

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2025:63

2025-12-01

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 27 november 2025 en framställan från Söderlind & Co på uppdrag av Ponderus Invest AB, 556727-9376 ("Ponderus"). Framställan rör tolkning av Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar (takeover-reglerna).

FRAMSTÄLLNINGEN

Av framställningen framgår följande.

Bakgrund

Ortivus Aktiebolag, 556259-1205 ("Bolaget") är leverantör av mobila lösningar för akutsjukvården och annan sjukvård utanför sjukhusen.

Bolagets aktiekapital och antal utgivna aktier

I Bolaget finns det aktier av två slag, A-aktier och B-aktier. Varje A-aktie berättigar till tio röster och varje B-aktie till en röst. Aktierna har lika ekonomiska rättigheter. Båda aktieslagen är upptagna till handel på Nasdaq First North Growth Market.

Bolagets aktiekapital uppgår till 31 015 227,60 kronor, fördelat på 88 614 936 aktier, varav

1 662 682 A-aktier och 86 952 254 B-aktier, efter genomförd företrädesemission om totalt cirka 54 MSEK beslutad på extra bolagsstämma den 19 september 2025 ("Företrädesemissionen"). Emissionen medförde rätt att teckna en ny B-aktie för varje befintlig A-aktie respektive B-aktie för teckningskursen 1,22 SEK, motsvarande den volymviktade genomsnittliga betalkursen (VWAP) för B-aktien under de 20 handelsdagar som föregick dagen för kallelse till bolagsstämman. Teckningskursen 1,22 SEK motsvarade ett totalt värde på samtliga Bolagets aktier om 54 MSEK före Företrädesemissionen och 108 MSEK efter Företrädesemissionen.

Bolagets kapitalbehov och finansiering

Bolaget har under 2023, 2024 och de första nio månaderna 2025 haft ett negativt resultat och kassaflöde, bland annat på grund av en cyberattack, få nya kundorder, investeringar i immateriella tillgångar, uppsagda kundavtal och omstruktureringskostnader. Därutöver behöver Bolaget fortsatt investera i sina system för att vara konkurrenskraftigt och tillgodose kundernas behov.

När andra lånemöjligheter saknades blev Bolaget beroende av finansiering från största ägaren Ponderus, som ställde en kreditram till förfogande. Den utökades successivt till 57,5 MSEK och hade den 30 september 2025 utnyttjats till cirka 53 MSEK. Per den 30 september 2025 redovisades ett negativt eget kapital i Ponderus-koncernen om cirka -22,4 MSEK.

Inför Företrädesemissionen bedömdes kapitalbehovet till cirka 52 MSEK för att amortera lån och finansiera verksamheten samt för produktutveckling och marknad. För att säkerställa genomförandet av Företrädesemissionen åtog sig Ponderus att med företrädesrätt teckna B-aktier för cirka 14 MSEK och garantera ytterligare cirka 40 MSEK (utan ersättning) samt att ersätta kreditramen med en ny sådan om 20 MSEK under förutsättning att emissionen genomfördes.

Ponderus deltagande i Företrädesemissionen och ägande

Ponderus var före Företrädesemissionen Bolagets största ägare med cirka 25,8 procent av samtliga aktier, representerande cirka 20,5 procent av samtliga röster i Bolaget genom innehav av 80 525 A-aktier och 11 349 694 B-aktier.

Intresset för att medverka till Bolagets finansiering genom deltagande i Företrädesemissionen

var begränsat från övriga aktieägares sida – cirka 4,2 procent av emissionsbeloppet tecknades med företrädesrätt, och cirka 0,5 procent utan företrädesrätt, av andra än Ponderus.

Efter Företrädesemissionen innehar Ponderus 80 525 A-aktier och 53 604 716 B-aktier, vilket representerade cirka 61 procent av samtliga aktier och cirka 53 procent av samtliga röster i Bolaget. Gränsen för budplikt enligt takeover-reglerna har därmed passerats.

Budpliktbudets vederlag per aktie

Ponderus överväger att lämna ett budpliktsbud efter Bolagets publicering av dess kvartalsrapport Q3 2025.

Ponderus har, förutom att teckna B-aktier till priset 1,22 SEK i Företrädesemissionen, inte genomfört, och kommer inte att genomföra, någon föräffär under de 6 månader som föregår det eventuella budpliktsbudet och har inte förvärvat teckningsrätter som ger rätt att teckna aktier i Företrädesemissionen.

Tolkning av takeover-reglerna avseende bestämning av Budpliktsbudets villkor

Med tanke på att Ponderus inte har gjort några andra förvärv av aktier i Bolaget inom 6 månader före ett eventuellt offentligt erbjudande, förutom teckning av aktier i Företrädesemissionen, kan punkten II.13 i takeover-reglerna inte anses tillämplig vid bestämmande av vederlagets minsta storlek i ett eventuellt budpliktsbud. I stället torde vad som föreskrivs i punkten III.6 om den s.k. tjugodagarsregeln vara tillämpligt, vilket innebär att kursen under de närmast föregående 20 dagarna utgör den nedre gränsen för vederlagets storlek.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden 2016:10 (HNA-Rezidor), AMN 2020:41 (Athanasé–IVI-SYS) och AMN 2022:39 (TrønderEnergi–SBF) torde innebära att tidpunkten för de föregående 20 handelsdagarna ska räknas bakåt från den 17 oktober 2025, då Bolaget offentliggjorde utfallet av teckningen i Företrädesemissionen där Ponderus innehav av aktier kom att överstiga budpliktsgränsen. Den relevanta tidsperioden blir då 19 september – 16 oktober 2025 ("20 Handelsdagar"). Under denna period avskildes Företrädesemissionens teckningsrätter från Bolagets aktier den 25 september 2025 och teckning av aktier pågick den 1–15 oktober 2025.

Av punkten III.6 följer att, om det i bolaget finns flera aktieslag bestäms prisnivå och vederlagsform vid ett erbjudande till följd av budplikt främst av punkterna II.10 och II.11. I punkten II.11 anges att, om erbjudandet omfattar aktier av olika slag som skiljer sig åt endast i fråga om aktiernas röstvärde och om aktier av samtliga slag handlas på marknadsplatsen, är grundprincipen att vederlagets värde ska vara lika för samtliga aktier. Undantag från grundprincipen kan medges av Aktiemarknadsnämnden så att budgivaren för aktier av respektive slag erbjuder ett pris motsvarande handelskurs och därutöver erbjuder en premie som är procentuellt lika stor på respektive kurs. Aktiemarknadsnämnden kan medge en sådan vederlagsstruktur endast om (1) likviditeten i de berörda aktieslagen är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild, (2) kursskillnaden inte är endast tillfällig och (3) kursskillnaden inte är hänförlig till endast en eller ett fåtal köparens efterfrågan.

I takeover-reglerna anges inte explicit hur beräkningen av kursen under de föregående 20 dagarna ska göras när såväl A-aktier som B-aktier handlas på marknadsplatsen och undantag inte medges för prisdiskriminering. Principerna bakom takeover-reglerna kan tänkas innebära att vad som då ska eftersökas är ett rättvisande marknadsvärde per aktie före den händelse som gav upphov till budplikt utan hänsyn till eventuella skillnader i röstvärde.

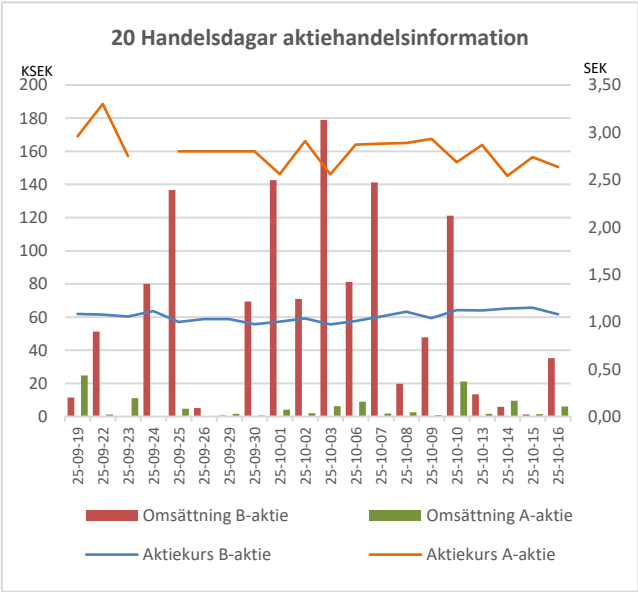
Handeln i Bolagets aktier och rättvisande marknadsvärde per aktie

Efter Företrädesemissionen utgör A-aktierna cirka 1,9 procent och B-aktierna cirka 98,1 procent av totalt antal aktier i Bolaget. A-aktierna representerar cirka 16,1 procent av röstetalet för samtliga aktier i Bolaget.

B-aktien handlas kontinuerligt på Nasdaq First North Growth Market medan handel i A-aktien sker auktionsvis några gånger per handelsdag under korta perioder.

*Beräkningar baserat på daglig aktiehandelsinformation
under 20 Handelsdagar närmast före den 17 oktober 2025*

Tabellen nedan visar att under perioden 20 Handelsdagar omsatte B-aktierna cirka 60 700 SEK per dag och A-aktierna cirka 5 500 SEK per dag, innebärande att i SEK omsatte B-aktierna cirka 11 gånger mer än A-aktierna och omsättningen i SEK för A-aktierna var ett begränsat belopp (cirka 5 500 SEK). På motsvarande sätt omsattes per dag cirka 29 gånger fler B-aktier än A-aktier. Den volymviktade genomsnittliga betalkursen för A-aktierna uppgick till 2,76 SEK och för B-aktierna 1,03 SEK, innebärande att sådan betalkurs för B-aktien utgjorde 37 procent av A-aktiens betalkurs.



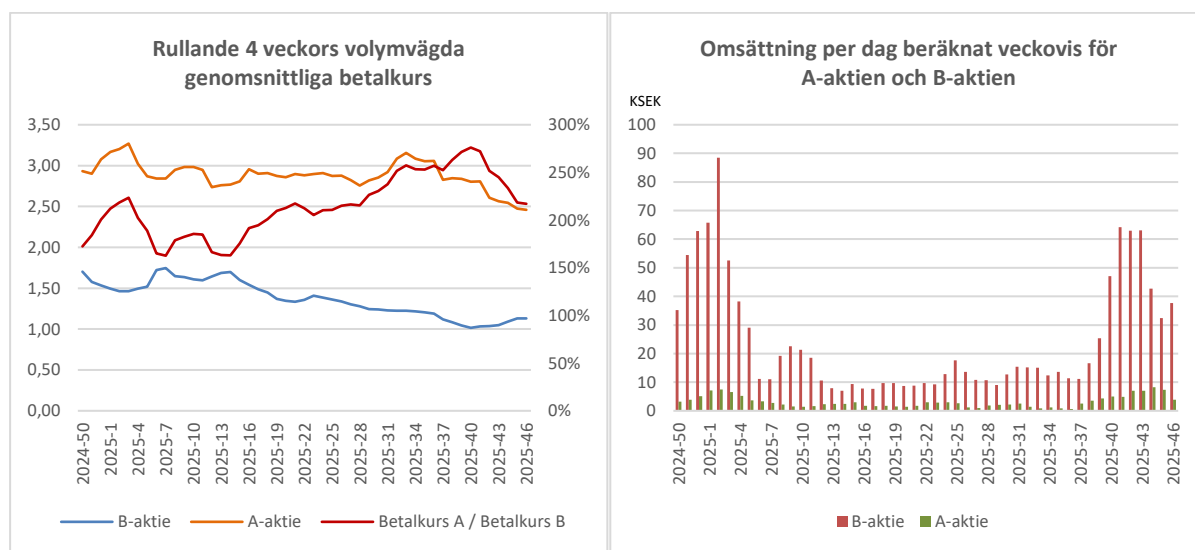
Period 20 Handelsdagar					Kvott B-aktier / A-aktier
2025-09-19 - 2025-10-16		Mått	A-aktier	B-aktier	
Antal dagar med handel	Antal	19		20	
	Antal dagar utan handel	1			
Omsatta aktier	Antal	40 056		1 175 208	29,34
	Omsättning SEK	110 689		1 213 959	10,97
Volymviktade genomsnittliga betalkursen		SEK	2,763	1,033	0,37
Genomsnittligt antal omsatta aktier per dag		Antal	2 003	58 760	29,34
Genomsnittlig omsättning per dag		SEK	5 534	60 698	10,97

*Beräkningar baserat på veckovis aktiehandelsinformation
under perioden vecka 47 2024 – vecka 46 2025*

Bolagets A-aktier har under perioden vecka 50 2024 till och med vecka 46 2025 haft rullande 4 veckors volymviktad genomsnittlig betalkurs som översteg motsvarande betalkurs för B-aktien på mellan 63% - 176%.

Den genomsnittliga omsättningen per dag i SEK under perioden vecka 47 2024 till och med vecka 46 2025 ("12 Månader") för A-aktien uppgick till 3 140 SEK respektive 1 115 A-aktier i jämförelse med 24 900 SEK och 19 225 aktier för B-aktien, innebärande att B-aktien omsattes cirka 7,9 gånger mer i SEK och cirka 17,2 gånger fler aktier än A-aktien. Det noteras att A-aktiens omsättning per dag är beloppsmässigt begränsad (3 140 SEK) och har under 12 månader

inte haft någon handel under 49 handelsdagar i jämförelse med B-aktien som inte har haft någon handel under 5 handelsdagar.



Förutsättningar för eventuellt medgivande från Aktiemarknadsnämnden om prisdiskriminering

Det är sannolikt att handeln i A-aktierna inte ger en rättvisande prisbild på A-aktien. Därmed skulle inte kraven enligt punkten II.11 sista stycket uppfyllas vid ett budpliktsbud.

Slutsats marknadsvärde per aktie baserat på aktiehandelsinformation

Den begränsade omsättningen i såväl SEK som antalet aktier avseende A-aktierna samt det faktum att A-aktierna utgör endast 1,9 procent av samtliga aktier tyder på att B-aktiens kurs-sättning torde utgöra ett mer rättvisande marknadsvärde per aktie än kurssättningen på A-aktien, innebärande att den nedre gränsen för vederlagets storlek per aktie skulle uppgå till 1,033 SEK.

Ponderus övervägda vederlag per aktie

Ponderus överväger att vid ett eventuellt Budpliktsbud erbjuda 1,22 SEK per aktie för såväl A-aktier som B-aktier, motsvarande Företrädesemissionens teckningskurs beträffande B-aktie.

Hemställan

I framställningen hemställer Ponderus att Aktienämnden uttalar:

- att beräkningen av den nedre gränsen för vederlagets storlek per aktie för såväl A- som B-aktier i Budpliktsbudet kan fastställas till B-aktiens volymviktade genomsnittliga betalkurs under de föregående 20 handelsdagarna.
- att de föregående 20 handelsdagarna ska anses utgöra de 20 handelsdagar som närmast föregår den dag som Bolaget offentliggjorde att Ponderus aktieinnehav i Bolaget representerade mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier, samt
- att det inte strider mot takeover-reglerna om Ponderus vid ett eventuellt Budpliktsbud erbjuder 1,22 SEK per aktie för såväl A-aktier som för B-aktier.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadens självregleringskommitté har utfärdat takeover-regler för vissa handelsplattformar. Reglerna ger inom sitt tillämpningsområde uttryck för god sed på den svenska aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i reglerna ge besked om hur de ska tolkas och tillämpas.

Nämnden gör i det nu aktuella fallet följande bedömning.

Enligt punkten II.10 i takeover-reglerna ska budgivaren erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie.

I punkten II.11 regleras situationen då det i målbolaget finns aktier av olika slag, dvs. med icke identiska villkor, exempelvis aktier med olika röstvärde.

Av kommentaren till punkten III.6 framgår att punkterna II.10 och II.11 gäller inte bara vid frivilliga bud utan även vid ett erbjudande till följd av budplikt.

Omfattar ett erbjudande aktier av olika slag som skiljer sig åt endast i fråga om aktiernas röstvärde och är inte aktier av samtliga slag upptagna till handel på Börsen ska enligt punkten II.10 tredje stycket vederlagets värde vara lika för alla aktier. Omfattar erbjudandet aktier av olika slag som skiljer sig åt endast i fråga om aktiernas röstvärde och är aktier av samtliga

slag upptagna till handel på Borsen är enligt fjärde stycket grundprincipen att vederlagets värde ska vara lika för alla aktier. Med Aktiemarknadsnämndens medgivande kan i det senare fallet budgivaren för aktier av respektive slag erbjuda ett pris motsvarande börskurs och därutöver erbjuda en premie som är procentuellt lika stor på respektive kurs. Aktiemarknadsnämnden kan emellertid medge en sådan vederlagsstruktur endast om:

- likviditeten i de berörda aktieslagen är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild,
- kursskillnaden inte är endast tillfällig, och
- kursskillnaden inte är hänförlig till endast en eller ett fåtal köparens efterfrågan.

Enligt framställningen är i det nu aktuella fallet kraven i punkten II.11 fjärde stycket inte uppfyllda. Nämnden har inte skäl att ifrågasätta detta. Värdet av vederlaget i ett erbjudande om förvärv av aktier i Ortivus ska således vara detsamma för aktier av båda slag.

Av punkten III.6 andra stycket och punkten II.13 följer att villkoren i ett kontanterbudande till följd av budplikt inte får vara mindre förmånliga än villkoren i andra aktieförvärv i målbolaget som budgivaren eller någon budgivaren närstående enligt punkten I.3 gjort inom sex månader före erbjudandet. Enligt kommentaren till punkten II.13 räknas emellertid inte förvärv genom teckning av aktier i en emission som en föräffär. I ett sådant fall ska enligt kommentaren till punkten III.6 i stället den s.k. tjugodagarsregeln tillämpas, vilket innebär att priset i erbjudandet inte får understiga den volymvägda genomsnittliga betalkursen för aktien i fråga under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörande av innehavet.

I det nu aktuella fallet innebär det nu sagda att beräkningen av den nedre gränsen för vederlagets storlek per aktie för såväl A- som B-aktier i Budpliktsbudet ska fastställas till B-aktiens volymviktade genomsnittliga betalkurs under de 20 handelsdagar som närmast föregår den dag som Bolaget offentliggjorde att Ponderus aktieinnehav i Bolaget representerade mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier. Något hinder mot att erbjuda priset 1,22 SEK per aktie föreligger inte, om detta pris överstiger den sålunda fastställda nedre gränsen för vederlagets storlek.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Peter Bäärnhielm, Johan Danelius, Patrik Marcelius, Robert Ohlsson, Bo Selling och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog