

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:33

2014-06-13

ÄRENDENA

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 30 maj 2014 två framställningar i samma ämne. Den ena inkom från NASDAQ OMX Stockholm (öBörsenö), den andra från Baker & McKenzie Advokatbyrå i egenskap av juridisk rådgivare åt Meltwater Drive Sverige AB (öMeltwaterö). Framställningarna rör frågan huruvida en begäran av börsbolaget Cision AB (publ) (öCisionö) om avnotering av bolagets aktier från NASDAQ OMX Stockholm är förenlig med god sed. Aktiemarknadsnämnden behandlar båda framställningarna i detta uttalande. Cision har yttrat sig över framställningarna varefter viss ytterligare skriftväxling har skett.

FRAMSTÄLLNING FRÅN NASDAQ OMX STOCKHOLM

I framställningen anförs följande.

Den 14 februari 2014 offentliggjorde Blue Canyon Holdings AB (öBlue Canyonö), ett bolag kontrollerat av GTCR Investment X AIV Ltd. (öGTCRö), ett offentligt uppköps-erbjudande avseende samtliga aktier i Cision. Erbjudandehandlingen offentliggjordes den 26 februari 2014. Acceptperioden löpte initialt mellan den 27 februari och 27 mars 2014, men förlängdes sedermera till den 22 april 2014.

Erbjudandet förklarades ovillkorat den 18 mars 2014. Den 25 april 2014 offentliggjordes utfallet i erbjudandet, Blue Canyons totala ägande uppgick vid acceptfristens utgång till 71,9 procent av aktierna och rösterna i Cision.

Den 20 maj 2014 hölls, på Blue Canyons begäran, en extra bolagsstämma i Cision för val av ny styrelse. Den 21 maj 2014 offentliggjorde Cision att den nya styrelsen beslutat att ansöka om avnotering.

Bolagsstämмоaktieboken från avstämmningsdagen den 14 maj 2014 upptar 2 777 aktieägare. Börsen saknar uppgift om förvaltarregistrerade innehav. Blue Canyon/GTCR äger för närvarande ca 74,3 procent av aktierna i Cision enligt uppgift från Cision AB per 2014-05-26.

Blue Canyon/GTCR har tidigare, i ovan nämnda erbjudandehandling aviserat ö[f]ör det fall Blue Canyons Holdings, i samband med Erbjudandet eller på annat sätt, blir ägare till mer än 90 procent av aktierna i Cision avser Blue Canyon Holdings att påkalla inlösen i enlighet med aktiebolagslagen i syfte att förvärva samtliga utestående aktier i Cision. I samband härmed avser Blue Canyon Holdings verka för att Bolagets aktie avnoteras från NASDAQ OMX Stockholm (s. 9)ö.

Cision uppfyller för närvarande inte kravet om att tillräckligt antal aktier, 25 procent, ska finnas i allmän ägo, p. 2.3.11 NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter (öRegelverketö). Börsen kan emellertid godkänna en procentsats som är lägre än 25 procent av aktierna om det bedöms att handeln kan fungera tillfredsställande ändå och givet att ett stort antal aktier är i allmän ägo, p. 2.3.12 Regelverket. Kraven är således inte helt statiska eller absoluta, undantag kan medges såväl vid noteringstillfället som under tiden för noteringen. I handledningstexten angesö[o]m kravet på likviditet väsentligt skulle avvika från detta noteringskrav under den tid som bolaget är noterat på börsen, kommer börsen uppmana bolaget att vidta åtgärder för att åter uppfylla detta krav. Börsen kan föreslå bolaget att anlita en likviditetsgarant. Om handeln i bolagets aktie ändå förblir sporadisk kan en placering på observationsavdelning bli aktuell. Sådana beslut från börsens sida föregås av en diskussion med bolaget.ö Detta betyder i praktiken att Börsen tillgriper avnotering av bolagets aktier, pga. av att bolaget inte uppfyller noteringskraven, som en sista åtgärd om man inte kommit tillrätta med likviditetsproblemen på annat sätt.

Cision har som skäl för begäran om avnotering till Börsen genom två pressmeddelanden den 21 respektive 26 maj 2014, sammanfattningsvis angivit att *östyrelsen för Cision funnit att det saknas förutsättningar för en väl fungerande, ändamålsenlig handel i Cisions aktie som kan motivera att noteringen vidmakthålls.*

Cision har inte uppgivit att Cision avser att verka för att handel på en annan marknadsplats med ett utvecklat skydd för aktieägarna. I bolagets pressmeddelande den 26 maj 2014 anges dock att *öStyrelsen utgår från att börsen bestämmer sådan tid för avnote-*

ring att Cisions aktieägare ges ändamålsenliga möjligheter att disponera över sina innehav inför en avnoteringö.

Avregistrering av ett finansiellt instrument ska ske på begäran av utgivaren, 15 kap. 14 § 1 st lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Det framgår också av Börsens Regelverk för emittenter att ett bolag kan ansöka om att dess aktier ska avnoteras och att Börsen kommer att godkänna en sådan ansökan och fatta beslut om sista dag för handel, p. 2.8.1.

Börsen kan således inte avslå en ansökan om avnotering men däremot besluta om lämplig tidpunkt för avnoteringen. I allmänhet kan ett bolags aktier avnoteras fyra veckor efter att börsens beslut om avnotering offentliggjorts. Börsen kan emellertid under vissa förutsättningar besluta att fördröja avnoteringen i upp till sex månader.

Eftersom Börsen bedömer att svaret på här aktualiserad frågeställning är relevant för Börsens beslut om avnoteringstiden, önskar Börsen Aktiemarknadsnämnden besked innan ett sådant beslut fattas huruvida Cisions begäran om avnotering bedöms vara förenlig med god sed.

FRAMSTÄLLNING FRÅN MELTWATER

I framställningen anför följande.

Den 25 april 2014 offentliggjorde Cision en kallelse till extra bolagsstämma den 20 maj 2014 för val av ny styrelse. Av kallelsen framgick att det var Blue Canyon som i egenkap av större aktieägare begärt att styrelsen i Cision kallade till stämman. Utfallet av den extra bolagsstämman den 20 maj 2014 var att det beslutades att styrelsen skulle ha fem ordinarie ledamöter. Med entledigande av de befintliga ledamöterna valdes fem nya ledamöter som samtliga föreslogs och röstades igenom av Blue Canyon. Det alternativa förslag som presenterades av Meltwater vid bolagsstämman, att styrelsen skulle bestå av sex styrelseledamöter med en styrelseledamot representerade minoritetsaktieägarna i Cision, röstades ned av Blue Canyon.

Den 21 maj 2014 beslutade den nya styrelsen i Cision att ansöka om att Cision skulle avnoteras från Börsen utan information om skälen härför eller om handel på en annan marknadsplats skulle komma att erbjudas Cisions aktieägare efter avnoteringen.

Den 26 maj 2014 offentliggjorde Cision tilläggsinformation avseende Cisions styrelses ansökan om avnotering (öTilläggsinformationenö). I Tilläggsinformationen framgår bl.a. att Blue Canyon/GTCR, enligt egen uppgift, innehar ca 74,3 procent av aktierna och rösterna i Cision.

Meltwater innehar per dagen för denna framställan 2 274 570 aktier motsvarande ca 15,3 procent av aktierna och rösterna i Cision. Per den 27 maj 2014 hade Cision 2 050 direktregistrerade aktieägare och per den 30 april 2014 hade Bolaget 2 075 förvaltarregistrerade aktieägare.

Såvitt avser likviditeten i Cision-aktien så har, enligt Meltwaters granskning, den genomsnittliga dagsomsättningen i Bolagets aktie från tiden då acceptperioden avslutades den 22 april 2014 till och med den 26 maj 2014 varit drygt 18 700 aktier till ett värde om drygt 1,1 miljoner kronor.

Av nämndens praxis följer att, för det fall en ansökan om avnotering sker trots att noteringskraven fortfarande är uppfyllda, motiven för en avnotering måste vara av sådan styrka att det kan anses berättigat att utsätta de övriga aktieägarna för nackdelen av noteringens upphörande (se bl.a. AMN 2004:29). Om så inte är fallet strider beslutet att ansöka om avnotering mot god sed på aktiemarknaden.

Av punkten 2.3.12 i Börsens Regelverk för emittenter följer att Börsen vid granskning av om noteringskraven är uppfyllda kan godkänna att färre än 25 procent (schablongränsen) av aktierna är i allmän ägo. Förutsättning härför är att handeln bedöms kunna fungera tillfredställande och att ett stort antal aktier är i allmän ägo. Av kommentaren till nämnda regel framgår att Börsen kan föreslå att bolaget anlitar en likviditetsgarant för det fall att kravet på likviditet väsentligt skulle avvika från noteringskravet.

Per datumen ovan hade Cision fler än 4 000 aktieägare. Den genomsnittliga dagsomsättningen i Bolagets aktie från tiden då acceptperioden avslutades den 22 april 2014 till och med den 26 maj 2014 har dessutom varit betydande. Enligt Meltwater talar dessa omständigheter för att noteringskraven alltså är uppfyllda och under alla omständigheter bör de vara uppfyllda för det fall Cision utser en likviditetsgarant. Det kan i sammanhanget noteras att styrelsen i Cision inte inhämtat Börsens bedömning beträffande

noteringskraven innan beslutet om att ansöka om avnotering fattades.

Frågan är då om skälen för avnotering i detta fall är av sådan styrka att de når upp till den tröskel där det kan anses berättigat att utsätta de övriga aktieägarna för nackdelen av noteringens upphörande. De skäl som uppgivits i Tilläggsinformationen den 26 maj 2014 är, enligt Meltwaters uppfattning, vaga och ofullständiga. I vart fall är skälen ej så starka att de kan anses nå upp till ovan nämnda tröskel. I AMN 2004:19 konstaterade nämnden att odålig likviditet och ödet faktum att målbolaget är ett börsnoterat bolag kan utgöra en nackdel för möjligheterna att genomföra strukturaffärer inte utgjorde sådana tillräckligt starka skäl för att en huvudägare skall verka för avnotering av aktierna i ett bolag som uppfyller gällande noteringskrav. Meltwater noterar att styrelsen i Cision i Tilläggsinformationen har *öfunnit att det saknas förutsättningar för en väl fungerande, ändamålsenlig handel i Cisions aktie som kan motivera att noteringen vidmakthålls*. Det kan ifrågasättas om denna bedömning ligger inom ramen för vad en styrelse i ett målbolag skall avgöra, utan att dessförinnan bilda sig en uppfattning om vad aktieägarna i det noterade bolaget har för intressen. Meltwater menar att styrelsen i Cision i vart fall borde ha rådfrågat Börsen före insändandet av avnoteringsansökan, men även efterhört med Bolagets näst största aktieägare samt t.ex. Aktiespararna för att få deras syn på en eventuell avnotering. Så har dock ej skett.

Sammantaget är det Meltwaters uppfattning att ansökan om avnotering har gjorts trots att det, såväl med som utan likviditetsgarant, finns förutsättningar för en tillfredsställande handel samt att det inte funnits sådana starka skäl som motiverat en ansökan om avnotering trots uppfyllda noteringskrav. Enligt Meltwaters mening strider därför beslutet om att ansöka om avnotering mot god sed på aktiemarknaden.

Av nämndens praxis framgår att om förutsättningar finns för en fungerande handel i aktierna, bolaget alltid bör verka för att sådan handel som skett på Börsen kommer till stånd på en annan marknadsplats med ett utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna (jfr bl.a. AMN 2010:15 och AMN 2004:29).

Av Börsens First North Nordic Rulebook, punkten 2.2.1(a), framgår att det för notering vid marknadsplatsen First North är tillräckligt att det finns ett adekvat antal aktieägare som innehar aktier till ett värde om minst 500 euro, praxis i detta avseende är normalt

minst 300 aktieägare. Vidare framgår att det är tillräckligt att 10 procent av samtliga aktier inom aktieslaget är i allmän ägo.

Aktiekursen i Cision vid tidpunkten för denna framställan var 60 kronor och som ovan konstaterats hade Cision per ovan datum fler än 4 000 aktieägare samt en betydande omsättning i aktien under perioden 22 april 2014 till och med den 26 maj 2014.

För det fall Börsens noteringskrav varken med eller utan likviditetsgarant skulle anses uppfyllda/kunna komma att uppfyllas i enlighet med ovan är det Meltwaters bedömning att kraven för att Cision skall handlas på en MTF såsom First North är uppfyllda och att styrelsen i Cision bör anvisas att utan avbrott anordna handel i Bolagets aktie på First North.

I pressmeddelandet som offentliggjorde Erbjudandet den 14 februari 2014, såväl som i den erbjudandehandling som offentliggjordes av Blue Canyon den 26 februari 2014 har Blue Canyon kommunicerat följande: ÖFör det fall Blue Canyon Holdings, i samband med Erbjudandet eller på annat sätt, blir ägare till mer än 90 procent av aktierna i Cision avser Blue Canyon Holdings att påkalla inlösen i enlighet med aktiebolagslagen i syfte att förvärva samtliga utestående aktier i Cision. I samband härmed avser Blue Canyon Holdings verka för att Bolagets aktie avnoteras från NASDAQ OMX Stockholm.
[Meltwaters understrykning]

I ljuset av denna kommunikation framstår det som anmärkningsvärt att den nya styrelsen i Bolaget nu har ansökt om avnotering. I AMN 2004:29 har nämnden konstaterat att budgivaren i den då för nämnden aktuella situationen i erbjudandehandlingen borde ha utvecklat motiven för ambitionen att verka för avnotering även för det fall att noteringskraven fortfarande skulle vara uppfyllda efter erbjudandets avslutande.

I AMN 2004:29 har nämnden vidare fastslagit att det bör stå aktieägarna fritt att bedöma det offentliga erbjudandet utan att behöva beakta risken för att aktien avnoteras vid ett lågt deltagande i budet. Detta föranleder frågan om det verkligen kan anses vara förenligt med god sed att ansöka om avnotering trots att anslutningen efter ett offentligt uppköpserbjudande väsentligt understiger 90 procent. En styrelse i ett bolag noterat på Börsen har en plikt att agera i samtliga aktieägares intresse. Aktieägarna har förvärvat

aktier i Cision med den förutsättningen att det finns en fungerande marknad för Bolagets aktier till dess att Börsens spridningskrav inte längre uppfylls. De över 4 000 aktieägare som finns i Cision skulle inte ha behövt riskera att den nya huvudägaren i Bolaget, till skillnad från vad som kommunicerats till aktieägarna under Erbjudandet, verkade för en avnotering så länge huvudägaren inte innehaft minst 90 procent av aktierna i Bolaget. I linje härmed vore det generellt olyckligt om budgivare, genom att verka för en avnotering trots en anslutningsgrad som inte når upp till 90 procent, hade möjlighet att indirekt tvinga aktieägare att acceptera erbjudanden som de i och för sig inte är beredda att godta villkoren för, bara för att undvika den klara nackdelen av en avnotering.

Utifrån ovan anförda menar Meltwater att avnoteringsbeslutet som fattades av styrelsen som utsågs vid bolagsstämman i Cision den 20 maj 2014 endast beaktar intressena från Blue Canyon. Redan detta faktum gör att avnoteringsbeslutet kan vara i strid mot god sed på aktiemarknaden, jfr AMN 2004:29, 2006:02 och 2010:15 där nämnden uttalade att ett beslut att ansöka om avnotering uteslutande för att tillgodose endast vissa aktieägares intresse och som strider mot övriga aktieägares intresse av en fungerande handel i bolagets aktier inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Av kommentaren till punkten 2.8 i Börsens Regelverk för emittenter framgår att:

ÖI allmänhet kan ett bolags aktier avnoteras fyra veckor efter att börsens beslut om avnotering offentliggjorts, men om det är en omfattande handel i bolagets aktier samt ett stort antal aktieägare kan börsen besluta att fördröja avnoteringen i upp till sex månader.ö

Som konstaterats ovan är det Meltwaters uppfattning att det finns förutsättningar för en ändamålsenlig handel i Bolagets aktier och av ovan redovisade skäl bör det anses klarlagt att det finns ett betydande intresse hos Bolagets många aktieägare att kunna handla i Cision-aktien. Enligt Meltwaters bedömning har därför beslutet att ansöka om avnotering inte varit i samtliga aktieägares intresse.

Meltwater bedömer vidare att det inte finns några bärande skäl som motiverar att Börsen inte skall använda sig av en omfattande avnoteringsperiod. Istället är det av stor vikt att de mer än 4 000 aktieägare som utgör minoriteten i Cision och som aktivt valt att

inte acceptera Erbjudandet ges möjlighet att under en lång period avyttra sina aktier på sedvanliga marknadsvillkor och i realiteten påverka sådana eventuella närståendetransaktioner i Cision som en avnotering skulle förhindra dem ifrån (se nedan).

Det skall avslutningsvis i denna del noteras att det följer av praxis att ett bolag som ansöker om avnotering hos Börsen i samband med sin ansökan kan lämna önskemål om sista dag för handel i bolagets aktier, under förutsättning att sådant datum ligger längre fram i tiden än fyra veckor eller sådan tidigaste tidpunkt som Börsen bedömer att bolagets aktier kan avnoteras.

Det kan konstateras att Börsens Regelverk för emittenter inte ger Börsen möjlighet att avslå en styrelses ansökan om avnotering. Det enda verktyg som Börsen har att tillgå är möjligheten att fördröja avnoteringen i upp till sex månader. Det kan invändas mot denna ordning och det kan även noteras att det i andra länder t.ex. krävs en viss aktieägarmajoritet för avnotering i situationer när gränsen för tvångsinlösen (eller liknande) inte är uppnådd. Nämnden har därför en särskilt viktig roll att fylla i tillvaratagandet av minoritetsaktieägarnas intressen som, i annat fall, orättmätigt kan komma att åsidosättas vid en budgivares missbruk av avnoteringsinstrumentet i strid med god sed på aktie marknaden.

Mot bakgrund av nämndens initiativuttalande 2012:05 om närståendetransaktioner, finns vidare ett mycket stort skyddsintresse för minoritetsaktieägarna i att Cision även fortsättningsvis bibehåller sin notering vid en reglerad marknad eller MTF. För det fall att Cision skulle komma att avnoteras på så sätt som styrelsen i Bolaget ansökt om, kommer effekten bli att initiativuttalandet ej längre blir tillämpligt. Så länge Bolaget handlas på Börsen eller en MTF saknas möjlighet för Blue Canyon att såsom större aktieägare i Bolaget rösta för sådana närståendetransaktioner som omfattas av uttalandet. Då Blue Canyons ägare GTCR i april 2014 förvärvade Vocus, Inc., en konkurrent till Cision, för cirka 446,5 miljoner dollar förefaller det som att den nya styrelsens skyndsamma agerande att besluta om att ansöka om avnotering skulle kunna utgöra det första steget i ett led för att möjliggöra en eller flera närståendetransaktioner (t.ex. att Cision skulle förvärva Vocus, Inc. genom en apportemission). Det är viktigt att de skyddsintressen som gör sig gällande för aktieägare i bolag vars aktier handlas på Börsen eller på en MTF inte kringgås genom att en huvudägare driver igenom en avnotering av målbo-

laget när förutsättningar finns för en ändamålsenlig handel.

Meltwater önskar besked huruvida Cisions styrelses beslut att ansöka om avnotering från Börsen är förenligt med god sed på aktiemarknaden. För det fall att Aktiemarknadsnämnden finner att Cision agerat i strid med god sed på aktiemarknaden och Börsen bedömer att Bolaget uppfyller noteringskraven för en fortsatt notering, med eller utan likviditetsgarant, önskas besked om styrelsen i Cision skall återkalla sin ansökan om avnotering. Om Aktiemarknadsnämnden ej lämnar besked i enlighet med Meltwaters nyssnämnda begäran önskas besked om Cision utan avbrott är skyldigt att verka för att handel i Cision-aktien istället kommer till stånd på en MTF. För det fall att Aktiemarknadsnämnden finner att Cisions styrelses ansökan om avnotering inte föranleder åtgärd enligt ovan, önskas besked om styrelsen i Cision bör verka för att avnotering sker först efter sex månader, alternativt i nära anslutning dessförinnan.

Meltwater har kompletterat sin framställning med ytterligare två pressmeddelanden från Cision som kommenteras i Cisions yttrande nedan.

CISIONS YTTRANDE

Cision har beretts tillfälle att yttra sig över framställningarna och i ett yttrande den 5 juni 2014 anfört i huvudsak följande. Cisions moderbolag, Blue Canyon, har för sin del förklarat sig ansluta sig till vad Cision anför och lämnar därför inget eget yttrande.

Börsen bekräftar i sin framställning att Cision inte uppfyller noteringskravet avseende den andel aktier som ska vara i allmän ägo, men konstaterar också, helt korrekt, att börsen kan acceptera fortsatt handel även i andra fall förutsatt att handeln kan fungera tillfredsställande även vid en lägre andel aktier i allmän ägo. Cisions styrelse har bedömt att det saknas förutsättningar för sådan fungerande handel och vidhåller den uppfattningen.

Huruvida så är fallet eller inte är emellertid en sak för börsen att avgöra och kan inte vara den huvudsakliga fråga som Aktiemarknadsnämnden nu har att ta ställning till. Nyckelfrågan är om omständigheterna i Cisions fall är sådana att en avnotering inte vore förenlig med god sed på aktiemarknaden. Cisions ståndpunkt är att omständighet-

erna med styrka talar för att det inte kan föreligga någon på god sed grundad skyldighet att fortsätta upprätthålla en notering av Cision-aktien. I vart fall är det Cisions ståndpunkt att de kvarvarande aktieägarnas intresse av fortsatt notering inte överväger intresset av att inte onödigtvis behöva upprätthålla notering av en aktie som i realiteten inte längre är föremål för handel.

För en beskrivning av relevanta sakomständigheter hänvisas till Cisions brev till börsen den 26 maj 2014, med bilagor, samt Cisions pressmeddelande samma dag. Vidare har Cision bifogat en uppdaterad tablå med aktieägarstrukturen i Cision per den 30 maj 2014.

Meltwaters aktieinnehav om cirka 15 procent av aktierna och rösterna i Cision ingår inte bland de aktier som är i allmän ägo. Resterande aktieägare har cirka 10,3 procent av aktierna och rösterna. Som redovisas i Cisions brev till börsen och pressmeddelandet samma dag har de flesta av dessa aktieägare endast mycket små och udda aktieinnehav. Det förhållandevis stora antalet aktieägare med sådana udda småinnehav torde vara hänförligt till att Cision-aktier har distribuerats som vinstutdelning vid minst två tillfällen (från Scribona och från Bure).

Av översikten över aktieägarstrukturen framgår bl.a. att börsens tumregel om minst 500 aktieägare med aktieinnehav värda minst cirka 1.000 euro inte tillnärmelsevis är uppfylld. Det bör noteras att hela 1.335 aktieägare endast har 1-5 aktier i Cision. Cirka 89 procent av minoritetsaktieägarna (3.452 av 3.878 stycken) har 100 aktier eller färre.

Även om totalandelen aktier ägda av minoriteten i Cision (ovannämnda cirka 10,3 procent) är större än vad som var fallet vid avnoteringen av Academedia år 2010 r de relevanta omständigheterna i Cision-fallet i praktiken desamma som i Academedia. Liksom i Cision-fallet föregicks avnoteringen av Academedia av en budstrid. Den utmynnade i att EQT ägde cirka 80 procent av aktierna, den konkurrerande budgivaren Providence cirka 17 procent och övriga aktieägare mindre än tre procent. Börsen beslutade om en avnoteringsfrist om två månader. Saken föranledde veterligen ingen kritik från synpunkten av god sed på aktiemarknaden.

Meltwater bygger sin argumentativa framställning kring en uppgift om den genomsnittliga dagsomsättningen i Cision-aktien sedan acceptfristens utgång (18.700 aktier till ett värde om 1,1 miljoner kronor). Vad Meltwater inte redovisar är att uppgifterna inkluderar Blue Canyons egna förvärv av aktier i Cision. Dessa är självklart utan relevans vid

bedömning av de frågor som nämnden nu har att ta ställning till. Justerat för Blue Canyons egna förvärv uppgår den genomsnittliga dagsomsättningen i stället till endast 0,056 procent av antalet utestående aktier i Cision (se Deutsche Banks översikt i bilaga 3 till Cisions brev till börsen den 26 maj). Det rör sig i själva verket endast om enstaka avslut per dag, hittills i genomsnitt cirka elva.

Aktieägarstrukturen är alltså sådan att det uppenbart saknas förutsättningar för tillfredsställande aktieomsättning, vilket styrks av den faktiska, mycket begränsade handeln i Cision-aktien. Det kan inte rimligen åligga Cision att under sådana omständigheter ändå fortsätta att upprätthålla en notering. Det bör även poängteras att god sed näppeligen kan ålägga ett bolag vars handelsförutsättningar ser ut som Cisions att artificiellt försöka bolstra upp handeln genom en av bolaget anlitad och bekostad likviditetsgarant eller liknande arrangemang enbart för att eventuellt kunna vinna börsens godkännande för fortsatt notering.

Cision har ansökt om avnotering eftersom styrelsen bedömt att det ligger i bolagets intresse att inte onödigtvis upprätthålla en börsnotering. Detta har skett efter att Blue Canyons uppköpserbudande fullföljts och acceptfristen löpt ut. Inget moment av avnoteringspåtryckning har förekommit i anslutning till uppköpserbudandet, vare sig från Blue Canyons eller Cisions sida.

Cision har såväl till börsen som till marknaden kommunicerat att Cision förutsätter att börsen bestämmer en tid för avnotering som ger aktieägarna ändamålsenliga möjligheter att disponera över sina innehav innan noteringen upphör. Cision har ingen ambition att forcera avnoteringen och har varit tydligt med detta. Blue Canyon har redan tidigare kommunicerat att Blue Canyon kan komma att förvärva aktier i Cision på marknaden. Sådana förvärv sker också. Mot denna bakgrund och det faktum att den faktiska handeln i aktien är helt obetydlig är det inte Cisions avsikt att ordna någon annan facilitet för handel i aktien. Detta vore lika lite påkallat som att upprätthålla den nuvarande börsnoteringen.

Cision har inte tagit ställning till vilken löpande information som ska lämnas till aktieägarna efter en avnotering. Självklart kommer årsredovisning att offentliggöras enligt tillämpliga regler och Cision kommer även i övrigt att följa de regler om information till aktieägarna som följer av årsredovisningslagen och aktiebolagslagen. Om nämnden på grundval av vad god sed på aktiemarknaden anses kräva skulle anvisa något därutöver

kommer Cision naturligtvis att rätta sig efter detta. Det kan tilläggas att Cision naturligtvis även i övrigt kommer att fullt ut respektera de minoritetsskyddsregler som föreskrivs i aktiebolagslagen, såväl före som efter en avnotering.

Cision har ombetts att lämna kommentarer på två pressmeddelanden den 2 juni 2014. Av pressmeddelandena framgår att Cisions verkställande direktör Peter Granat lämnar sin befattning och att Magnus Thell utsetts till tf verkställande direktör samt att GTCR, som är Cisions moderbolag, har för avsikt att bringa samman Cision och Vocus, Inc. och därigenom skapa en ledande global grupp för molnbaserade public relations- och marknadsföringstjänster. Peter Granat har utsetts till verkställande direktör för Vocus, Inc., som nyligen förvärvats av GTCR. Vad som sägs är korrekt. Det som anförs i pressmeddelandet i fråga rör sig inte om hänvisningar till någon transaktion som berör Cision AB och dess aktieägare, och sådan transaktion har varken beslutats eller genomförts.

Avslutningsvis vill Cision kommentera börsens hänvisning till vad Blue Canyon upplyst i sitt budpressmeddelande och i erbjudandehandlingen i fråga om avsikten att verka för avnotering av Cision-aktien vid en ägarandel överstigande 90 procent. Upplysningen är standardmässig och korrekt. Cision utgår från att Blue Canyon inte velat uttrycka sig på ett sätt som kunnat uppfattas som en påtryckning vid ett scenario med lägre anslutningsgrad än 90 procent. Uttalandet innebär dock naturligtvis inte att Blue Canyon eller Cision skulle vara förhindrade att verka för eller ansöka om avnotering även under andra omständigheter om så bedöms påkallat, vilket nu är fallet. Eftersom den saken inte tidigare varit aktuell har det självfallet inte heller funnits anledning att tidigare utveckla några tankegångar beträffande ett sådant scenario.

SLUTKOMMENTARER

Meltwater har i en slutkommentar den 9 juni 2014 anfört i huvudsak följande.

Vid bedömningen av om det föreligger förutsättningar för en ändamålsenlig handel i Cision-aktien vill Meltwater påpeka att, oavsett att omsättningen i Cision-aktien efter avslutad acceptperiod till viss del utgjorts av Blue Canyons egna förvärv i marknaden, dagsomsättningen knappast varit obetydlig utan, såvitt Meltwater kunnat bedöma, motsvarat ett värde om cirka en halv miljon kronor per handelsdag. Efter Cisions styrelses ansökan om avnotering den 21 maj 2014 är det naturligt med en lägre likviditet i aktien,

beaktat att antalet köpare till en aktie som är föremål för avnotering torde vara få.

I Yttrandet hänvisas till en till Yttrandet bifogad aktieägarstruktur där det förvisso framgår att det finns ett stort antal mindre aktieägare i Cision. Likväl konstaterar Meltwater att det alltså finns 426 (av totalt 3 878 stycken) aktieägare som innehar fler än 100 aktier vardera. Det erinras i detta hänseende om att den tumregel (minst 500 aktieägare med innehav till ett värde om minst 1.000 euro per ägare) till vilken Cision hänvisar i Yttrandet upphörde att gälla den 1 januari 2014. Det framstår således som att spridningen i förhållande till tidigare spridningskrav inte avviker på ett sådant väsentligt sätt som framhållits i Yttrandet. Vidare måste förstås även Cisions många mindre aktieägare beaktas när förutsättningarna för ändamålsenlig handel bedöms, även om dessa i förhållande till det gamla spridningskravet inte hade tillmätts betydelse.

Härvidlag vill Meltwater ifrågasätta Cisions ståndpunkt att *öde kvarvarande aktieägarnas intresse av fortsatt notering inte överväger intresset av att inte onödigtvis behöva upprätthålla notering av en aktie som i realiteten inte längre är föremål för handel*. Meltwater tillbakavisar denna av Cision gjorda bedömning och menar att Cision i detta avseende inte förmår styrka varför minoritetens intresse inte skulle vara tillräckligt starkt för att motivera en fortsatt notering på huvudlistan eller en MTF. Snarare tyder resonemanget på en bristande förståelse för minoritetens intressen och illustrerar ånyo hur den av Cisions huvudägare ny tillsatta styrelsen endast beaktar Blue Canyons intressen.

Utöver vad som anförts tidigare om förutsättningarna för en fortsatt notering på Börsen noterar Meltwater att Cision knappt har berört frågan om att anordna handel på en annan marknadsplats med ett utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna (se vidare nedan). Med de preciseringar som Cision självt gjort avseende antalet aktieägare med fler än 100 aktier, kan det med emfas konstateras att listningskraven för handel på NASDAQ OMX First North (öFirst North) under alla omständigheterna är uppfyllda och att handel åtminstone utan avbrott bör anordnas på denna eller motsvarande marknadsplats. Sannolikt torde Cision-aktien komma att bli en aktie med relativt sett god omsättning på t.ex. First North.

Meltwater ställer sig vidare frågande till Cisions hänvisning till avnoteringen av

Academediastämman i juli 2010. Denna jämförelse förefaller irrelevant då förutsättningarna i de två fallen är så fundamentalt olika, bl.a. då aktierna i allmän ägo i det fallet vid tidpunkten för ansökan om avnotering endast uppgick till cirka 2,6 procent.

I Meltwaters första framställan av den 30 maj 2014 berördes den för avnoteringars vidkommande grundläggande frågan om det verkligen kan anses vara förenligt med god sed att ansöka om avnotering utan att ombesörja alternativ handel för aktieägarna trots att anslutningen efter ett ömisslyckat offentligt uppköpserbjudande väsentligt understiger 90 procent. Frågan anknyter till vad nämnden uttalat i AMN 2004:29 - att det bör stå aktieägarna fritt att bedöma det offentliga erbjudandet utan att behöva beakta risken för att aktien avnoteras vid ett lågt deltagande i budet.

Cision påpekar i sitt Yttrande att *öinget moment av avnoteringspåtryckning har förekommit i anslutning till uppköpserbjudandet*. Cision har till marknaden och Börsen kommunicerat att tiden för avnotering ska bestämmas så att aktieägarna får *öändamålsenliga möjligheter att disponera över sina innehav innan noteringen upphör*. Blue Canyon nämner även att de aktivt förvärvar aktier i Cision i marknaden. Ansökan om avnotering måste därför under rådande omständigheter snarare betraktas som en direkt påtryckning för aktieägare att sälja sina aktier i Cision innan avnoteringen verkställs.

Blue Canyon har i samband med erbjudandet upplyst om sin avsikt att verka för en avnotering vid en ägarandel överstigande 90 procent. Uttalandet måste tolkas som att det inte förelåg någon avsikt att verka för en avnotering vid lägre anslutningsgrad i erbjudandet. I annat fall måste ju aktieägarna i ett målbolag, trots budgivarens uttalade avsikt, i samband med att de tar ställning till erbjudandet, ändå alltid behöva beakta risken för att aktien avnoteras vid lägre deltagande i budet.

De ändamål och minoritetsskyddsregler som aktualiseras under de svenska takeoverreglerna samt nämndens praxis i avnoteringsfrågor riskerar att avsevärt försvagas om en budgivare ó trots en anslutningsgrad som inte tillnärmelsevis når upp till 90 procent ó tillåts fullfölja budet och tillsätta en styrelse som i nära anslutning efter budets avslutande beslutar om avnotering utan att ombesörja alternativ handel för aktieägarna på en annan marknadsplats med ett utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna (jfr AMN 2004:29 och 2010:15). Om detta agerande tillåts kan aktieägare i kommande budproces-

ser tvingas att antingen acceptera budet eller sälja sina aktier i marknaden efter budet för att i slutändan inte bli sittande med en aktie i ett avnoterat bolag som saknar de minoritetsskyddsregler och den transparens som en notering innebär. Vidare är det anmärkningsvärt att en tidigare budgivare efter erbjudandets avslutande på detta sätt kan verka för en avnotering genom styrelseval och sedan dra fördel av situationen genom att aktivt köpa aktier av den återstående minoriteten som nu känner sig tvingade att sälja till en lägre aktiekurs än det pris som betalats inom ramen för budet.

Är en avsedd närståendetransaktion det reella motivet för avnotering? I GTCR:s pressmeddelande av den 2 juni 2014 uttalas en avsikt att bringa samman Cision och Vocus. En sådan kombination av de båda företagen synes kunna komma att utgöra en sådan närståendetransaktion som avses i AMN 2012:05. Så länge Cisions aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller First North, Nordic MTF eller AktieTorget ska den beslutsordning som anges i AMN 2012:05 iakttas. Vid en avnotering upphör AMN 2012:05 att vara tillämpligt. Aktiebolagslagen saknar motsvarande reglering av beslutsordningen vid närståendetransaktioner. Att Cision förklarar att bolaget efter en avnotering kommer att fullt ut respektera de minoritetsskyddsregler som föreskrivs i aktiebolagslagen förändrar inte det faktum att en avnotering bl.a. innebär att GTCR/Blue Canyon därefter har möjlighet att på bolagsstämman i Cision rösta för en sammanslagning med Vocus. En avnotering utan ombesörjande av alternativ handel på marknadsplats med utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna innebär därför ett kringgående av tillämpliga minoritetsskyddsregler. Cisions uttalande i Yttrandet att *öDet som anförs i pressmeddelandet ifråga rör sig inte om hänvisningar till någon transaktion som berör Cision AB och dess aktieägare, och sådan transaktion har varken beslutats eller genomförts* framstår mot bakgrund härav som ytterst märklig.

I vems intresse har beslutet att ansöka om avnotering fattats? Meltwater anser att styrelsens i Cision beslut att ansöka om avnotering är fattat uteslutande i Blue Canyons intresse, sannolikt med huvudsyftet att svälta ut minoritetsaktieägarna så att de inte har något annat val än att överlåta sina aktier i marknaden (där Blue Canyon uppenbarligen är köpare) innan noteringen upphör. Beslutet ligger väl i linje med den föreslagna sammanslagningen av Cision och Vocus, rekryteringen av Cisions VD samt den nya styrelsens beslut att dra tillbaka tidigare styrelses förslag om utdelning med 1 krona per aktie.

De kvarvarande cirka 4 000 aktieägarna med ett sammanlagt innehav om drygt 25 procent av samtliga aktier i Cision har ett berättigat intresse av en fungerande handel i bolagets aktier utan bortre tidsgräns. Detta intresse har den av Blue Canyon tillsatta styrelsen ignorerat genom sin ansökan om avnotering.

Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2010:15 uttalat *öEtt beslut att ansöka om avnotering utslutande för att tillgodose endast vissa aktieägars intresse och som strider mot övriga aktieägars intresse av en fungerande handel i bolagets aktier, strider mot god sed på aktiemarknaden (jfr AMN 2004:29).*ö

Börsen har av Aktiemarknadsnämnden ombetts att närmare redogöra för spridningskrav och praxis på börsens huvudmarknad respektive First North och därvid den 11 juni lämnat följande uppgifter.

Likviditetskraven på huvudmarknaden återges i punkterna 2.3.9-2.3.12 i NASDAQ OMX Stockholms regelverk för emittenter (öRegelverketö). Sammanfattningsvis gäller att det ska finnas förutsättningar för en ändamålsenlig handel, ett tillräckligt antal aktier i allmän ägo och ett tillräckligt antal aktieägare. Om 25 procent av aktierna i en serie är i allmän ägo (öfree floatö) anses bolaget uppfylla kravet på ett tillräckligt antal aktier i allmän ägo.

Börsens bedömning av huruvida ett bolag anses uppfylla likviditetskraven eller inte skiljer sig åt beroende på om bedömningen görs vid noteringstidpunkten, vid en senare tidpunkt när bolaget redan är noterat, eller om bolaget har varit noterat på en annan marknadsplats.

Givet att bolaget sedan tidigare inte varit noterat, är det börsens bedömning att bolaget uppfyller likviditetskraven om 25 procent av aktierna finns i allmän ägo och bolaget har minst 500 aktieägare med vardera ett innehav om totalt ca 1.000 euro. Denna praxis återgavs tidigare i handledningstexten till ovan nämnda punkter men lyftes bort i den version av regelverket som trädde ikraft den 1 januari 2014. Praxisen är alltså gällande, syftet med att ta bort texten var endast att tydliggöra att bolaget även på annat sätt kan uppfylla kraven.

Riktlinjerna ovan gör sig inte gällande på samma sätt när börsen i sin bedömning kan utgå från en faktisk historik. Under noteringstiden utgår därför börsen från hur likvidite-

ten fungerar/har fungerat i praktiken, dvs. om handeln kan bedömas fungerande och ändamålsenlig snarare än från presumerade nivåer enligt ovan. Förklaringen till en bristande likviditet kan, men behöver inte alls, ligga i ett för litet antal aktieägare. Samtidigt kan likviditeten vara helt tillfredsställande trots att antalet aktieägare som vardera innehar aktier motsvarande 1000 euro understiger 500 stycken.

Likviditetskraven på First North återges i punkten 2.2.1, First North Nordic ö Rulebook (öRulebookö). Kravet innebär att det ska finnas förutsättningar för en ändamålsenlig handel. Kravet bedöms uppfyllt om det finns ett tillräckligt antal aktieägare med ett innehav om totalt minst 500 euro och minst 10 procent av aktierna i en serie är i allmän ägo.

På motsvarande sätt som beskrivits ovan kring börsens bedömning av likviditetskraven på huvudmarknaden, utgår börsen vid listningstidpunkten från presumerade nivåer avseende antal aktieägare med ett visst innehav och främst från den faktiska likviditeten därefter.

Börsen anser att 300 aktieägare med ett aktievärde på minst 500 euro skapar förutsättningar för en likvid handel med ett tillräckligt utbud och efterfrågan i marknaden. Om emittenten har färre än 300 aktieägare med ett aktievärde på minst 500 euro måste emittenten skriva avtal med en likviditetsgarant enligt undantagsregeln. Avtalet ska vara upprättat i enlighet med Börsens avtal för likviditetsgaranter. Möjligheten att tillämpa undantagsregeln gäller inte om antalet aktieägare med ett aktievärde på minst 500 euro understiger 100.

Av lagen om värdepappersmarknaden 15 kap 11 § framgår: öAvnotering av ett finansiellt instrument som har tagits upp till handel skall även ske på begäran av den efter vars begäran instrumentet har tagits upp till handel. Om det är lämpligt från allmän synpunkt, får avnotering skjutas uppö. Detta innebär enligt börsens tolkning att börsen inte kan avslå en ansökan från ett bolag om avnotering.

Motsvarande bestämmelse saknas avseende handelsplattformar. Börsen har därför kunna sätta upp regler i detta avseende på First North. I punkt 2.7 Voluntary removal of financial instruments from trading stadgas följande: öWhere the Company has asked that its shares or other financial instruments be removed from trading, such a request shall be granted unless the Exchange finds that removal would be detrimental to the in-

terests of the investors or the securities market.ö Börsen har alltså en formell möjlighet att avslå en ansökan om avnotering på First North, men detta har hittills aldrig inträffat.

Cision har därefter inkommit den 11 juni med följande kommentarer.

Cision har i anledning av NASDAQ OMX:s yttrande den 11 juni följande avslutande kommentarer.

NASDAQ OMX redogör för de formella noteringskraven. Cision noterar att börsen inte tar ställning till om Cision de facto uppfyller dessa. Börsens yttrande innehåller inte heller något ifrågasättande av Cisions bedömning av förutsättningarna för en fortsatt fungerande handel i bolagets aktie. Enligt Cisions bedömning uppfyller bolaget uppenbarligen inte på någon punkt kraven för notering på huvudmarknaden och förutsättningar finns inte heller för en fungerande handel på First North (eller liknande marknadsplats). Mot denna bakgrund kan vad börsen anför inte tas till intäkt för att Cisions ansökan om avnotering skulle anses strida mot god sed.

I anledning av Meltwaters yttrande den 9 juni har Cision följande avslutande kommentarer.

Att en branschkonkurrent som förlorat en budstrid vidtar de åtgärder som bedöms gynna dess affärsagenda är förståeligt. Det förtjänar dock att ånyo påpekas att nyckelfrågan i förevarande ärende är om omständigheterna i Cisions fall är sådana att en avnotering inte vore förenlig med god sed på aktiemarknaden. Meltwaters affärsintressen är en annan sak (jfr Providence i Academedia).

Att börsens tumregel om 500 aktieägare med innehav värda om minst cirka 1.000 euro inte längre återspeglas i emittentregelverkets handledningstext innebär inte att den upphört att vara en tumregel av betydelse i sammanhanget.

Meltwaters spekulationer om Cision-aktiens förmodade likviditet på annan marknadsplats saknar förankring såväl i aktieägarstrukturen som i den nuvarande faktiska handeln i Cision-aktien. Förutsättningarna för handel, och den faktiska likviditeten, blir naturligtvis inte bättre av att aktien i stället listas på en annan marknadsplats med lägre krav på likviditet eller av att tiden går, särskilt som handeln redan är obetydlig och det inte finns något som tyder på annat än att den kommer att fortsätta att minska. Den kvarva-

rande minoritetens intresse för Cision är i själva verket minimal. Som exempel kan nämnas att endast 3 aktieägare var anmälda till den extra bolagsstämman den 20 maj (varav endast en närvarade) och endast 5 aktieägare till årsstämman den 27 maj (utöver Blue Canyon, Meltwater och Aktiespararna).

Cision eftersträvar inte, vilket tydligt framgår av ansökan till börsen och pressmeddelande om denna, en omedelbar avnotering utan har bett börsen fastställa en lämplig tid för avnotering, vilken naturligen bör anpassas dels till en bedömd avtagande aktivitet i aktien, dels till den tid minoritetsaktieägare kan behöva för att disponera över sitt innehav.

Cision är fullt införstått med att detta kan kräva längre tid än normalt. Cision har redan poängterat att Cision naturligtvis kommer att i alla avseenden fullt ut respektera de minoritetsskyddsregler som föreskrivs i aktiebolagslagen, såväl före som efter en avnotering.

Meltwater vill hävda att ett godtagande av Cisions öagerandeö skulle ha stor principiell betydelse för vad som gäller i fråga om avnotering efter ömisslyckadeö uppköpserbjudanden. Så är inte fallet. Frågan som Aktiemarknadsnämnden har att ställa sig, och som inställer sig alldeles oavsett att den nuvarande aktieägarstrukturen har uppkommit efter ett bud, är om omständigheterna i just Cisions fall är sådana att en avnotering inte vore förenlig med god sed på aktiemarknaden. Det kan inte vara självregleringens ståndpunkt att omotiverade noteringar ska upprätthållas enbart därför att typsituationen (aktieägarande över 90 procent och tvåårsinlösen initierad) inte är för handen.

Ett bolag vars aktier inte är föremål för notering är inte underkastade de aktiemarknadsrättsliga och andra regler som för sin tillämplighet förutsätter just att aktierna är noterade. Så är det aktiemarknadsrättsliga regelverket beskaffat. AMN 2012:05 är ett exempel på sådana aktiemarknadsrättsliga regler. I själva verket gäller detsamma även Aktiemarknadsnämndens övriga uttalanden, börsens emittentregelverk och en mångfald andra normer med motsvarande tillämpningsområde. Cision är inte berett att spekulera i hur Cision hypotetiskt skulle förhålla sig till icke tillämpliga aktiemarknadsrättsliga regler i händelse av en transaktion som görs efter att aktien avnoterats. Återigen: Frågan som nämnden har att bedöma är om omständigheterna i Cisions fall är sådana att en av-

notering inte vore förenlig med god sed på aktiemarknaden. Omständigheterna i Cisions fall har redovisats i Cisions förra yttrande och här ovan.

Cision har redan poängterat att GTCR:s offentliggjorda avsikt att bringa samman Cision och Vocus inte avser någon beslutad eller genomförd transaktion som berör Cision eller dess aktieägare. Att GTCR, som äger hela Vocus och är moderbolag till Cision, vill samorganisera de båda koncernbolagen, som bedriver verksamhet som kompletterar varandra, under ett gemensamt paraply i gruppen är en normalt förekommande företeelse.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden har tidigare berört frågor om avnotering av börsnoterade bolags aktier i anslutning till offentliga uppköpserbjudanden i uttalandena AMN 2004:29, 2006:02, 2010:15 och det icke offentliggjorda uttalandet 2012:17.

I uttalandet 2004:29 ansåg nämnden bland annat följande. Intressentbolaget hänvisade i sitt yttrande till nämnden till dels den uppgivet dåliga likviditeten i VLT-aktien, dels bedömningen att det faktum att VLT var ett börsnoterat bolag kunde utgöra en nackdel för möjligheterna att genomföra strukturaffärer. Enligt nämnden utgjorde sådana faktorer inte tillräckligt starka skäl för att en huvudägare skulle verka för avnotering av aktierna i ett bolag som uppfyllde gällande noteringskrav. - - - Ett börsnoterat bolags styrelse har en plikt att agera i samtliga aktieägares intresse. Aktieägarna i VLT hade förvärvat aktier i bolaget med den förutsättningen att det fanns en fungerande marknad för bolagets aktier till dess att börsens spridningskrav inte längre uppfylldes. Ett börsnoterat bolags styrelse borde således inte verka för avnotering från börsen på begäran av en huvudägare i strid med övriga ägares berättigade intressen av fungerande handel. Samma ansvar borde enligt nämndens mening känneteckna även huvudägarens eget agerande.

I uttalandet 2006:02 framhöll nämnden att det inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden att ett bolag verkar för avnotering eller byte av noteringsplats i syfte utestående att en eller ett par av bolagets aktieägare skall slippa ifrån förpliktelser visavi övriga ägare i bolaget. Det som föranledde uttalandet var att ett börsnoterat bolags huvudägare hade åsidosatt sin budplikt enligt de dåvarande NBK-reglerna och att bolaget hade bytt notering till en marknadsplats där reglerna inte ansågs gälla.

I uttalandet 2010:15 diskuterade nämnden på begäran av Börsen bland annat frågan huruvida styrelsen i det börsnoterade bolaget Ledstiernan kunde anses ha uppfyllt sin skyldighet att agera i aktieägarnas intresse när styrelsen under angivna förutsättningar hade begärt avnotering av bolagets aktier. Nämnden framförde bland annat uppfattningen att, om förutsättningar finns för en fungerande handel i aktierna, bolaget alltid bör verka för att sådan handel som skett på Börsen kommer till stånd på en annan marknadsplats med ett utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ansåg nämnden det inte vara tillfyllest att bolaget verkade för att handel i bolagets aktier vid en avnotering från Börsen i stället skulle ske på en marknad där handeln inte skedde kontinuerligt samtidigt som flera för aktieägarna väsentliga regelverk saknade tillämpning.

I det icke offentligtgjorda uttalandet 2012:17 var frågan i kort sammanfattning om ett svenskt börsnoterat bolag kunde avskilja en stor del av sin verksamhet till ett dotterbolag, domicilierat i ett annat land, utdela aktierna i dotterbolaget till de egna aktieägarna och därefter notera bolaget på en viss marknadsplats i det landet. Mot bakgrund av att dotterbolaget representerade en betydande andel av börsbolagets värde borde enligt nämndens mening uppställas motsvarande krav som vid en fullständig avnotering av bolagets aktie. Nämnden bedömde att bytet av marknadsplats från en reglerad marknad till [den föreslagna marknaden] måste sägas innebära en försämring för aktieägarna. Det gällde med avseende på både information om kurserna och regler till skydd för aktieägare och investerare. Sammantaget gjorde Aktiemarknadsnämnden bedömningen att notering på [den föreslagna marknaden] inte kunde anses utgöra ett godtagbart alternativ till handel på en börs eller en handelsplattform.

De nämnda uttalandena har rört ganska specifika aspekter och har inte den generella räckvidd som nu aktualiseras av Börsen respektive Meltwater med anledning av Cisions begäran om avnotering av bolagets aktier. Det faktum att Börsen tidigare har avnoterat aktier på bolagets egen begäran i flera någorlunda jämförbara fall - i Cisions yttrande nämns avnoteringen av AcadeMedia år 2010 - utgör inget hinder för AMN att nu ta upp framställningarna.

Det är inte Aktiemarknadsnämndens utan Börsens sak att avgöra huruvida ett börsnoterat bolag uppfyller Börsens spridningskrav. Likaledes är det Börsen som ska besluta hur ett bolags ansökan om avnotering ska hanteras. Vad Aktiemarknadsnämnden prövar i detta ärende är vad ett bolag i Cisions situation bör iaktta från synpunkten av god sed vad gäller fortsatt notering av bolagets aktier.

Aktiemarknadsnämnden konstaterar inledningsvis att en notering av ett bolags aktier på en reglerad marknad som i detta fall NASDAQ OMX Stockholm fyller flera syften för de berörda aktieägarna såsom:

- Fungerande handel och prisbildning i bolagets aktier
- Lagreglering av insiderhandel och andra marknadsmissbruksfrågor
- Adekvat informationsgivning från bolaget till aktieägarna och marknaden i löpande frågor så som den regleras i börsens emittentregler
- Lagregler och börsens regler i takeover-frågor
- Marknadsplatsens och Finansinspektionens övervakning
- Aktiemarknadsnämndens principuttalanden om bland annat incitamentsprogram och närståendetransaktioner
- Aktiemarknadsnämnden som en öresursö för uttalanden i enskilda fall

Nämnden noterar vidare att de nyssnämnda reglerna och skyddsmekanismerna har tillkommit som komplement till aktiebolagslagens regler om minoritetsskydd och informationsgivning. De nämnda förhållandena ingår i de flesta fall i de förutsättningar på vilka aktieägarna förvärvar aktier i bolag på en reglerad marknad.

Med denna utgångspunkt bör frågorna i framställningarna enligt nämndens mening inte enbart bedömas med avseende på ägarspridningen och handeln i bolagets aktier. Det faktum att Cision fortfarande har ett stort antal aktieägare, drygt 3.800, medför enligt nämndens mening att alla de nämnda skyddsmekanismerna har fortsatt stor betydelse till dess att ett tvångsinlösenförfarande eventuellt inleds. Det kan hävdas att det är särskilt aktieägare med mycket små innehav som har behov av adekvat skydd. I det perspektivet saknar storleken på aktieägarnas innehav avgörande betydelse för bedömningarna.

Enligt nämndens mening skulle en avnotering från Börsen utan notering på annan

marknadsplats riskera att innebära påtagliga försämringar för kvarvarande aktieägare i Cision i flera av de ovan nämnda avseendena.

Cision har ansökt om avnotering eftersom styrelsen bedömt att det ligger i bolagets intresse att inte onödigtvis upprätthålla en börsnotering. Cision har vidare meddelat att Cision har till såväl börsen som marknaden kommunicerat att man förutsätter att börsen bestämmer en tid för avnotering som ger aktieägarna ändamålsenliga möjligheter att disponera över sina innehav innan noteringen upphör. Cision har inte för avsikt att ordna någon annan facilitet för handel i aktien, eftersom det enligt Cisions mening vore lika lite påkallat som att upprätthålla den nuvarande börsnoteringen.

Vidare har Cision inte tagit ställning till vilken löpande information som ska lämnas till aktieägarna efter en avnotering utöver de lagstadgade kraven på årsredovisning. Cision uppger slutligen att bolaget även i övrigt kommer att fullt ut respektera de minoritets-skyddsregler som föreskrivs i aktiebolagslagen, såväl före som efter en avnotering.

En ansökan om avnotering från ett bolag noterat på en reglerad marknad kan inte avslås av marknadsplatsen. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden bör därför enligt nämndens mening en ansökan om avnotering föregås av noggranna överväganden inom börsbolagets styrelse om hur syftet med olika regler till skydd för kvarvarande aktieägare ska kunna uppfyllas. Cision har varit föremål för en budstrid med delvis omdebaterade inslag. Det ställer särskilt stora krav på huvudägaren och det av denna dominerade börsbolaget Cision att hantera situationen enligt god sed.

Begäran om avnotering kan uppfattas som en otillbörlig påtryckning på de ägare som inte accepterade Blue Canyons bud, att senare sälja till Blue Canyon. Nämnden kan för sin del inte acceptera de redovisade skäl och avsikter som Cision har framfört, eftersom en avnotering utan andra åtgärder skulle leda till otillfredsställande konsekvenser för övriga aktieägare. De skäl som Cision har anfört mot fortsatt notering på NASDAQ OMX Stockholm är inte övertygande och gör sig inte heller gällande för notering på andra marknadsplatser. Cision har inte heller anfört några vägande skäl mot en sådan notering. Såvitt nämnden förstår saken uppfyller Cision också de krav som ställs för notering på dessa marknadsplatser.

Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden bör Cisions styrelse därför, om bolaget väljer att vidhålla sin ansökan om avnotering från NASDAQ OMX Stockholm, innan Börsen fattar beslut i ärendet tillse att bolagets aktier efter sista noteringsdagen på Börsen kan upptas till handel på någon annan marknadsplats. I sitt föreliggande skick strider alltså Cisions ansökan om avnotering mot god sed på aktiemarknaden.

Ett börsbolag bör alltid redovisa för Börsen hur de här berörda frågorna avses lösas innan en formell begäran om avnotering ges in, så att Börsen får möjlighet att beakta detta i sina överväganden inför beslut om avnotering.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Johan Flodström, Kajsa Lindståhl, Margit Knutsson, Eva Persson, Carl-Johan Pousette och Klas Tollstadius.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman