

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:16

2014-04-04

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 28 mars 2014 en framställning från Hannes Snellman Advokatbyrå på uppdrag av Fairford Holdings Finance AB, Cyril Acquisition AB, Lannebo Fonder och Accendo Capital SICAV-SIF (gemensamt öAkteägarnaö). Framställningen rör huruvida Blue Canyon Holding AB:s (öBlue Canyonö) agerande i samband med fullföljandet och den därpå följande höjningen av priset i sitt uppköpserbjudande till aktieägarna i Cision AB (öCisionö) är förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden.

Blue Canyon har genom sin juridiska rådgivare Advokatfirman Vinge beretts tillfälle att yttra sig över framställningen till nämnden varefter Aktieägarna genom Hannes Snellman Advokatbyrå har lämnat kommentarer på yttrandet.

FRAMSTÄLLNING

Aktierna i Cision är noterade på NASDAQ OMX Stockholm, Small Cap.

Blue Canyon lämnade den 14 februari 2014 ett rekommenderat kontanterbjudande på 52 kronor per aktie till aktieägarna i Cision. I pressmeddelandet om budet angavs att Aktieägarna, representerande sammanlagt 43,3 procent av aktierna och rösterna i Cision, åtagit sig att acceptera erbjudandet. I pressmeddelandet angavs vidare att dessa åtaganden förfaller om en tredje part, innan erbjudandet förklaras ovillkorat, lämnar ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Cision som representerar ett värde överstigande priset i Erbjudandet med 5 procent per aktie, förutsatt att Blue Canyon inte matchar ett sådant konkurrerande erbjudande inom 5 arbetsdagar från dess offentliggörande. Erbju-

dandet var bl.a. villkorat av att det accepteras i sådan utsträckning att Blue Canyon blir ägare till aktier motsvarande mer än 90 procent av aktierna i Cision.

I Blue Canyons erbjudandehandling, som offentliggjordes den 26 februari 2014, redovisas ett transaktionsavtal mellan Cision och Blue Canyon av vilket bl.a. framgår att Cision åtagit sig att informera Blue Canyon om varje skriftligt öTakeover Proposalö inom en dag från det att access till datarum beviljats. Informationen till Blue Canyon ska inkludera identiteten på den konkurrerande budgivaren och de finansiella villkoren, och Cision ska vidare hålla Blue Canyon kontinuerligt informerade om utvecklingen av sådana budpropåer (p 5.3 i transaktionsavtalet).

Blue Canyon informerade genom pressmeddelande den 18 mars 2014 om sitt beslut att förklara erbjudandet ovillkorat och att erbjudandet därmed skulle komma att fullföljas. Pressmeddelandet innehöll uppgift om att Blue Canyon efter förvärv på NASDAQ OMX Stockholm innehade aktier motsvarande 10,06 procent av samtliga aktier. Det upplystes vidare om de av Aktieägarna lämnade åtagandena avseende deras sammanlagda innehav om 43,3 procent att acceptera erbjudandet under vissa villkor samt om fullföljandets konsekvenser för dessa åtaganden:

öMed anledning av att Blue Canyon Holdings förklarar Erbjudandet ovillkorat blir Åtagandena ovillkorade i enlighet med bestämmelserna för dessa Åtaganden. Tillsammans med de aktier i Cision som Blue Canyon Holdings för närvarande innehar representerar dessa aktier sammanlagt 53,3 procent av samtliga utestående aktier och röster i Cision.ö

Två dagar senare, den 20 mars 2014 skickade Blue Canyon ett nytt pressmeddelande och höjde vederlaget från 52 kr till 55,10 kr per aktie. I pressmeddelandet från Blue Canyon anges att budhöjningen sker mot bakgrund av att de informerats av Cision öavseende ett eventuellt erbjudande från tredje partö. Vidare repeteras information om att åtagandena under irrevocables blivit ovillkorade med anledning av att Blue Canyon har förklarat erbjudandet ovillkorat.

Den 21 mars 2014 offentliggjorde Cision ett pressmeddelande i vilket Cision bekräftade öatt viss information beträffande ett möjligt offentligt uppköpserbjudande från Meltwater Holdings B.V. avseende samtliga aktier i Cision, inklusive den indikativa budnivån om minst SEK 55 per aktie kontant, lämnades till Blue Canyon Holding under sekretess i enlighet med Transaktionsavtalet mellan Cision och Blue Canyon Holdings.ö

Informationen baserades enligt pressmeddelandet på ett brev den 14 mars 2014 från Meltwater Holdings B.V. (öMeltwaterö) till styrelsen för Cision.

På basis av den information som är tillgänglig kan man dra slutsatsen att Cision redan den 15 mars 2014 och i vart fall före den 18 mars 2014 informerat Blue Canyon om ett möjligt offentligt uppköpserbjudande från Meltwater avseende samtliga aktier i Cision, inklusive den indikativa budnivån om minst SEK 55 per aktie kontant. Aktieägarna utgår ifrån att Blue Canyon kan bekräfta detta. I det fall det skulle föreligga oklarhet om tidpunkten för erhållande av informationen har Cision förklarat att bolaget är berett att till Aktiemarknadsnämnden lämna detaljerad information om informationsgivningen under Transaktionsavtalet.

Blue Canyon erhöll alltså information om Meltwaters potentiellt konkurrerande bud på minst 55 kronor per aktie under perioden 15 - 17 mars 2014, fullföljde erbjudandet den 18 mars 2014 och höjde därefter priset i erbjudandet den 20 mars 2014.

Blue Canyons beslut att fullfölja erbjudandet motiveras inte i pressmeddelandet av den 18 mars 2014. Däremot anges i detta att konsekvensen av fullföljandet är att irrevocables blir ovillkorade och att Blue Canyon därmed kontrollerar 53,3 procent av samtliga aktier i Cision.

I nästa pressmeddelande av den 20 mars 2014 refererar Blue Canyon till ett meddelande från Cision avseende ett eventuellt erbjudande från tredje part, dock utan att ange några ytterligare detaljer. Marknaden får del av informationen om Meltwaters identitet och den aviserade budnivån om minst 55 kronor först nästa dag genom ett pressmeddelande från Cision.

Blue Canyons åtgärd att mitt under den initiala acceptperioden fullfölja erbjudandet är ovanlig. Konsekvenserna av fullföljandet är i huvudsak att irrevocables blir ovillkorliga och att Blue Canyon får kontroll över mer än 50 procent av samtliga aktier i Cision. Fullföljandet är även ägnat att få vissa följd effekter. Meltwaters och andra potentiella budgivares intresse av att offentliggöra ett högre bud minskar eftersom man inte kan uppnå ett ägande över 50 procent. Samtliga aktieägare i Cision, inklusive Aktieägarna, förmenas därmed den möjlighet till ett högre pris som en budstrid skulle kunna leda till. Blue Canyons höjning av budpriset, vilken likaledes sker innan informationen om Meltwaters bud offentliggjorts, verkar i samma riktning som fullföljandet, nämligen att höja

tröskeln för konkurrerande budgivare och minska Cisions aktieägares möjlighet att er- hålla ett högre pris. Blue Canyons agerande är därmed ägnat att påverka marknadspriset eller andra villkor för handel med aktier i Cision

Aktieägarna ifrågasätter om Blue Canyons agerande att med tillgång till icke offentlig- gjord kurspåverkande information (i) fullfölja budet och (ii) höja priset i budet är fören- ligt med god sed på den svenska aktiemarknaden. Ifrågasättandet baseras huvudsakligen på att agerandet synes strida mot ett av de viktigaste syftena bakom reglerna om mark- nadsmissbruk: att förhindra otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.

Det noteras för ordningens skull att om Blue Canyon fullföljt och höjt priset i erbjudan- det utan tillgång till den icke offentliggjorda information om Meltwaters budpropå hade åtgärderna enligt Aktieägarnas mening varit helt i sin ordning.

Förfaranden som strider, eller ligger i riskzonen för att strida mot tvingande lagstiftning, strider mot god sed, jfr AMN 2002:2. För att belysa Blue Canyons agerande i förhål- lande till handelsförbudet och bestämmelserna om otillbörlig marknadspåverkan i marknadsmissbrukslagen diskuteras därför relevanta rekvisit nedan. Det noteras för ordningens skull att Aktieägarnas framställning inte inkluderar en hemställan att näm- den ska uttala sig om tillämpligheten av dessa tvingande lagbestämmelser.

Insiderinformation är enligt definitionen i 1 § marknadsmissbrukslagen information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Information om ett potentiellt uppköpserbju- dande, eller en budhöjning, utgör typiskt sett insiderinformation. Informationen om Meltwaters budpropå utgör därmed sådan information som typiskt sett utgör insiderin- formation, och det får antas att Cision, genom att informationsöverföringen till Blue Canyon loggbokfördes, också var av denna uppfattning. Budpropån var inte offentlig- gjord eller allmänt känd. Budpropån om öminst SEK 550 innebär en budhöjning med minst 3 kronor, motsvarande minst cirka sex procent, vilket i sig får anses vara väsent- ligt. Dessutom stiger målbolagskursen erfarenhetsmässigt mer än budhöjningen vid uppkomsten av en budstrid.

2 § marknadsmissbrukslagen förbjuder den som innehar insiderinformation att för egen eller annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärva eller avyttra sådana instrument som informationen rör. Genom att budet förklarades ovillkorat om-

vandlade Blue Canyon irrevocablen till en form av terminsavtal. En irrevocable anses inte utgöra ett finansiellt instrument. En termin utgör däremot ett finansiellt instrument. Enligt 6 § marknadsmissbrukslagen omfattas dessutom inte endast handel på värdepappersmarknaden av handelsförbudet, utan även andra förfaranden som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden som avser finansiella instrument vars värde är beroende av ett finansiellt instrument upptaget till handel på en reglerad marknad. Blue Canyons nu aktuella omvandling av irrevocablen till en termin synes därmed falla under handelsförbudet.

Omvandlingen av irrevocablen till följd av att erbjudandet förklarades ovillkorat är, oavsett hur den tekniskt definieras, i praktiken att jämställa med ett förvärv av Aktieägarnas aktier. Att även Blue Canyon är av uppfattningen att samtliga rekvisit för ett bindande avtal om överlåtelse av Aktieägarnas aktier uppfyllts genom fullföljandet framgår otvetydigt av innehållet i pressmeddelandena 18 och 20 mars 2014. Efter det att erbjudandet förklarats ovillkorat återstår endast utväxlande av aktier och kontant vederlag, precis som vid en vanlig aktieaffär över börsen.

Enligt 8 § marknadsmissbrukslagen gör den som förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handel med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan. Det centrala rekvisitet i bestämmelsen är otillbörlighetsrekvisitet.

Genom det transaktionsavtal som ingåtts mellan Cision och Blue Canyon var Cision skyldigt att under sekretess informera Blue Canyon om budpropåer motsvarande Meltwaters. Syftet med denna avtalsbestämmelse är, som avtalet får förstås, att ge Blue Canyon möjlighet att förbereda sig så att när ett konkurrerande bud väl offentliggörs beredskap föreligger för att genom att höja priset i sitt erbjudande utnyttja transaktionsavtalets matchningsbestämmelse. Matchningsbestämmelsen i p 6 i transaktionsavtalet ger således Blue Canyon rätt att matcha ett högre konkurrerande bud inom fem bankdagar från att det konkurrerande budet offentliggörs. Syftet med informationsbestämmelsen kan däremot inte ha varit att ge Blue Canyon möjlighet att på basis av konfidentiell information agera i erbjudandet innan ett konkurrerande bud offentliggjorts. Ett sådant förfarande är att anse som otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.

Blue Canyons agerande var ägnat att påverka marknadspriset eller andra villkor för att handla med aktier i Cision, se ovan.

En av de inledande principerna i takeover-reglerna, hämtad från takeover-direktivet, är att marknaden i målbolagets aktier inte får otillbörligen påverkas så att marknads normala funktionssätt snedvrids. Det kan enligt Aktieägarna ifrågasättas om inte Blue Canyons otillbörliga utnyttjande av insiderinformation strider mot denna princip.

Aktieägarna hemställer, mot bakgrund av ovanstående, att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida Blue Canyons agerande i samband med fullföljandet och den därpå följande höjningen av priset i sitt erbjudande till aktieägarna i Cision är förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden.

YTTRANDE

Advokatfirman Vinge har på uppdrag av Blue Canyon Holding AB lämnat följande yttrande över framställningen. Om inte annat anges används i yttrandet samma definierade termer som i framställningen.

Blue Canyon anser i första hand att Aktiemarknadsnämnden bör förklara att Aktieägarnas hemställan är av sådant slag att den inte alls ska prövas i materiellt hänseende och i andra hand att nämnden bör uttala att Blue Canyons agerande i samband med fullföljandet och den därpå följande höjningen av priset i sitt uppköpserbjudande till aktieägarna i Cision (öErbjudandetö) var förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden.

Utöver vad som följer av Aktiemarknadsnämndens delegerade uppgifter enligt lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ingår det inte i nämndens uppgifter att ge besked i lagtolkningsfrågor.

De lagbestämmelser som nu är aktuella är bestämmelserna i marknadsmissbrukslagen. Aktieägarna anger uttryckligen att deras hemställan inte inkluderar *öatt nämnden ska uttala sig om tillämpligheten av dessa tvingande lagbestämmelserö*. Grunderna för Aktieägarnas hemställan är dock i alla delar att hänföra till huruvida Blue Canyon

- haft tillgång till insiderinformation
- handlat (eller vidtagit därmed jämförbar åtgärd) samt
- otillbörligt utnyttjat insiderinformation

i den mening som avses i eller följer av marknadsmissbrukslagen.

Uppenbarligen kan Aktiemarknadsnämnden inte göra en prövning i enlighet med Aktieägarnas hemställan utan att ta ställning i ovannämnda frågor, som avser tolkning av strafflag. Aktieägarnas framställning är således ett illa dolt försök att förmå nämnden till en prövning i sak av huruvida marknadsmissbrukslagens bestämmelser överträtts. Eftersom denna prövning inte ankommer på nämnden är det också omöjligt för nämnden att materiellt pröva Aktieägarnas hemställan. Att lagtolkningsfrågorna i hemställan har klätts i termer av god sed förändrar inte det sagda. Det kommer heller inte i fråga att under i ärendet rådande omständigheter avgöra lagtolkningsfrågorna med hänvisning till något slags riskzonsresonemang på det sätt Aktieägarna synes vara inne på (jfr Sjöman i vänboken till Johan Munck).

Aktiemarknadsnämnden bör därför förklara att Aktieägarnas hemställan är av sådant slag att den inte alls ska prövas i materiellt hänseende.

Aktieägarnas redogörelse för de offentliggöranden som skett i anledning av Erbjudandet är korrekt. Härutöver bör följande noteras.

Blue Canyon har genom underrättelse från Cisions styrelseordförande, Hans-Erik Andersson, mottagit information om Meltwaters intresseindikation till målbolagets styrelse. Blue Canyon har därvid invänt att erhållen information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande inte uppfyllt de krav på innehåll och precision som förutsatts för att intresseindikationen skulle kvalificera som ett seriöst erbjudande och inte endast en s.k. testballong. Blue Canyon har samtidigt invänt att erhållen information inte heller varit så preciserad att den, i enlighet med transaktionsavtalet mellan Blue Canyon och Cision, utlöst Blue Canyons rätt att höja sitt initiala erbjudande med vissa i avtalet reglerade konsekvenser (s.k. *matching right*).

I e-postmeddelande den 26 mars 2014 till Blue Canyon uppger Aktieägarna att de erhållit information från Cision om målbolagets kontakter med Blue Canyon. Vidare redogör Aktieägarna för uppfattningen att deras åtagande att lämna in sina aktier i Erbjudandet *ölapsesö* om Blue Canyon inte *öin all material respects complies with applicable laws, the takeover rules í* ö etc.

Det noteras slutligen att Meltwater *de facto* inte offentliggjort något erbjudande till aktieägarna i Cision.

Blue Canyon har agerat i enlighet med tillämpliga regler och god sed på aktiemarknaden

Blue Canyon har i samband med förberedelserna inför samt offentliggörandet och genomförandet av Erbjudandet agerat i enlighet med tillämpliga regler och god sed på aktiemarknaden.

Villkoren för Erbjudandet är, i jämförelse med liknande bud på den svenska marknaden, utomordentligt förmånliga. Cisions aktieägare erbjuds en substantiell premie. Erbjudandet har, på grund av Cisions ägarstruktur, lämnats också på den amerikanska marknaden. Det transaktionsavtal som träffats mellan Blue Canyon och Cision har ett innehåll som numera är vanligt förekommande vid offentliga uppköpserbjudanden på den svenska marknaden, särskilt vid bud från utländska budgivare. Aktieägarnas åtaganden att lämna in sina aktier i Erbjudandet (s.k. *irrevocables*) är också regelmässigt förekommande i samband med offentliga uppköpserbjudanden på den svenska marknaden.

Blue Canyon har såväl vid förhandlingarna om transaktionsavtalet med Cision som vid förhandlingarna om *irrevocables* med Aktieägarna klargjort att dessa varit avgörande för Blue Canyons beslut att offentliggöra Erbjudandet. Detta förhållande har alltså varit uppenbart för både målbolaget och Aktieägarna. Av takeover-reglerna följer att målbolaget har rätt att ingå ett avtal motsvarande transaktionsavtalet om styrelsen bedömer att det ligger i målbolagets aktieägares intresse.

Erbjudandet innehåller sedvanliga villkor för offentliga uppköpserbjudanden på den svenska marknaden liksom en sedvanlig rätt för budgivaren att frånfalla uppställda villkor. Ett erbjudande utan villkor anses i allmänhet förmånligare för målbolagets aktieägare. Sålunda får t ex ett budpliktsbud inte villkoras av annat än myndighetsgodkännande. Villkoren för Aktieägarnas *irrevocables* innebär bl a att Blue Canyon, helt naturligt, har rätt att göra Aktieägarnas åtaganden att lämna in aktier i Erbjudandet ovillkorade om Blue Canyon gör budet mer robust och attraktivt genom att självt frånfalla villkoren för dess fullföljande.

Mot bakgrund av det mycket begränsade utrymme att ändra eller dra tillbaka Erbjudandet som en budgivare har när Erbjudandet väl offentliggjorts har Blue Canyon haft ett

befogat intresse av att i möjligaste mån redan dessförinnan kunna bedöma förutsättningarna för ett framgångsrikt erbjudande. Transaktionsavtalet och Aktieägarnas irrevocables är standardmässiga och legitima verktyg för att skapa så god förutsägbarhet som möjligt.

Budgivarens intresse av förutsägbarhet är inte mindre skyddsvärt än Aktieägarnas förmenta intresse av att framjaga en budstrid. Om Aktieägarna varit missnöjda med erbjudet pris hade de enkelt kunnat avstå från att ingå några irrevocable-åtaganden. Då hade Blue Canyon avstått från att lämna Erbjudandet. Blue Canyons åtgärd att förklara Erbjudandet ovillkorat har endast syftat till att säkerställa Blue Canyons förvärv av Cision-aktierna från Aktieägarna. Något syfte att påverka marknadskursen har uppenbarligen inte förelegat.

Blue Canyon har inte innehaft kurspåverkande information

Vad Aktieägarna anför om Blue Canyons innehav av insiderinformation/kurspåverkande information är tendentiöst och felaktigt.

Den vaga och oprecisa information om Meltwaters intresse som, i andra hand, förmedlats från målbolagets styrelse utgör varken insiderinformation enligt marknadsmissbrukslagen eller kurspåverkande information enligt takeover-reglerna. Meltwaters intresseindikation kunde på basis av erhållen information bedömas vara ofinansierad och dessutom villkorad bl a av due diligence. Skulle informationen likväl anses ha karaktären av kurspåverkande information har denna karaktär i vart fall eliminerats av Blue Canyons åtgärd att fullfölja Erbjudandet och därmed låsa in Aktieägarna.

Blue Canyons åtgärd att ovillkora Erbjudandet strider inte mot lag eller takeover-reglerna

Aktieägarna gör, som framställningen får förstås, gällande att Blue Canyons frånfallande av villkoren i Erbjudandet är att jämställa med tillskapande av en öterminö och att detta är ett *öförfarande som utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden*.

Utläggningen förtjänar inte annan kommentar än att de aktuella bestämmelserna i marknadsmissbrukslagen förutsätter handel, antingen på eller utanför värdepappersmarknaden.

Erbjudandet utgör inte handel. Än mindre är Blue Canyons åtgärd att ovillkora Erbjudandet, och därmed göra Aktieägarnas åtaganden enligt sina irrevocables ovillkorade, att jämställa med handel, vare sig enligt marknadsmissbrukslagen eller takeover-reglerna.

Redan härav följer att Aktieägarnas påståenden saknar grund.

Vidare bör noteras att aktieägare, som accepterat Erbjudandet fram till den tidpunkt Erbjudandet förklarades ovillkorat, därefter alltjämt hade återkallelserätt fram till och med sista anmälningdagen. Hade målbolagets styrelse bedömt att någon informationsasymmetri förelåg, hade det stått styrelsen fritt att till ledning för aktieägarna lämna relevant information till marknaden.

Budgivares innehav av insiderinformation hindrar inte att offentligt erbjudande lämnas eller fullföljs

Även om den information Blue Canyon erhöll skulle anses ha varit av sådant slag som avses i marknadsmissbrukslagen eller takeover-reglerna har Blue Canyon haft rätt att ovillkora Erbjudandet.

Det följer uttryckligen av skäl 29 till marknadsmissbruksdirektivet, i enlighet med vilket marknadsmissbrukslagen ska tolkas, att en potentiell budgivares innehav av insiderinformation, t ex till följd av genomförd due diligence, inte i sig lägger hinder i vägen för att t ex lämna ett uppköpserbjudande: *Att ha tillgång till insiderinformation angående ett annat bolag och att använda den i samband med ett offentligt uppköpserbjudande för att vinna kontroll över detta bolag eller föreslå en fusion med detta bolag bör inte i sig anses utgöra insiderhandel.*

Takeover-reglerna innehåller inga bestämmelser som direkt tar sikte på den nu aktuella situationen. Punkten II.2, som förbjuder handel när den potentiella budgivaren erhållit due diligence-information, kan dock vara av visst intresse. Inte heller den bestämmelsen hindrar emellertid att ett erbjudande lämnas (se not 4 till punkten II.2 i Nyström m fl, Takeover-reglerna ó En kommentar).

Eftersom budgivaren är oförhindrad att lämna ett offentligt uppköpserbjudande, villkorat eller ovillkorat, även om vederbörande skulle ha fått kurspåverkande information är denne självfallet också oförhindrad att, i enlighet med uppställt förbehåll därom, från-

falla villkor i erbjudandet eller vidta andra fullföljandeåtgärder inom ramen för erbjudandet.

Blue Canyon har inte röjt konfidentiell information

Aktieägarna gör gällande att Blue Canyon har *öagerat i erbjudandet*ö på basis av *ökonfidentiell information*ö som erhållits från målbolaget.

Om Aktieägarna med *öagera i erbjudandet*ö avser Blue Canyons åtgärd att förklara Erbjudandet ovillkorat hänvisas till det ovan anförda.

Blue Canyon har genom att förklara Erbjudandet ovillkorat inte röjt information i strid med sina åtaganden. Tvärtom förutsätter transaktionsavtalet (som i sin helhet återges i erbjudandehandlingen, bilaga 2), att Blue Canyon kan komma att förändra villkoren för eller fullfölja Erbjudandet på grund av information som målbolaget tillhandahåller och att detta även kan ske innan ett konkurrerande bud offentliggjorts, vilket framgår av punkt 6. Punkten 9.2 i transaktionsavtalet tydliggör att detta avtal, liksom ett mellan Cision och Blue Canyon ingånget sekretessavtal, *öshall not prevent or restrict the bidder from making and completing the Offer or any Revised Offer*ö.

Betydelsen av att Blue Canyon ovillkorat Erbjudandet före budhöjning

Även om Meltwater hade offentliggjort ett erbjudande till aktieägarna i Cision med det pris som angavs i Meltwaters intresseindikation, dvs. 55 kronor per aktie, hade Blue Canyon varit oförhindrat att *därefter* höja sitt Erbjudande till 55,10 kronor per aktie på sätt som skett. Blue Canyon hade i samband med denna budhöjning också varit oförhindrat att, på sätt som skett, förklara Erbjudandet ovillkorat. Aktieägarna hade, enligt villkoren i sina irrevocables, som en konsekvens av detta varit bundna att lämna in sina aktier i Erbjudandet. Aktieägarna har således inte gjort någon rättsförlust genom att Erbjudandet *först* gjorts ovillkorat och Blue Canyon *därefter* höjt priset i Erbjudandet över det pris som Meltwater indikerat, eftersom det högre priset också kommer Aktieägarna tillgodo.

KOMMENTARER

På uppdrag av Aktieägarna har Hannes Snellman lämnat följande kommentarer till Blue Canyons yttrande.

Av hemställan framgår att Aktieägarna inte önskar att Aktiemarknadsnämnden ska uttala sig om tillämpligheten av marknadsmissbrukslagen. Aktieägarna önskar nämndens bedömning av huruvida Blue Canyons agerande i samband med fullföljande av erbjudandet och den därpå följande prishöjningen med tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information är förenlig med god sed på den svenska aktiemarknaden mot bakgrund av de effekter detta agerande fört med sig. Denna fråga lämpar sig enligt Aktieägarna väl för nämndens materiella bedömning.

De omständigheter som redovisas i detta avsnitt i Yttrandet är enligt Aktieägarnas uppfattning utan betydelse för nämndens prövning. Påståendet om Blue Canyons invändningar i samband med Cisions informationslämnande förändrar inte informationens karaktär, inte heller det faktum att Meltwaters budpropå inte i sig utlöste en matching right enligt transaktionsavtalet ó det kan påpekas att en sådan matching right enligt avtalet endast kan utlösas vid ett *offentliggjort* konkurrerande bud. Att Meltwater inte offentliggjort något erbjudande torde sannolikt, som Aktieägarna redan anfört, ha sin grund i att Blue Canyon fullföljde erbjudandet och därmed förvärvade Aktieägarnas aktier. Aktieägarna har noterat att Meltwater förvärvat ytterligare cirka fem procent av aktierna i Cision till ett pris om 60 kronor per aktie, se bifogat pressmeddelande av den 30 mars 2014 från Meltwater.

Blue Canyon har agerat i enlighet med tillämpliga regler och god sed på aktiemarknaden

Aktieägarna kan inte vitsorda att innehållet i det nu aktuella transaktionsavtalet såvitt gäller det långtgående ovillkorade informationsåtagandet är vanligt förekommande på den svenska marknaden.

Blue Canyon har förklarat att Blue Canyons åtgärd att förklara erbjudandet ovillkorat endast syftat till att säkerställa Blue Canyons förvärv av Cision-aktierna från Aktieägarna. Åtgärden har skett med tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information.

Blue Canyon har vidare uppgivit att något syfte att påverka marknadskursen uppenbarligen inte förelegat. Som Aktieägarna redan anfört blir detta dock konsekvensen av Blue Canyons åtgärd.

Blue Canyon har inte innehaft kurspåverkande information

Om informationen i Cisions pressmeddelande av den 21 mars 2014 skulle ha offentliggjorts före Blue Canyons ovillkorande av erbjudandet hade detta sannolikt påverkat aktiekursen i Cision. Enligt Aktieägarna utgjorde därför den av Cision till Blue Canyon förmedlade informationen om Meltwaters budintresse kurspåverkande information. Detta styrks av det faktum att Cision enligt transaktionsavtalet endast var skyldig att förmedla denna information för det fall man beslutat att tillåta Meltwater att påbörja en due diligence. Av takeover-reglerna och aktiebolagslagen följer att due diligence endast får tillåtas vid ett seriöst budintresse, och målbolagsstyrelsen måste därvidlag bl.a. väga in budgivarens möjlighet att genomföra budet.

Det faktum att Blue Canyon, genom att fullfölja erbjudandet med tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information, samtidigt fick den kurspåverkande informationen att förlora i betydelse på så sätt att sannolikheten för att Meltwater skulle presentera ett konkurrerande bud minskade dramatiskt, kan inte ha någon betydelse för frågan om informationen var kurspåverkande eller inte vid tidpunkten för Blue Canyons åtgärd att fullfölja erbjudandet.

Blue Canyons åtgärd att ovillkora Erbjudandet strider inte mot lag eller takeover-reglerna

Även andra förfaranden än handel på eller utanför värdepappersmarknaden omfattas av marknadsmissbrukslagen. Oavsett om Blue Canyons fullföljd av erbjudandet med tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information strider mot marknadsmissbrukslagens regler eller inte, kan agerandet enligt Aktieägarna inte vara förenligt med reglernas syfte att förhindra otillbörligt utnyttjande av insiderinformation. Motsvarande syfte måste även anses ingå i Aktiemarknadsnämndens uppdrag att bevaka god sed på aktiemarknaden.

Att övriga målbolagsaktieägares återkallelserätt inte förändrades på grund av Blue Canyons åtgärd att förklara erbjudandet ovillkorat förändrar inte det faktum att Aktieägarnas rättsställning förändrades. När det gäller Cisions informationsgivning, förtjänar det att upprepas att Cision den 21 mars 2014 särskilt offentliggjorde Meltwaters budintresse samt informationsgivningen till Blue Canyon genom ett pressmeddelande, vilket torde visa att målbolaget ansåg att en informationsasymmetri förelåg, liksom att informationen var kurspåverkande.

Budgivares innehav av insiderinformation hindrar inte att offentligt erbjudande lämnas eller fullföljs

Aktieägarna har inte påstått att Blue Canyon skulle vara förhindrat att offentliggöra ett erbjudande även om bolaget innehade insiderinformation om målbolaget. En budgivare kan däremot inte fullfölja ett erbjudande och förvärva aktier i målbolaget om budgivaren innehar insiderinformation om målbolaget. Vad Blue Canyon påstår härvidlag är därför felaktigt.

Blue Canyon har inte röjt konfidentiell information

Huruvida Blue Canyons agerande är förenligt med transaktionsavtalet eller inte saknar betydelse för nämndens prövning.

Betydelsen av att Blue Canyon ovillkorat Erbjudandet före budhöjning

Aktieägarna bestrider inte att Blue Canyon kunnat förklara budet ovillkorat, och därmed skapat bundenhet för Aktieägarna antingen efter det att Meltwater offentliggjort ett konkurrerande bud eller före det att Blue Canyon från Cision erhållit informationen om Meltwaters budpropå.

Advokatfirman Vinge har därefter på uppdrag av Blue Canyon Holding begärt att få tillföra följande.

Aktieägarnas yttrande den 1 april 2014 tillför inget nytt till belysning av ärendet. Blue Canyon nöjer sig därför med att göra några tillrättalägganden och vidhåller i övrigt vad redan anförts.

Transaktionsavtalet kan utlösa s.k. matching rights redan före offentliggörande av ett konkurrerande bud, vilket tydligt framgår av punkt 6. Vad Aktieägarna anför om detta är således inte korrekt. Blue Canyon hade därför anledning invända till Cision att informationen om Meltwater inte utlöste matching rights.

Cisions pressmeddelande om Meltwaters intresseindikation offentliggjordes först den 21 mars 2014 och föranleddes inte av att Cision bedömde informationen vara kurspåverkande utan av att NASDAQ OMX Stockholm framställt önskemål därom.

Vad Aktieägarna anför om marknadsmissbrukslagens innebörd och möjligheterna att lämna uppköpserbjudanden, villkorade eller ovillkorade, samt fullfölja dessa, vilar på en

felaktig analys av rättsläget.

Aktieägarna gör gällande att offentliggörande av information om Meltwaters intresseindikation *före* Blue Canyons ovillkorande av Erbjudandet sannolikt hade påverkat Cisions aktiekurs. Även om så skulle ha varit fallet hade detta emellertid inte påverkat Aktieägarnas åtaganden enligt sina irrevocables. Antag att information om Meltwaters intresseindikation *först* offentliggjorts och att marknadskursen därefter eventuellt stigit till ny nivå. Om Blue Canyon *därefter* höjt sitt Erbjudande till 55,10 kronor och förklarat budet ovillkorat hade Aktieägarna, på grund av sina irrevocables, likafullt varit bundna att lämna in sina aktier i Erbjudandet. Tidpunkten för offentliggörandet av Meltwaters intresseindikation har således inte haft någon inverkan på Aktieägarnas skyldigheter enligt sina irrevocables. Tvärtemot vad Aktieägarna vill göra gällande har deras rättsställning således inte förändrats som en konsekvens av att Erbjudandet *först* ovillkorades och *sedan* höjdes.

Enda syftet med Aktieägarnas framställning är att konstruera en grund för Aktieägarna att undandra sig sina åtaganden gentemot Blue Canyon att acceptera Erbjudandet (se Aktieägarnas e-postmeddelande den 26 mars 2014). Hur avtal förhandlade mellan enskilda parter ska tolkas och tillämpas är emellertid inte Aktiemarknadsnämndens uppgift att avgöra. Tvärtom har parterna avtalat att sådana frågor ska avgöras av skiljenämnd. Parternas inbördes tvistefrågor har inte, lika lite som frågor om lagtolkning, något intresse från synpunkten av god sed på aktiemarknaden.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs som driver den reglerade marknad där målbolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett bolag med aktier upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm måste följa börsens öTakeover-regler. Blue Canyon har åtagit sig att följa Takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens besked om tolkning och tillämpning av reglerna.

Takeover-reglerna vilar på sex allmänna, från EU:s takeoverdirektiv hämtade principer, som beskrivs i reglernas inledningsavsnitt. Dessa bör tjäna som vägledning i situationer där reglerna inte ger något besked eller där de i det enskilda fallet inte visar sig vara ändamålsenliga. I denna del av reglerna anges också att bestämmelserna ska tolkas mot bakgrund av sitt syfte vilket innebär att inte endast bestämmelsernas ordalydelse utan också deras ändamål ska respekteras.

Aktiemarknadsnämnden konstaterar att Takeover-reglerna saknar detaljbestämmelser om när och under vilka förutsättningar en budgivare får förklara sitt erbjudande ovillkorat. Såsom anges i framställningen till nämnden torde det vara ovanligt på den svenska marknaden att en budgivare under den initiala acceptperioden fullföljer sitt erbjudande. Som nämnden ser det kan dock en sådan åtgärd inte anses strida mot reglerna eller på annat sätt mot god sed.

I framställningen ifrågasätts om Blue Canyons agerande att med tillgång till icke offentliggjord, vad som påstås vara kurspåverkande information fullfölja budet och höja priset i budet är förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden. Ifrågasättandet baseras huvudsakligen på ett påstående att agerandet synes strida mot ett av de viktigaste syftena bakom reglerna om marknadsmissbruk, att förhindra otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.

Aktiemarknadsnämnden tar i enlighet med sina stadgar inte ställning till frågan huruvida förfarandet står i överensstämmelse med marknadsmissbrukslagen. Nämnden är inte heller beredd att pröva frågan huruvida Blue Canyons agerande ligger i gränzonen till vad som enligt denna lagstiftning skulle vara otillåtet (jfr p. 29 i Marknadsmissbruksdirektivet).

I framställningen noteras att om Blue Canyon hade fullföljt och höjt priset i erbjudandet utan tillgång till den icke offentliggjorda informationen om Meltwaters budpropå så hade åtgärderna enligt Aktieägarnas mening varit helt i sin ordning. Detsamma hade såvitt nämnden förstår varit fallet om Meltwater hade lagt ett bud på den indikerade nivån och Blue Canyon därefter hade matchat budet och förklarat sitt eget bud ovillkorat.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening borde Blue Canyon senast i samband med att företaget förklarade sitt eget bud ovillkorat ha offentliggjort den för marknaden okända informationen att en annan aktör övervägde att lämna ett erbjudande på den indikativa budnivån om minst SEK 55 per aktie. Det ankom emellertid i första hand på Cision att lämna denna uppgift. Med hänsyn till omständigheterna är nämnden inte beredd att uttala att Blue Canyon åsidosatt god sed på aktiemarknaden genom att först i samband med höjningen av sitt eget bud offentliggöra uppgiften om ett eventuellt konkurrerande bud på den angivna nivån.

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

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman