj - 23 juni 2014. Priset innebar en premie om 118 procent i förhållande till slutkursen dagen innan budet offentliggjordes. Vid denna tidpunkt ägde Lexmark inga aktier i ReadSoft.

Budet var förenat med ett antal villkor; ett av dem var en anslutningsgrad om mer än 90 procent ("Anslutningsvillkoret"). Som Hyland påpekar, förbehöll sig Lexmark inte rätt att frånfalla Anslutningsvillkoret.

Den 18 juni 2014 offentliggjorde Hyland ett konkurrerande uppköpserbjudande. Hyland erbjöd kontant 42,86 kronor per aktie i ReadSoft, oavsett aktieslag. Detta är 7,02 procent högre än Lexmarks initiala kontanterbjudande om 40,05 kronor per aktie. Nivån 7 procent känns igen från Transaction Agreement mellan Lexmark och ReadSoft; se ovan. Hylands konkurrerande erbjudande hade en acceptfrist 11 juli ó 5 september 2014.

I Hylands framställan till Aktiemarkandsnämnden anges att Hyland den 7 juli 2014 (dagen för en senare höjning av budet; se nedan) offentliggjorde att "Hyland hade ingått avtal med vissa aktieägare i ReadSoft". Denna upplysning lämnades dock redan i det första offentliggörandet den 18 juni 2014: *"Miguel Zubizarreta (Chief Technical Officer för Hyland), och Alfonso Zubizarreta (Vice President för Hyland), som tillsammans innehar 934 254 B-aktier, motsvarande cirka 3,1 procent av samtliga utestående aktier i ReadSoft ha, enligt avtal daterade den 17 juni 2014 mellan Miguel Zubizarreta och Hyland UK respektive Alfonso Zubizarreta och Hyland UK, villkorslöst och oåterkalleligen förbundit sig att acceptera Erbjudandet."*

Det anges inte när Miguel Zubizarreta respektive Alfonso Zubizarreta förvärvat aktier i ReadSoft eller till vilken kurs. Baserat på slutkursen den 5 maj 2014 (dagen före Lexmarks initiala erbjudande) representerade aktierna ett värde om 17 190 274 kronor. Baserat på Lexmarks initiala erbjudande representerade aktierna ett värde om 37 416 873 kronor. Baserat på Hy-

lands första konkurrerande erbjudande representerade aktierna ett värde om 40 042 126 kronor.

Dagen efter det att Hyland offentliggjort sitt konkurrerande erbjudande, den 19 juni 2014, offentliggjorde Lexmark att man höjde sitt initiala erbjudande till 43,00 kronor per aktie oavsett aktieslag. Acceptfristen förlängdes till den 14 juli 2014.

Den 7 juli 2014 offentliggjorde Hyland en höjning av sitt erbjudande till 45,00 kronor per aktie. Acceptfristen var oförändrat 11 juli ó 5 september 2014. Samtidigt offentliggjorde Hyland att man tagit en så kallad "corner" i ReadSoft. Genom en kombination av åtagandena från Alfonso och Miguel Zubizarreta och nya förvärv (sidoaffärer) i marknaden, upplyste Hyland att man kontrollerade 10,9 procent av aktierna i ReadSoft.

Genom Hylands cornerposition stod det klart att Anslutningsvillkoret inte skulle kunna uppfyllas. Ett offentligt erbjudande kan då enligt punkten II.5 i takeover-reglerna återkallas.

Endast genom att Hyland valde att inta en cornerposition uppstod en möjlighet för Lexmark att återkalla det initiala erbjudandet. Den händelseutveckling som Hyland nu ondgör sig över har Hyland själva möjliggjort. Fråga är härefter om möjligheten för Lexmark att återkomma med ett nytt bud.

Efter att ett offentligt erbjudande återkallats är enligt punkten II.24 i takeover-reglerna huvudregeln att budgivaren inte får återkomma inom tolv månader med ett nytt erbjudande, om inte målbolagets styrelse rekommenderar ett nytt erbjudande (eller om Aktiemarknadsnämnden meddelar undantag från bestämmelsen).

Lexmark valde således att utnyttja den av Hyland skapade möjligheten att starta om processen från början. Efter kontakter med ReadSoft och dess styrelse kunde ett nytt Transaction Agreement tecknas den 13 juli 2014 och nya åtaganden erhållas från grundarna Andersson och

Appelstål; i båda fallen avseende ett kontant erbjudande om 50 kronor per aktie, oavsett aktieslag.

Den 14 juli 2014 offentliggjorde Lexmark att det tidigare erbjudandet återkallades samt offentliggjordes ett nytt erbjudande att förvärva samtliga aktier i ReadSoft för 50 kronor kontant per aktie, oavsett aktieslag. Acceptfristen för det nya erbjudandet förväntas löpa under perioden 7 augusti ó 28 augusti 2014. Notera att denna acceptfrist avslutas innan acceptfristen för Hylands senaste erbjudande löper ut. Det nya erbjudandet innehåller ett anslutningsvillkor om mer än 90 procent, men Lexmark har förbehållit sig rätten att frångå detta.

Hyland vidgår att Lexmark iakttagit takeover-reglerna för att i sista stycket följas av påståendet att Lexmark inte skulle ha iakttagit takeover-reglerna eller "god sed på aktiemarknaden". Det haltar betänkligt i logiken. Möjligen menar Hyland att oaktat att Lexmark iakttagit takeover-reglerna skulle detta likväl vara oförenligt med god sed på aktiemarknaden. Utrymmet för det sistnämnda måste vara oerhört litet, för att inte säga obefintligt.

Hyland anklagar Lexmark för att i något slags taktikspel ha fört aktiemarknaden bakom ljuset. Detta tillbakavisas. Lexmark har genom hela denna budstrid spelat med öppna kort och vinnlagt sig om att i varje skede följa takeover-reglerna. Lexmark har förhållit sig till händelsernas utveckling. Det har inte funnits några dolda agendor.

Hyland påstår vidare att företrädare för Lexmark skulle ha gjort "uttalanden". Detta är missvisande. Lexmark har kommunicerat sina bud endast i form av sådan "formella" pressmeddelanden som gäller för offentliga uppköpserbjudanden respektive i budhandlingar. Några uttalanden i allmänhet och vid sidan av den formella budprocessen har inte förekommit. Termen "uttalanden" borde rätteligen reserveras för vad som yttras vid sidan av den formella budprocessen. Detta vet Hyland men väljer att bortse från.

Mellan Lexmark och Hyland pågår en "budstrid" om aktierna i ReadSoft. Hyland har i denna mötts av något som man inte förutsett, alternativt har man medvetet valt att ta en risk som nu

materialiserats. Hyland gör upprepat gällande att Lexmark ägnar sig åt något slags taktiskt spel. Dessa påståenden skall ses i ljuset av Hylands egen taktik att ta en cornerposition i ReadSoft, vilken var vad som möjliggjorde för Lexmark att återkalla sitt initiala erbjudande och återkomma med ett nytt erbjudande. Om någon av parterna kan sägas ha misslyckats med ett taktiskt spel så är det Hyland med sin aggressiva cornerposition.

Vad Hyland nu söker göra gällande är att varje bud, varje uttalande (om nu något sådant skulle ha lämnats) är hugget i sten och oföränderligt, utan begränsning i tiden och utan hänsyn till omvärldens föränderlighet. Så är inte fallet. Takeover-reglerna är skrivna för att medge ett rimligt mått av flexibilitet.

Införandet av möjligheten till ett nytt bud inom kortare tid än tolv månader är ett gott exempel på sådan flexibilitet och avvägning mellan flera motstående intressen. Om nu målbolagets styrelse finner det ligga i aktieägarnas och bolagets intresse att rekommendera ett nytt bud, i det här fallet 11 procent högre än tidigare bud, så övertrumfar detta de skäl som kan anföras för motsatsen. I detta skall också beaktas att en utdragen budstrid kan vara ägnad att skada målbolaget; dess verksamhet, anställda och kunder svävar i ovisshet om bolagets framtid. Lexmark vill vinna budstriden och detta på så kort tid som möjligt för att inte överta ett skadat och illa medfaret ReadSoft; därav den kraftiga höjningen till 50 kronor per aktie. Notera därvid, att det nya budet inte innebär en förlängning av processen då acceptfristen tar slut innan acceptfristen för Hylands senaste bud.

Att ta en cornerposition är en affärsmässig risk. Att lyckas med aggressiva cornerpositioner är inte nödvändigtvis ett intresse som takeover-reglerna avser att skydda. Någon "skada" har inte vållats Hyland eller Alfonso och Miguel Zubizarreta; de är alla välkomna att acceptera Lexmarks erbjudande och på så sätt göra sig en god vinst. Lexmark för sin del ser det knappast som en fördel att till följd av budstriden med Hyland betala 50 kronor per aktie i ReadSoft istället för det lägre beloppet i det initiala erbjudandet.

Lexmark kan inte finna att det föreligger någon princip "om bundenhet av uttalanden" som skulle gälla framför takeover-reglerna och det har i allt fall inte förekommit några "uttalan-

den". Vad Hyland kallar en "teknikalitet" är det avsedda innehållet i takeover-reglerna. Vad Hyland missar, eller snarare undviker att beröra, är att Lexmarks nya erbjudande har möjliggjorts endast genom rekommendation av styrelsen för ReadSoft. Detta är inte en "teknikalitet" utan styrelsen för ReadSoft måste antas ha noga prövat huruvida styrelsen kunde rekommendera ett nytt erbjudande från Lexmark. Att reducera styrelsens prövning till en "teknikalitet" är snarast kränkande för envar ledamot. Hylands erbjudande har inte, oavsett nivå, någon gång rekommenderats av styrelsen för ReadSoft.

Vore Hylands uppfattning riktig skulle utrymmet i II.24 i Take Over-reglerna för ett nytt bud vara reducerat till ett bud helt identiskt med ett tidigare bud. Så är inte fallet.

HYLANDS SLUTKOMMENTAR

Hyland har i en slutkommentar anfört följande.

När det gäller vad Lexmark anför i sak vill Hyland först klargöra att Hyland inte har påstått att Lexmark skulle ha haft någon *ödold agenda*. Det är emellertid korrekt att Hyland har antagit att Lexmarks reservationslösa uttalanden med avseende på Anslutningsvillkoret (*öförbehåller sig inte* och *ökommer således inte att fullfölja*; se fullständigt citat i Hylands framställning till nämnden) har varit betingade av taktiska överväganden. Uttalanden av detta slag är ägnade att och syftar typiskt sett till att sätta ytterligare press på målbolagets aktieägarkollektiv att acceptera budgivarens erbjudande i tillräcklig omfattning, vid äventyr att möjligheten att sälja sina aktier i erbjudandet annars bortfaller.

Att döma av vad Lexmark nu anför synes Lexmarks uttalanden har införts i budet mer eller mindre av misstag snarare än av medvetna taktiska skäl. Detta påverkar dock inte Lexmarks bundenhet vid uttalandena. Lexmarks uttalanden har varit ägnade att verka handlingsdirigerande för aktörer på aktiemarknaden och har faktiskt haft sådan effekt. Hyland gör som redan anförts inte gällande att principen om bundenhet vid uttalanden i första hand skulle vara betingad av omsorg om konkurrerande budgivare, men har i sin framställning till nämnden funnit anledning att hänvisa till Hylands aktieförvärv som exempel på vilka effekter reservationslösa uttalanden av det slag Lexmark gjort kan få. Det är av grundläggande betydelse för för-

troendet för aktiemarknaden att alla aktörer kan förlita sig på förbehållslösa besked från parterna i en budsituation. Lexmarks tydliga besked om att dess erbjudande inte skulle fullföljas om Anslutningsvillkoret inte uppfylldes och att förbehåll om fränfallande av Anslutningsvillkoret således inte gjordes, var av stor betydelse för Hyland inför Hylands konkurrerande erbjudande och aktieförvärv i ReadSoft. Reservationslösa besked om icke-fullföljd under en viss anslutningsgrad är mycket sällan förekommande på den svenska aktiemarknaden och utgör utomordentligt viktig information för bedömningen av ett sådant erbjudande och dess sannolikhet att lyckas. Det kan förutsättas att andra aktörer än Hyland också förlitat sig på Lexmarks besked i samband med olika ställningstaganden i anledning av Lexmarks erbjudande. Exempelvis är det bekant för Hyland att ett flertal professionella fondförvaltare har fäst avseende vid Lexmarks ovanlig besked angående Anslutningsvillkoret och agerat på informationen. Informationen har även betydelse för marknadens kursättning av målbolagets aktier under budtiden.

Uttalanden som en budgivare gör i ett pressmeddelande avseende sitt erbjudande eller i sin erbjudandehandling och som rör omständigheter som är av central betydelse för bedömning av erbjudandet är i själva verket skolexempel på sådana uttalanden som, om de inte förses med vederbörliga förbehåll, måste innebära bundenhet för avgivaren enligt god sed och grunderna för takeover-reglerna. Lexmark hoppas för sin del få gehör för den rakt motsatta ståndpunkten, nämligen att det *inte alls* finns någon princip om sådan bundenhet och i vart fall att sådan bundenhet endast föreligger om uttalandena görs *övid sidan av den formella budprocessen*. Det sistnämnda skulle innebära att bundenheten skulle vara större avseende kommentarer till en journalist än avseende formaliserade skriftliga utfästelser i själva erbjudandedokumentationen. Självfallet har takeover-reglerna och god sed inte den innebörden.

Lexmark påstår att Hyland vill göra gällande att *övarje bud, varje uttalande i är hugget i sten och oföränderligt, utan begränsning i tiden och utan hänsyn till omvärldens föränderlighet*. Som framgår av Hylands framställning till nämnden är detta inte Hylands ståndpunkt. Hylands ståndpunkt är att det inte är förenligt med regelverket eller god sed att en budgivare (Lexmark) utan några som helst reservationer lämnar besked i för erbjudandet helt centrala frågor för att sedan, när det visat sig att det är obekvämt att stå fast vid dem, avvika från beskederna genom att återkalla erbjudandet och omedelbart lägga ett nytt bud där budgivaren inte längre känns vid dem. Vad som hade gällt under *andra* omständigheter, t ex om det förflutit ett antal månader eller om Lexmark hade utformat uttalandena med vederbörliga reservationer

för *öomvärldens föränderlighet*, är inte nu föremål för bedömning. Hyland finner därför inte heller anledning att alls diskutera detta.

Lexmark hävdar vidare att punkten II.24 i takeover-reglerna om att budgivare får återkomma med ett nytt bud inom tolv månader om målbolagsstyrelsen rekommenderar budet *öövertrumfar de skäl som kan anföras för motsatsen*. Lexmark menar således kort sagt att om bara målbolagsstyrelsen rekommenderar det modifierade erbjudandet så tillåts budgivaren t ex avvika från tidigare förbehållslösa besked i en för erbjudandet helt central fråga trots att så annars inte vore fallet. Enligt Hylands mening bygger Lexmarks ståndpunkt på en felaktig analys av vilka intressen som punkten II.24 har till ändamål att skydda. Som framgår av kommentaren till regeln är den ett utflöde av den i takeover-reglernas inledning angivna principen att ett uppköpserbjudande inte får hindra målbolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt. Att hantera en budsituation är nämligen arbetskrävande för styrelsen och ledningen i målbolaget. Budhanteringen tar oundvikligen tid i anspråk som annars hade kunnat ägnas åt verksamheten. Osäkerhet kring ägarsituationen kan vidare i sig inverka menligt på verksamheten. Syftet med tolv månadersfristen är således att skydda målbolaget och dess aktieägare från att gång på gång i samma tidsmässiga sammanhang utsättas för budsituationer av samma budgivare. Undantag från tolv månadersregeln görs emellertid om målbolagsstyrelsen rekommenderar budet. Tanken är att om målbolagsstyrelsen själv ó dvs. det organ som är bäst skickat att bedöma vilken inverkan budprocessen har på målbolaget och kan väga detta mot målbolagsaktieägarnas intresse av att få ta ställning till erbjudandet ó anser att ett bud inom tolv månadersperioden kan godtas, så finns det ingen anledning att upprätthålla tolv månadersfristen. ReadSofts styrelse har rekommenderat Lexmarks modifierade erbjudande, vilket är helt naturligt eftersom det är det för ögonblicket högsta budet. Därför har Lexmark haft rätt att utan hinder av punkten II.24 lämna det modifierade erbjudandet. Hyland har redan i sin framställning till nämnden klargjort att Hyland inte ifrågasätter detta. Det ovan sagda innebär emellertid inte att Lexmark därigenom upphör att vara bundet av sina förbehållslösa besked till marknaden med avseende på Anslutningsvillkoret. Målbolagsstyrelsen har inte alls till uppgift att utöva tillsyn över det marknadsintresse som principen om budgivares bundenhet vid uttalanden avser att skydda. Målbolagsstyrelsen ska rekommendera det vid varje givet tillfälle bästa erbjudandet för aktieägarna och skulle rimligen inte kunna underlåta att lämna en sådan rekommendation enbart med hänvisning till att budgivaren bryter mot tidigare lämnade löften och därigenom har vilselett aktörer på marknaden att agera i förlitan på dessa. En styrelserekommendation enligt punkten II.24 kan således inte befria budgivaren

från tidigare förbehållslösa besked av det slag som Lexmark har lämnat. En annan ordning skulle innebära att en budgivare som i ett visst givet läge erbjuder det högsta budpriset alltid kan undkomma tidigare löften genom att tekniskt återkalla budet och omedelbart lägga ett nytt modifierat bud som rekommenderas av målbolagsstyrelsen. Det hypotetiska Volkswagen/Scania-exemplet i Hylands framställning illustrerar just detta. Bundenheten vid reservationslösa uttalanden måste ó för att marknaden effektivt ska skyddas från brutna löften ó upprätthållas utan hänsynstagande till om ett visst erbjudande vid ett visst tillfälle kan betecknas vara bättre än något då tillgängligt alternativ. Annars skulle budgivare tillåtas att förbehållöst göra viktiga utfästelser, t ex om att priset i erbjudandet är slutligt (inte kommer att höjas), för att sedan ó när taktiken misslyckats och budet ändå inte nått önskad anslutning ó undkomma utfästelserna genom att återkalla budet och omedelbart lägga ett höjt bud med målbolagsstyrelsens rekommendation. Det som inte är tillåtet inom ramen för vad som formellt är det ursprungliga erbjudandet kan inte bli tillåtet genom en teknisk manöver som uppnår exakt samma sak. Att Lexmarks agerande hade varit otillåtet inom ramen för det ursprungliga erbjudandet konstateras av Lexmark självt och har uppenbarligen också bekräftats till Lexmark av nämnden. Att Lexmarks återkallelsemanöver gjorts enbart för att försöka undkomma utfästelserna beträffande Anslutningsvillkoret är alldeles uppenbart. Något annat skäl för manövern kan inte tänkas.

Hyland gör inte, som Lexmark felaktigt påstår, gällande att utrymmet för ett nytt bud enligt punkten II.24 skulle vara reducerat till bud på identiska villkor med det förra. Saken handlar i själva verket inte alls om punkten II.24 utan om Lexmarks bundenhet vid de reservationslösa uttalanden som Lexmark gjort. Om en budgivare i sitt erbjudande, utan reservationer, uttalat att man *inte* förebehåller sig rätten och således *inte* kommer att fullfölja erbjudandet under en viss anslutningsgrad så är budgivaren bunden därav och kan inte i efterhand införa önskade förbehåll eller frånfalla anslutningsvillkoret, vare sig i det ursprungliga erbjudandet eller genom att tekniskt återkalla och genast lägga ett nytt, modifierat bud. I båda fallen skulle man nämligen annars tillåtas att föra marknaden bakom ljuset med handlingsdirigerande uttalanden i en för transaktionen utomordentligt viktig fråga för att sedan träda tillbaka från dem. Såvitt Hyland känner till har det bara hänt två gånger under senare år att en budgivare offentliggjort uttalanden av det slag som Lexmark gjort (Volkswagens bud på Scania och Lexmarks bud på ReadSoft) och bara en gång (nämligen i just Lexmarks fall) har det hänt att budgivaren försökt komma undan uttalandena. Det är detta undantagsfall som nämnden nu har att pröva. För en budgivare som *inte* låst sig genom att göra sådana förbehållslösa uttalanden som Lexmark

gjort går det naturligtvis utmärkt att återkomma med ett erbjudande som skiljer sig från det ursprungliga.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Lagen är tillämplig på ett sådant uppköpserbjudande som beskrivs i framställningen till nämnden.

Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs eller auktoriserade marknadsplats där bolagets aktier är noterade har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen eller marknadsplatsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär, beträffande ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på NASDAQ OMX Stockholm, att börsens takeover-regler ska följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka dessa regler (punkten I.2 takeover-reglerna).

Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden har starka implikationer för prisbildningen på de berörda bolagens aktier och därmed för aktiehandeln. Det är därför av största vikt att den information som lämnas av exempelvis budgivaren i budprocessen är tillförlitlig och präglas av enkelhet och tydlighet. En budgivare får mot denna bakgrund inte ställa upp vilka villkor som helst för budets fullföljande och, typiskt sett, endast under vissa förutsättningar åberopa sig på ett sådant villkor.

Lexmark villkorade fullföljandet av sitt första erbjudande till aktieägarna i ReadSoft bland annat av att erbjudandet accepterades i sådan utsträckning att Lexmark blev ägare till mer än 90 procent av aktierna i bolaget efter full utspädning. Har en budgivare uppställt ett sådant villkor, kan enligt punkten II.5 i takeover-reglerna erbjudandet återkallas om det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kan uppfyllas. Lexmark återkallade på denna grund sitt erbjudande sedan Hyland, som lämnat ett konkurrerande erbjudande, offentliggjort att man kontrollerade mer än tio procent av aktierna i ReadSoft.

I linje med principen att ett offentligt uppköpserbjudande inte får hindra målbolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt får, enligt punkten II.24 i takeover-reglerna, en budgivare som återkallat sitt erbjudande tidigast 12 månader därefter lämna ett nytt erbjudande om förvärv av aktier i målbolaget. Bestämmelsen gäller dock inte om budgivaren lämnar ett nytt erbjudande som målbolagets styrelse rekommenderar. Lexmark lämnade på denna grund ett nytt, av målbolagets styrelse rekommenderat erbjudande till aktieägarna i ReadSoft, samma dag som det första erbjudandet återkallades. Därmed gäller inte bestämmelsen.

Lexmark förbehöll sig i det första erbjudandet inte rätten att frånfalla det aktuella anslutningsvillkoret och angav i erbjudandet att det inte skulle komma att fullföljas på en lägre acceptansnivå. I det nya erbjudandet har Lexmark emellertid förbehållit sig rätten att frånfalla villkoret. Enligt Hylands mening skulle detta förfarande inte vara förenligt med takeover-reglerna eller god sed på aktiemarknaden och frånfallandeförbehållet inte få åberopas av Lexmark.

Nämnden gör i den frågan följande bedömning. Det är visserligen en allmän aktiemarknadsprincip att man inte utan vidare får avvika från en avsiktsförklaring som getts till känna för aktiemarknaden (jfr bl.a. AMN 2013:11). Principen har emellertid efter noggranna överväganden inte kommit till uttryck i regelverket och har inte heller i övrigt en sådan fasthet att den i ett fall som detta, där Lexmark till följd av den konkurrerande budgivaren Hylands agerande utnyttjat sin rätt att dra tillbaka sitt första erbjudande och återkomma med ett nytt sådant, leder till att Lexmark skulle vara förhindrat att i det nya budet förbehålla sig rätten att frånfalla det aktuella anslutningsvillkoret. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening strider Lexmarks förfarande därför inte mot takeover-reglerna eller mot god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Ossian Ekdahl, Arne Karlsson, Dick Lundqvist, Robert Ohlsson, Eva Persson och Carl-Johan

Pousette.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog