

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:15

2010-04-13

UTTALANDE

Ledstiernan AB, vars aktier är upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm och är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande, har ansökt om avnotering av aktierna före acceptperiodens utgång. Enligt nämndens mening är detta diskutabelt från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. Detta gäller särskilt som styrelsens beslut att ansöka om avnotering fattades under medverkan av ledamöter som kan antas ha ett intresse av att så många aktieägare som möjligt accepterar erbjudandet. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden kan det inte heller anses tillfyllest att Ledstiernan verkar för att handel i bolagets aktier vid en avnotering från NASDAQ OMX Stockholm i stället ska kunna ske på Alternativa Aktiemarknaden.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 15 mars 2010 en framställning från NASDAQ OMX Stockholm AB. Framställningen rör god sed på aktiemarknaden vid ansökan om avnotering av aktier .

FRAMSTÄLLNINGEN

Av framställningen framgår följande.

Den 30 november 2009 offentliggjorde Thuban AB ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna och teckningsoptionsinnehavarna i Ledstiernan AB. Erbjudandet är ovillkorat.

Den 11 februari 2010 förlängdes den ursprungliga acceptperioden, den 11 januari – 8 februari 2010, till den 25 februari. Thuban kontrollerade då aktier i Ledstiernan motsvarande 73,72 procent av kapital och röster. Acceptperioden har därefter, den 2 mars, förlängts till den 18 mars. Thuban kontrollerade då aktier motsvarande 77,83 procent av kapital och röster.

Den 26 februari ansökte Ledstiernan om avnotering av bolagets aktier från NASDAQ OMX Stockholm ("Börsen") och offentliggjorde information kring detta samma dag. Enligt Ledstiernan fanns vid den tidpunkten färre än 500 aktieägare som vardera hade aktier värda totalt 1 000 Euro. Styrelsen konstaterade därför att Ledstiernan inte uppfyllde likviditetskraven i Börsens Regelverk för emittenter. Avsikten är, enligt Ledstiernan, att fortsätta handeln på Alternativa Aktiemarknaden.

I erbjudandehandlingen anges avseende tvångsinlösen och avnotering ” *Om Erbjudandet accepteras i sådan utsträckning att Thuban blir ägare till mer än 90 procent av aktierna i Ledstiernan avser Thuban att begära tvångsinlösen av resterande aktier i Ledstiernan. Beroende på utgången av Erbjudandet kommer Thuban att verka för en avnotering av Ledstiernan från NASDAQ OMX*”.

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 beslutade därför den 4 mars att avnotering av Ledstiernans aktier ska ske den 17 maj 2010 med sista dag för handel den 14 maj.

Börsen har noterat följande.

Begäran om avnotering av aktierna inkom till Börsen i ett tidigt skede, jämfört med vad som normalt är fallet i samband med ett offentligt erbjudande. Begäran inkom före meddelande om utfall efter den förlängda acceptperioden hade offentliggjorts och före den andra förlängningen av acceptperioden,. Därmed torde styrelsen också ha utgått från den information om Thu-

bans aktieinnehav i Ledstiernan som vid den tidpunkten var känd, dvs. 73,72 procent av kapital och röster.

Eftersom det offentliga erbjudandet ännu inte är avslutat och det inte har hållits någon bolagsstämma i Ledstiernan där nya ledamöter har valts in i styrelsen, är det den befintliga styrelsen som står bakom begäran.

Börsen har avseende avnoteringsfrågan tagit emot samtal från både Thuban, genom dess rådgivare, och Ledstiernan. Av det skälet har tidvis framstått som oklart vem av dessa parter som ansvarade för begäran om avnotering och vilken av parterna rådgivarna de facto företrädde. Underlag till hjälp för Börsens bedömning om tiden för avnotering, tillhandahölls vidare av Thubans rådgivare vilka också framförde önskemål om att samordna offentliggörande av Börsens beslut med Thubans meddelande om utfall i erbjudandet samt förlängning av acceptperioden. Begäran om avnotering är dock undertecknad av styrelsen för Ledstiernan genom Leif Almstedt och Hans Risberg.

Börsen har framfört följande.

Börsens krav beträffande likviditet finns i punkterna 2.3.9 – 2.3.12 i Regelverk för emittenter. Kortfattat innebär kraven att:

- det på ett bolags aktier ska finnas förutsättningar för en tillräcklig tillgång och efterfrågan,
- ett tillräckligt antal aktier ska finnas i allmän ägo (25 procent av aktierna), och
- bolaget ska ha ett tillräckligt antal aktieägare (normalt minst 500 aktieägare som vardera har aktier värda ca 1 000 Euro).

Börsen kan 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.

Kraven är således inte helt statiska eller absoluta, undantag kan medges såväl vid noteringstillfället som under tiden för noteringen. I handledningstexten anges "[o]m kravet på likviditet

*väsentligt skulle avvika från detta noteringskrav under den tid som bolaget är noterat på bör-
sen, kommer börsen uppmana bolaget att vidta åtgärder för att åter uppfylla detta krav. Bör-
sen kan föreslå bolaget att anlita en likviditetsgarant. Om handeln i bolagets aktie ändå för-
blir sporadisk kan en placering på observationsavdelning bli aktuell. Sådana beslut från bör-
sens sida föregås av en diskussion med bolaget.”*

Detta betyder i praktiken att Börsen tillgriper avnotering av bolagets aktier, på grund av att bolaget inte uppfyller noteringskraven, som en sista åtgärd om man inte kommit tillrätta med likviditetsproblemen på annat sätt.

Ledstiernan anger i pressmeddelande den 26 februari, att det i bolaget finns färre än 500 ak-
tieägare som vardera har aktier värda totalt 1 000 Euro. Även om detta i sig är riktigt ger in-
formationen inte en fullständig bild av ägarförhållandena i Ledstiernan . Utöver den grupp
aktieägare som hänvisas till i pressmeddelandet fanns ett stort antal övriga aktieägare med
både större och mindre innehav, sammanlagt 2 592 aktieägare. Det framgår av det underlag
som givits in till Börsen i samband med ansökan om avnotering. Uppgifterna är av den 12
februari 2010 vilket innebär att antalet aktieägare därefter har minskat. Vid tidpunkten för
begäran om avnotering fanns, enligt uppgift från Enskilda, uppskattningsvis ca 2 300 aktie-
ägare.

Beträffande den faktiska likviditeten i Ledstiernan omsattes 1 149 444 aktier under perioden 8
februari-9 mars (22 handelsdagar). Om man bortser från de största posterna som torde vara
hänförliga till Thuban är siffran 103 130 aktier. Under perioden 11 februari-9 mars (19 han-
delsdagar men efter ordinarie acceptperiods utgång) omsattes 69 966 aktier. Detta kan jämfö-
ras med omsättningen i oktober månad 2009 (22 handelsdagar) som var 75 238 aktier.

Börsen anser att det finns förutsättningar att betrakta den nuvarande likviditeten som tillräck-
ligt god och inte sådan att den skulle föranleda åtgärder från Börsens sida med avseende på
kravet på en tillräcklig tillgång och efterfrågan.

I Börsens Takeover-regler, punkten II.17, stadgas att styrelsen i målbolaget, i frågor relaterade
till erbjudandet, ska agera i aktieägarnas intresse. Även av aktiebolagslagen följer en lojali-
tetsplikt för styrelsen. Därutöver är styrelsen skyldig att beakta den aktiebolagsrättsliga prin-
cipen om likabehandling av aktieägarna.

Enligt punkten II.18 i Takeover-reglerna får en styrelseledamot i målbolaget inte delta i handläggningen av en fråga som är relaterad till erbjudandet om denne kan ha ett intresse i frågan som strider mot aktieägarnas intresse.

Av erbjudandehandlingen framgår att fyra av styrelsens fem ledamöter i Ledstiernan har en intressekonflikt varför styrelsen inte skulle kunna uttala sig om erbjudandet. Två av dessa ledamöter deltar i erbjudandet som indirekta delägare i Thuban. Vid styrelsemötet i Ledstiernan där beslut om avnotering fattades, närvarade samtliga fem ledamöter.

Börsen har under det aktuella erbjudandet uppfattat gränserna mellan målbolag och budgivare som otydliga. Börsen ställer sig frågande till styrelsens motiv för att begära avnotering av Ledstiernans aktier. Mot den bakgrunden och vad som framförts ovan, måste Börsen ifrågasätta om målbolagsstyrelsen i detta fall har agerat i enlighet med tillämpliga regler och principer.

Börsen önskar att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida;

1. styrelsen i Ledstiernan kan anses ha uppfyllt sin skyldighet att agera i aktieägarnas intresse när styrelsen under angivna förutsättningar har begärt avnotering av bolagets aktier,
2. det är förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden att, trots att frågan normalt anses ligga inom bolagsstyrelsens kompetensområde, under angivna förutsättningar verka för en avnotering av bolagets aktier utan att frågan underställts aktieägarna i bolaget?

LEDSTIERNANS YTTRANDE

Ledstiernan har beretts tillfälle att yttra sig över framställningen och har därvid anfört i huvudsak följande.

Thuban offentliggjorde den 30 november 2009 ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna och teckningsoptionsinnehavarna i Ledstiernan ("Erbjudandet"). Erbjudandet lämnades i enlighet med bestämmelserna om budplikt och var ovillkorat. Initial acceptperiod i

Erbjudandet löpte mellan den 11 januari och den 8 februari 2010 ("Initiala Acceptperioden"). Efter utgången av den Initiala Acceptperioden förlängdes Erbjudandet till och med den 25 februari 2010 ("Första Förlängningsperioden"). Acceptperioden förlängdes den 2 mars 2010 ytterligare en gång att gälla till och med den 18 mars 2010 ("Andra Förlängningsperioden").

Ledsternan ansökte den 26 februari 2010 om avnotering av Bolagets aktier från Börsen. Ett pressmeddelande därom offentliggjordes samma dag.

Börsen beslutade den 4 mars 2010 om avnotering av Bolagets aktier samt att avnoteringen skulle ske den 17 maj 2010. Börsens beslut offentliggjordes samma dag genom ett börsmeddelande.

Närmare om skälen för att begära avnotering från Börsen

Styrelsen för Ledsternan har vid sammanträde den 19 februari 2010 och den 26 februari 2010 behandlat frågan om avnotering av Bolagets aktier från Börsen.

Inför styrelsesammanträdet den 19 februari 2010 gjordes en analys av aktieägarstrukturen som presenterades tillsammans med ett underlag från SEB Enskilda innehållande bland annat uppgifter om aktiespridningen i Bolaget och övriga aktieägarförhållanden samt information om olika alternativ rörande fortsatt notering respektive avnotering från Börsen. Vid styrelsemötet redogjorde Bolagets verkställande direktör för de kostnader som var förknippade med Ledsternans notering på Börsen och vilken besparing som kunde förväntas vid en avnotering från Börsen. Styrelsen diskuterade därefter bland annat kostnadsaspekterna och frågor kring alternativ handel.

Vid styrelsesammanträdet den 26 februari 2010 beslutade Bolaget att begära avnotering av Bolagets aktier från Börsen med följande beslutsformulering i protokollet:

”Thuban AB har informerat Ledstiernans styrelse att Thuban AB per 2010-02-25 kontrollerar mer än 75 procent av aktierna i Ledstiernan. En analys av aktieboken visar att det finns färre än 500 aktieägare som äger aktier till ett värde av 1.000 EUR (cirka 10.000 kronor). Styrelsen konstaterar de spridningskrav som finns angivna i NASDAQ OMX regelverk för emittenter därmed inte uppfylls av Ledstiernan. Styrelsen anser vidare att den nuvarande aktieägarstrukturen medför att likviditeten i handeln med Ledstiernans aktie sannolikt kommer att vara mycket begränsad under den närmaste framtiden. En notering på NASDAQ OMX medför relativt stora kostnader för Ledstiernan i form av bland annat personalkostnader, kostnader för att upprätthålla informationskraven gentemot NASDAQ OMX, revisionskostnader samt styrelsearvoden. Styrelsen har vid styrelsemötet 2010-02-19 diskuterat alternativa former för att upprätthålla handel i Ledstiernans aktie för att möjliggöra för minoritetsaktieägarna att kunna omsätta sina aktier i Ledstiernan. I enlighet med tidigare beslut har Fredrik Lindgren fört diskussioner med Alternativa Aktiemarknaden om att handel i Ledstiernans aktie skall kunna bedrivas via denna marknadsplats. Fredrik Lindgren informerade att Alternativa Aktiemarknaden vid dessa diskussioner har informerat att de ställer sig positiva till ta upp handel med Ledstiernans aktie.

Mot bakgrund av ovanstående beslutade styrelsen följande:

Ledstiernan skall ansöka hos NASDAQ OMX om att avnotera Ledstiernans aktie.

Ledstiernan skall sträva efter att handel med Ledstiernans aktie kan bedrivas via Alternativa Aktiemarknaden om och när handel på NASDAQ OMX upphör.”

Nedan utvecklas det närmare resonemanget bakom begäran om avnotering.

Stora kostnader förenade med en notering på Börsen

För ett litet bolag med ett marknadsvärde om cirka 200 miljoner kronor (baserat på budpriset 36,50 kronor per aktie) medför en notering på Börsen stora kostnader i förhållande till

bolagets marknadsvärde. Styrelsen har under de senaste åren arbetat för att minska bolagets förvaltningskostnader. För Ledstiernan uppgår de beräknade kostnaderna för 2010 till cirka 12 miljoner kronor. En avnotering skulle innebära en kostnadsreducering för Bolaget om cirka 4-6 miljoner kronor på årsbasis. Kostnadsreduktionen består primärt av minskade personalkostnader, lägre kostnader för att upprätthålla informationskraven (huvudsakligen kostnader för informationsdistributör samt kostnader till följd av särskilda krav på årsredovisning och delårsrapporter som går utöver årsredovisningslagen) samt minskade revisionskostnader och styrelsearvoden.

Att kostnaden kan reduceras så väsentligt ska förstås mot bakgrund av att Ledstiernan är ett riskkapitalbolag med affärsidé att som aktiv ägare hjälpa tillväxtföretag. Koncernens verksamhetsrelaterade beslut fattas därför i stor utsträckning på dotterbolagsnivå medan mycket av resurserna på moderbolagsnivå hänför sig till uppfyllande av kapitalmarknadens krav. Ovan redovisade siffror ska även ses i ljuset av att styrelsen anser att Bolagets organisation skulle behöva förstärkas för att uppfylla Börsens krav på ekonomifunktion och IR/informationsgivning. Bolaget har som exempel för närvarande ingen CFO och inte heller någon IR/informationsansvarig befattningshavare. Om Bolaget skulle anställa dessa resurser skulle Bolagets kostnader för att vara börsnoterat öka med minst 2 miljoner kronor.

Styrelsen bedömer därför att det ligger i alla aktieägares intresse att reducera kostnaderna på det sätt som nu angivits.

Spridningskraven enligt Börsens regelverk för emittenter

Styrelsen informerades den 26 februari 2010 om att Thuban per den 25 februari 2010 kontrollerade mer än 75 procent av aktierna i Ledstiernan. Vidare hade styrelsen information om att det fanns färre än 500 aktieägare som ägde aktier till ett värde motsvarande 1.000 euro vardera. Styrelsen ansåg därmed att Börsens krav på att ett tillräckligt antal aktier ska finnas i allmän ägo samt att bolaget ska ha ett tillräckligt antal aktieägare, såsom dessa krav framgår av punkten 2.3.10 i Börsens Regelverk för emittenter, inte var uppfyllda.

Av intresse är vidare att ett antal av Bolagets större aktieägare, som tillsammans representerar cirka 11,8 procent av aktierna i Bolaget, meddelat Bolaget sin avsikt att fortsätta att

vara långsiktiga ägare i Bolaget och inte under överskådlig tid handla i Bolagets aktier. Detta innebar ytterligare skäl att anta att likviditeten i aktien skulle vara så begränsad att en ändamålsenlig börshandel inte var realistisk.

Mot denna bakgrund ansåg styrelsen, och anser fortfarande, att spridningskravet inte är uppfyllt.

Alternativ handel i Bolagets aktier

Styrelsen avser att upprätthålla handel i Ledstiernans aktie för att möjliggöra för minoritetsaktieägarna att kunna omsätta sina aktier. Bolagets verkställande direktör har fört diskussioner med Alternativa Aktiemarknaden som ställt sig positivt att arrangera sådan handel. Avsikten är att handeln ska påbörjas i samband med att handeln upphör på Börsen. Styrelsens planer att arrangera sådan handel har offentliggjorts genom pressmeddelande den 4 mars 2010. På Alternativa Aktiemarknaden sker handel en gång per månad. Priset på Alternativa Aktiemarknaden fastställs via en auktionsmodell, vilket passar företag vars storlek och ägande gör en daglig kontinuerlig prissättning olämplig.

Handeln på Alternativa Aktiemarknaden finansieras normalt genom courtageavgifter. Vissa bolag på Alternativa Aktiemarknaden väljer dock att främja handeln genom erläggande av fastställda avgifter till handelsplatsen som medför lägre courtage för de som handlar i aktien. Bolaget har diskuterat denna modell med Alternativa Aktiemarknaden och avser att vidta relevanta åtgärder för att handeln ska fungera ändamålsenligt.

Kontakterna med Börsen

Av Börsens Regelverk för emittenter i punkten 2.8.1 följer att ett bolag kan ansöka om att dess aktier ska avnoteras. Börsen kommer att godkänna en sådan ansökan och fatta beslut om sista dag för handel i bolagets aktier i samråd med bolaget. Ledstiernan har vid ett flertal tillfällen före styrelsens beslut att ansöka om avnotering varit i kontakt med Börsen rörande den planerade avnoteringen. Ledstiernan översände den 25 februari 2010 till Börsen utkast till ansökan om avnotering, utkast till styrelsens beslut om avnotering samt utkast till pressmeddelanden om avnoteringen. Den slutliga versionen av dessa handlingar kom att i allt väsentligt överensstämma med utkastet. Börsen har inte vid något av dessa

kontakttillfällen ifrågasatt styrelsens bedömning eller styrelsens beslut att begära avnotering eller begärt kompletterande information.

Av kommentaren till samma punkt följer även att ett bolags aktier i allmänhet kan avnoteras fyra veckor efter det 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 6 månader. Börsen ska i varje ärende göra en bedömning av lämpligt datum för avnotering. Som redogjorts för ovan offentliggjorde Börsen genom börsmeddelande den 4 mars 2010 sitt beslut att avnotera Bolagets aktier. Börsen beslutade att sista dag för handel ska vara den 14 maj 2010, det vill säga endast ungefär två och en halv månad efter Börsens beslutstillfälle. Börsen hade vid detta tillfälle möjlighet att fördröja avnoteringen fram till början av september 2010 men valde att inte utnyttja denna möjlighet.

Övrigt

Börsen anger i sin framställan att begäran om avnotering av aktierna inkom till Börsen i ett tidigt skede jämfört med vad som normalt är fallet i samband med offentliga erbjudanden. Begäran inkom före meddelandet om utfallet efter den Första Förlängningsperioden och innan den Andra Förlängningsperioden inletts. I anslutning härtill vill Bolaget understryka att Erbjudandet redan från början var ovillkorat. Detta innebär att det inte fanns någon möjlighet för Thuban att dra tillbaka Erbjudandet. Styrelsen ansåg att det var lämpligt att begära avnotering så snart spridningskraven inte längre var uppfyllda för att så snabbt som möjligt minska Bolagets kostnader. Eftersom det stod helt klart för styrelsen att Bolaget under alla förhållanden skulle avnoteras av dessa skäl ansågs det vara i minoritetsaktieägarnas intresse att i ett tidigt skede bli informerade om detta för att de skulle kunna överlåta sina aktier courtagefritt genom Erbjudandet om de så önskade.

Samtliga styrelseledamöter i Ledstiernan har deltagit i styrelsesammanträdena den 19 februari respektive den 26 februari 2010. Fyra av Ledstiernans fem ledamöter har haft intressekonflikt i Erbjudandet p.g.a. att två av ledamöterna är indirekta delägare i Thuban och två av ledamöterna sålt aktier i Bolaget till Thuban i en föraffär före Erbjudandet. Styrelsen har bedömt att de regler som medfört att styrelseledamöterna befunnit sig i intressekonflikt avseende frågor rörande Erbjudandet inte är tillämpliga i frågor rörande den nu

aktuella avnoteringen. Styrelsens bedömning i avnoteringsfrågan har gjorts enbart ur ett kostnadsperspektiv i samtliga aktieägares intresse.

Enligt besked från SEB Enskilda har Thuban stått för nästan all omsättning i Bolagets aktier från tiden för Erbjudandets lämnande. Den jämförelse Börsen gör i sin framställning av omsättningssiffror mellan olika tidpunkter är därför inte relevant.

Slutsatser

Styrelsen för Ledstiernan anser mot bakgrund av ovanstående att den har haft fog för sitt beslut att begära avnotering från Börsen. Styrelsen anser således att den hade tillräckligt underlag för att kunna göra bedömningen att spridningskraven inte var uppfyllda. Styrelsen har vidare bedömt att den uppfyllt sin skyldighet att agera i aktieägarnas intresse när den begärt avnotering eftersom det får anses ligga i samtliga aktieägares intresse att begränsa Bolagets kostnader på ett så väsentligt sätt som redovisats ovan. Aktieägarnas intresse att kunna handla i Bolagets aktie har bibehållits genom att styrelsen kommit överens med Alternativa Aktiemarknaden om handel i Bolagets aktie. Styrelsen har således sökt en lösning som både ger mindre aktieägare en möjlighet till fortsatt handel och dessutom möjliggör avsevärda kostnadssänkningar till fördel för samtliga aktieägare.

Enligt Ledstiernans uppfattning har det under ovan nämnda förutsättningar inte funnits någon skyldighet att hänskjuta frågan till bolagsstämman vare sig enligt aktiebolagslagen eller enligt Aktiemarknadsnämndens praxis.

Det är enligt Ledstiernans mening viktigt att Börsens agerande i sina kontakter med de noterade bolagen främjar ett öppet och förtroendefullt samarbetsklimat. Det främjar även förtroendet för aktiemarknaden i stort. Börsens hantering av den nu aktuella frågan är enligt Ledstiernans uppfattning inte förenlig med det sagda, utan har snarare föranlett Ledstiernan att tro att Börsen delade Ledstiernans bedömning i avnoteringsfrågan. Syftet med en kontakt med Börsen i förväg var naturligtvis att samråda i de uppkomna frågorna, bland annat styrelsens uppfattning om att spridningskravet ej var uppfyllt. Börsen borde ha redovisat sin ståndpunkt om Börsen var av en annan uppfattning.

NASDAQ OMX SLUTKOMMENTAR

NASDAQ OMX har beretts tillfälle till en slutkommentar och därvid anfört följande.

Börsen hänvisar i sakfrågorna till sin framställan daterad den 11 mars 2010. Börsen önskar dock kommentera följande synpunkter som framförts av Ledstiernan.

Börsen ska besluta om avnotering när ett bolag som ansökt om det. Sådant beslut ska Börsen fatta även om likviditeten i aktien är sådan att den uppfyller noteringskraven i börsens regelverk för emittenter. I samband med bolagets ansökan om avnotering skall Börsen i samråd med bolaget finna en lämplig tidpunkt för avnoteringen. Avnotering skall dock inte ske senare än sex månader från tidpunkten för bolagets ansökan. Ledstiernan ansökte om avnotering den 26 februari 2010. I samråd med Bolaget beslutade Börsen att avnotering ska ske den 17 maj 2010 med sista dag för handel den 14 maj. Med beaktande av tidigare praxis i avnoteringsärenden, gjorde Börsen bedömningen att denna tidsfrist är tillfyllest för att tillgodose aktieägarnas möjlighet att avyttra sina aktier.

ÖVERVÄGANDEN

Ett aktiebolag kan hos Börsen ansöka om att bolagets aktier ska noteras, dvs. upptas till handel på den reglerade marknad som Börsen driver. Regler om hur ansökan ska göras och hur den ska prövas av Börsen finns i Börsens Regelverk för emittenter, avsnitt 2.2. Ett aktiebolag vars aktier är noterade kan ansöka om att bolagets aktier ska avnoteras, dvs. inte längre vara föremål för sådan handel. Regler därom finns i punkten 2.8.1. Börsen ska godkänna en sådan ansökan och fatta beslut om sista dag för handel i bolagets aktier i samråd med bolaget. Om bolaget har ett stort antal aktieägare och handeln i bolagets aktier är omfattande kan Börsen fördröja avnoteringen i upp till sex månader.

Ett beslut att ansöka om notering kan fattas av bolagets styrelse inom ramen för styrelsens ansvar för bolagets angelägenheter. Detsamma gäller en ansökan om avnotering. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening finns det inte skäl att från synpunkten av god sed på aktie-

marknaden generellt kräva en annan ordning för dessa beslut. En självklar utgångspunkt är att styrelsen även vid sådana beslut måste agera i bolagets och därmed samtliga aktieägares intresse. Av nämndens praxis framgår att, för det fall en ansökan om avnotering sker trots att Börsens noteringskrav 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 (AMN 2004:29). Om så inte är fallet strider beslutet att ansöka om avnotering mot god sed på aktiemarknaden. Detta får anses gälla även i de fall då huvudregeln om 25 procent av aktierna i allmän ägo inte är uppfylld men börserna är beredd att godkänna en lägre procentsats, eftersom handeln ändå kan fungera tillfredsställande eller omständigheterna i det enskilda fallet är sådana att det skäligen kan fordras att bolaget vidtar åtgärder för att åstadkomma en sådan spridning av aktierna.

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, strider mot god sed på aktiemarknaden (jfr AMN 2006:02 och 2004:29).

En särskild fråga i sammanhanget är om ett bolag vars aktier ska avnoteras på bolagets begäran, från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, kan anses vara skyldigt att verka för att handel i aktien i stället kan ske på någon annan marknadsplats. Emot ett sådant synsätt kan visserligen anföras att den möjlighet som Börsen har att fördröja avnoteringen i upp till sex månader möjliggör en lång avvecklingstid i de fall handel inte ska komma att ske på någon annan marknadsplats. I linje med vad nämnden tidigare uttalat är det emellertid nämndens uppfattning 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 AMN 2004:29).

En ansökan om avnotering sker ofta som ett resultat av ett genomfört offentligt uppköpserbjudande. Det förekommer att en budgivare redan i pressmeddelandet om erbjudandet och erbjudandehandlingen erinrar om att en ansökan om avnotering kan komma att ske. Sådan information måste, från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, utformas på ett sådant sätt att den inte framstår som ett påtryckningsmedel på målbolagets aktieägare. Det bör, som nämnden uttalade i AMN 2004:29, stå aktieägarna fritt att bedöma det offentliga erbjudandet utan att de skall behöva beakta risken för att aktien avnoteras även vid ett lågt deltagande i budet. I linje därmed bör en ansökan om avnotering inte

heller ske förrän acceptfristen i erbjudandet har gått till ända och marknaden informeras om utfallet av erbjudandet.

I det aktuella fallet har Ledstiernan, vars aktier är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande, ansökt om avnotering av bolagets aktier före den slutliga acceptperiodens utgång. Enligt nämndens mening är detta diskutabelt från synpunkten av god sed på aktiemarknaden oavsett vilka skäl som anförs. Detta gäller särskilt som styrelsens beslut att ansöka om avnotering fattades under medverkan av ledamöter som kan antas ha ett intresse av att så många aktieägare som möjligt accepterar erbjudandet. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden kan det inte heller anses tillfyllest att Ledstiernan verkar för att handel i bolagets aktier vid en avnotering från Börsen i stället ska kunna ske på Alternativa Aktiemarknaden. Där sker handeln inte kontinuerligt utan endast på förutbestämda dagar mellan 1 och 12 gånger per år samtidigt som flera för aktieägarna väsentliga regelverk saknar tillämpning.

Aktiemarknadsnämnden har inte anledning att ta ställning till frågan huruvida Börsen med hänsyn till omständigheterna hade bort agera annorlunda än som skett.

.-----

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

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog