

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2025:65

2025-12-11

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 28 november 2025 en framställning från Setterwalls Advokatbyrå i Göteborg på uppdrag av Thunderful Group AB, org.nr 559230-0445 ("Thunderful" eller "Bolaget"). Framställningen rör god sed på aktiemarknaden vid företagsövertagande genom en riktad emission.

[Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.]

FRAMSTÄLLNING

Av framställningen framgår i huvudsak följande.

Introduktion

Thunderful är ett svenskt publikt aktiebolag vars verksamhetsföremål är att som moderbolag leda och administrera verksamhet inom utveckling, förläggning och distribution av data- och TV-spel, distribution av andra produkter samt förvalta fast och lös egendom och bedriva därmed förenlig verksamhet. Thunderfuls aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm

First North Growth Market. Thunderfuls aktiekapital uppgår till 4 078 662,28 kronor och i bolaget finns 407 866 228 aktier. Alla aktier har lika röstvärde.

Atari SA, org.nr (SIREN) 341 699 106 ("Atari") innehar 333 333 334 aktier, motsvarande cirka 81,7 procent av utestående kapital och röster i Thunderful. Atari är ett franskt bolag som är verksamt inom TV-spelbranschen.

Bakgrund

Thunderful har under de senaste åren befunnit sig i en finansiellt ansträngd situation med hög skuldsättning och betydande negativt kassaflöde. Mot denna bakgrund har Thunderful genomfört ett omfattande kostnadsbesparingsprogram med bland annat avyttringar och personalreducering. De vidtagna åtgärderna kan sammanfattas enligt följande.

- Den 17 januari 2024 offentliggjordes ett omstruktureringsprogram inriktat på att sänka kostnadsbasen och fokusera på strategiska tillgångar. Programmet syftade till årliga kostnadsminskningar om 90–110 miljoner kronor.
- Den 21 maj 2024 offentliggjordes, och den 28 juni 2024 fullbordades, avyttringen av distributionsverksamheterna AMO Toys AB, Bergsala Aktiebolag, Thunderful 1 AB samt servicebolaget Thunderful Solutions AB till Bergsala NDP AB för en köpeskilling om 643 miljoner kronor. Genom transaktionen blev Thunderful ett renodlat spelbolag med fokus på spelpublicering och spelutveckling.
- Den 29 juli 2025 offentliggjordes ytterligare omstruktureringar för att skyndsamt minska kostnadsbasen. Åtgärderna beräknades medföra kostnadsbesparingar om 6-8 miljoner kronor under andra halvåret 2025 och 40-45 miljoner kronor helåret 2026.
- Samma dag, den 29 juli 2025, beslutade styrelsen om en riktad nyemission om cirka 50 miljoner kronor till Atari. Inför beslutet om den riktade emissionen hade styrelsen noggrant utvärderat alternativa finansieringslösningar, däribland avyttring av tillgångar samt genomförande av en företrädesemission. Efter en samlad bedömning konstaterade styrelsen att förutsättningar saknades för att realisera dessa alternativ, varför den riktade emissionen till Atari var den enda genomförbara åtgärden för att säkerställa Bolagets fortsatta finansiering. Emissionen godkändes av extra bolagsstämma den 28 augusti och genomfördes under tredje kvartalet 2025, varigenom 333 333 334 aktier emitterades till Atari till en teckningskurs om 0,15 kronor per aktie. I samband

därmed beviljade Danske Bank en förlängning av Thunderfuls rörelse kredit om 10,5 MEUR med initialt förfall den 31 december 2025. Förlängningen innebar att 8,0 MEUR fick behållas, att krediten därefter reduceras med 1,0 MEUR den sista bankdagen i mars respektive juni 2026 samt att återstående belopp förfaller den 30 september 2026. Kreditförlängningen var villkorad av att nämnda emission genomfördes. Inför emissionen beviljades Atari dispens från budplikt (AMN 2025:37).

Ovan nämnda omstruktureringar och refinansieringar har inte lyckats vända den finansiella utvecklingen på lång sikt. Den senaste delårsrapporten för tredje kvartalet 2025, som offentliggjordes den 13 november 2025, visar ett fortsatt negativt resultat, nedskrivningar av immateriella anläggningstillgångar om 267,8 MSEK och en betydligt försvagad balansräkning. Rörelseresultatet för perioden uppgick till –288,2 miljoner kronor och kassaflödet från den löpande verksamheten till –0,8 MSEK. Likvida medel inklusive utnyttjade kreditfaciliteter uppgick per den 30 september 2025 till 28,6 MSEK. Per den 30 september 2025 uppgick eget kapital till 198 miljoner kronor, att jämföra med 1 051 miljoner kronor året innan. Bolagets revisor har i sin granskningsrapport i delårsrapporten för tredje kvartalet 2025 uppmärksammat väsentliga osäkerhetsfaktorer avseende antagandet om fortsatt drift. Revisorns granskningsrapport bifogas (*utesluten här*).

Vidare beslutade styrelsen den 24 november 2025 att initiera ett omstruktureringsprogram inom co-development-verksamheten för att anpassa kostnadsbasen till den nuvarande kontrakterade intäktsnivån till följd av mer utmanande marknadsförutsättningar. Programmet bedöms medföra personalneddragningar om cirka 50-60 tjänster samt kostnadsbesparingar om 10-12 miljoner kronor under första halvåret 2026 och 25-30 miljoner kronor under helåret 2026.

Styrelsen har konstaterat att Bolaget saknar tillräckligt rörelsekapital för att trygga verksamheten de kommande tolv månaderna och att det utan ett snabbt och säkert kapitaltillskott föreligger en betydande risk för obestånd. Styrelsen bedömer att tillgängliga likvida medel endast räcker till att finansiera verksamheten fram till mars 2026. Mot denna bakgrund har styrelsen undersökt alternativa lösningar för att säkra tillräckligt kapital och Bolagets överlevnad under de kommande månaderna.

Transaktionen i korthet

Thunderfuls majoritetsägare Atari har uttryckt intresse för att på nytt investera i Thunderful. Ataris förslag innebär i sammandrag följande.

- Styrelsen i Thunderful beslutar, under förutsättning av godkännande av en efterföljande extra bolagsstämma, om en kontant nyemission varigenom Bolaget tillförs totalt cirka 35 miljoner kronor före avdrag för emissionskostnader ("Nyemissionen").
- Nyemissionen omfattar 350 000 000 aktier, motsvarande cirka 86 procent av totalt antal utestående aktier före emissionen. Teckningskursen i emissionen är 0,10 kronor.
- Nyemissionen riktas till Atari som ovillkorligt och oåterkalleligt förbinder sig att teckna samtliga aktier i emissionen.
- Efter Nyemissionen kommer Atari att inneha cirka 90,2 procent av det totala antalet aktier och röster i Thunderful. Atari kommer, förutsatt att emissionen genomförs i erforderlig ordning, ovillkorligt och oåterkalleligt att, i enlighet med punkten III.5 i Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar att påkalla tvångsinlösen enligt 22 kap. aktiebolagslagen (2005:551) av minoritetsaktierna med ett yrkande om ett lösenbelopp om 0,27 kronor per aktie ("Inlösenförfarandet"). Lösenbeloppet motsvarar en premie om cirka 30 procent jämfört med stängningskursen om 0,21 kronor för Thunderfuls aktier den 27 november 2025 och en premie om cirka 80 procent jämfört med det pris per aktie som Atari erlade i den riktade emission som beslutades den 29 juli 2025.
- Efter Nyemissionen kommer Atari begära att styrelsen i Thunderful ansöker om avnotering av Thunderfuls aktier från Nasdaq First North Growth Market.
- Samtidigt som aktierna i Thunderful avnoteras från Nasdaq First North Growth Market avser Atari lämna ett erbjudande till minoritetsaktieägarna i Thunderful, i vilket Atari erbjuder sig att förvärva deras aktier till ett pris per aktie motsvarande det lösenbelopp som Atari kommer att yrka i Inlösenförfarandet.
- Aktieägarna kommer inför den extra bolagsstämman att ha erhållit information i enlighet med ovan.

Styrelsens överväganden

Styrelsen har undersökt och utvärderat alternativa möjligheter att tillföra Thunderful kapital, inklusive att genomföra en företrädesemission. I samband därmed har styrelsen varit i kontakt med Bolagets större aktieägare. I dialog med dessa har det konstaterats att, bortsett från Atari, saknar övriga större aktieägare förmåga eller intresse att delta i eller säkerställa en företrädesemission i tillräcklig omfattning. Styrelsens slutsats är att det inte finns förutsättningar att genomföra en företrädesemission till ett belopp om minst 35 miljoner kronor i avsaknad av tecknings- och garantiåtaganden.

Om Atari, vid en eventuell företrädesemission, skulle garantera hela emissionen skulle ett sådant garantiåtagande med stor sannolikhet leda till att Atari uppnår en ägarandel över 90 procent. Vidare är det inte orimligt att anta att Atari skulle begära marknadsmässig ersättning för att lämna ett sådant garantiåtagande, en kostnad som för Thunderful skulle vara betydande givet dess ekonomiska situation. Mot denna bakgrund har styrelsen bedömt att en tidskrävande och kostsam företrädesemission inte är motiverad, särskilt som utfallet av en sådan emission med stor sannolikhet ändå skulle resultera i att Atari uppnådde en ägarandel om minst 90 procent med efterföljande skyldighet att förvärva minoritetsaktier genom ett inlösenförfarande. Därtill skulle en tidskrävande företrädesemission, med hänsyn till Bolagets nuvarande finansiella situation, inte tillgodose Bolagets kortsiktiga finansieringsbehov och en sådan emission skulle behöva genomföras med en betydande rabatt.

Sammantaget bedömer styrelsen att Thunderful – efter avyttringar, omstruktureringar, kostnadsbesparingar, kreditförlängning och tidigare genomförd riktad emission till Atari – i allt väsentligt har uttömt tillgängliga handlingsalternativ. Styrelsen bedömer således att Nyemissionen är det enda realistiska alternativet för att säkra Bolagets överlevnad och att emissionen därmed är i Bolagets och samtliga aktieägares bästa intresse. Genom det erbjudande som Atari avser att lämna till minoritetsaktieägarna efter det att Thunderful har avnoterats från Nasdaq First North Growth Market, tillsammans med Inlösenförfarandet, kommer även övriga aktieägare att få en möjlighet att avyttra sina aktier till Atari. Om Nyemissionen inte genomförs föreligger en påtaglig risk att Thunderful hamnar på obestånd i närtid, varvid aktieägarna riskerar att förlora hela sitt investerade kapital och därmed också gå miste om det erbjudande som Atari avser att lämna efter avnoteringen av Thunderful eller det lösenbelopp som skulle utgå inom ramen för Inlösenförfarandet.

Genomförandet av Nyemissionen förutsätter godkännande av en extra bolagsstämma med minst två tredjedelars majoritet av såväl de vid stämman avgivna rösterna som företrädde aktierna. Kallelse till en sådan extra bolagsstämma kommer att utfärdas minst två veckor före stämman eller, om en ny bolagsordning ska antas, minst fyra veckor före stämman. Aktieägarna kommer inför den extra bolagsstämman erhålla erforderligt underlag och information om Nyemissionen och styrelsens överväganden. Atari avser att delta på och rösta för beslutet om Nyemissionen på den extra bolagsstämman.

Styrelseledamöter som är jäviga i frågan har inte deltagit, och kommer inte heller framöver att delta, i beredningen av eller beslutet om Nyemissionen, inklusive förhandlingar om teckningskursen.

Teckningskursen om 0,10 kronor har fastställts genom förhandlingar på armlängds avstånd mellan Atari och Bolaget. Ataris representanter i Bolagets styrelse har inte deltagit i förhandlingarna. Vid bestämmandet av teckningskursen har styrelsen gjort en samlad bedömning av Bolagets finansiella ställning, rådande marknadsförutsättningar samt handeln i Bolagets aktier. Styrelsen konstaterar att handeln i aktien präglas av begränsad likviditet, låg daglig omsättning och ett avtagande intresse. Teckningskursen bör även ses mot bakgrund av Bolagets och aktiens historiska utveckling. Vidare har styrelsen beaktat Bolagets ansträngda finansiella situation, innefattande hög skuldsättning, svag likviditet, negativt rörelseresultat och bristande lönsamhet. Mot denna bakgrund har teckningskursen satts med en, enligt styrelsens bedömning, marknadsmässig rabatt i förhållande till aktuell aktiekurs, i syfte att på marknadsmässiga villkor säkerställa transaktionens genomförbarhet.

Den nu aktuella rabatten om cirka 50 procent kan jämföras med den rabatt om cirka 75 procent som tillämpades vid den riktade emissionen till Atari den 29 juli 2025. Därtill har styrelsen noterat att Atari inom ramen för Inlösenförfarandet har åtagit sig att erbjuda en premie om cirka 30 procent jämfört med stängningskursen den 27 november 2025, vilket ytterligare talar för att transaktionen som helhet är skälig.

Styrelsen har därutöver beaktat behovet av en snabb och kostnadseffektiv kapitalanskaffning för att hantera den förhöjda finansiella risken och undvika en betydande risk för obestånd. Styrelsen anser att genomförandet av Nyemissionen är det enda realistiska alternativet för att säkra Bolagets fortsatta drift. Sammantaget bedömer styrelsen att den föreslagna Nyemis-

sionen ligger i samtliga aktieägares bästa intresse och att teckningskursen är marknadsmässig.

Hemställan

Thunderful hemställer, mot bakgrund av ovanstående, att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida ett styrelsebeslut att föreslå en extra bolagsstämma att godkänna Nyemissionen, samt övriga åtgärder såsom beskrivits ovan, skulle vara förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden. I förekommande fall hemställs vidare om vägledning avseende eventuella ytterligare åtgärder, villkor eller informationspunkter som bör beaktas för att säkerställa att emissionen genomförs i överensstämmelse med god sed.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige eller som handlas på någon av handelsplattformarna Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME eller Spotlight Stock Market, eller av en aktieägare i ett sådant bolag och som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett sådant bolag, kan bli föremål för nämndens bedömning. Framställningen gäller en sådan åtgärd.

Nämnden gör följande bedömning.

I aktiebolagslagen finns bestämmelser om ökning av aktiekapitalet genom nyemission, däribland s.k. riktade emissioner. Det ankommer inte på nämnden att tolka dessa regler.

Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om riktade kontantemissioner ger uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid riktade emissioner i svenska bolag med aktier upptagna till handel på en svensk reglerad marknad. De ska också följas av svenska bolag vars aktier, efter ansökan av bolaget, handlas på någon av handelsplattformarna Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME eller Spotlight Stock Market. Enligt reglerna är det från synpunkten av god sed på aktiemarknaden normalt godtagbart att nyemissioner genomförs med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt om det utifrån omständigheterna i det

enskilda fallet på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten. Skäl till en sådan avvikelse kan enligt reglerna exempelvis vara att en företrädesemission riskerar att inte fulltecknas, kostnaderna för förfarandet (inklusive eventuella emissionsgarantier), tidsaspekten (inklusive exponeringen mot kurssvängningar på aktiemarknaden), att emissionen utgör en integrerad del i en transaktion, t.ex. ett förvärv eller samarbetsavtal, eller önskan att i bolagets intresse få in en eller flera nya aktieägare, t.ex. som bas för framtida kapitalanskaffningar eller aktieägarnas intresse att förbättra likviditeten i aktien.

Nämnden finner, med utgångspunkt i vad som i framställningen anförs om Thunderfuls ansträngda ekonomiska situation, inte några skäl att från synpunkten av god sed ifrågasätta motiven för Nyemissionen.

Det ankommer på Thunderfuls styrelse att tillse att emissionsvillkoren, däribland emissionskursen, fastställs på ett sådant sätt att marknadsmässighet säkerställs. Vad som i Thunderfuls fall är marknadsmässigt måste bedömas i ljuset av bl.a. bolagets ekonomiska situation, storleken på emissionen och övriga delar av uppgörelsen, nämligen aktietecknarens åtagande att begära tvångsinlösen med ett yrkande om ett inlösenpris väsentligt högre än börskursen och avsikt att efter det att aktierna i bolaget har avnoterats lämna ett erbjudande att till samma pris förvärva minoritetsägarnas aktier. Med dessa utgångspunkter har nämnden från synpunkten av god sed på aktiemarknaden inget att erinra mot villkoren i Nyemissionen.

Den planerade uppgörelsen bör också bedömas mot bakgrund av Aktiemarknadens självregleringskommittés takeover-regler för vissa handelsplattformar, som i avsnitt VI innehåller vissa särskilda bestämmelser om övertaganden av målbolag bl.a. genom bolagsstämmobeslutade fusionsförfaranden. I ett mycket likartat fall år 2015 (AMN 2015:18) prövade nämnden om det kunde anses förenligt med god sed att, utan iakttagande av vad som föreskrivs i dessa bestämmelser, ett övertagande av ett bolag genomförs så att målbolaget, efter beslut av bolagsstämman, gör en så exceptionellt utspäddande riktad emission till det övertagande bolaget att detta uppnår ett aktieinnehav om mer än 90 procent i bolaget, varefter aktietecknaren begär tvångsinlösen av aktierna i bolaget och, efter avnotering av aktierna, lämnar ett erbjudande om att förvärva samtliga aktier. Nämnden uttalade att svaret på den frågan under normala omständigheter är nekande men att frågan i det då aktuella fallet måste besvaras med beaktande av bolagets ekonomiska situation och övriga delar av den uppgörelse som det då var fråga om,

där samtliga aktieägare skulle få ett erbjudande att sälja sina aktier till aktietecknaren till ett väsentligt högre pris än börskursen. Den som inte vill sälja sina aktier kommer, konstaterade nämnden, att kunna argumentera för ett högre pris inom ramen för tvångsinlösenförfarandet. För den enskilde aktieägaren skulle enligt nämnden den ekonomiska situationen därmed bli densamma som om ett uppköpserbjudande lämnats utan att föregås av emissionen.

Sammantaget fann nämnden i det fallet inte skäl att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ifrågasätta den planerade uppgörelsen. Nämnden underströk dock vikten av att aktieägarna inför beslut på bolagsstämman om den riktade emissionen fick tydlig information om hela uppgörelsen och var garanterade att emissionen verkligen följdes av det i framställningen beskrivna inlösenförfarandet till det däri angivna priset. Om så inte skulle bli fallet, skulle det planerade förfarandet strida mot god sed på aktiemarknaden.

I linje med 2015 års uttalande finner nämnden i det nu aktuella fallet att ett styrelsebeslut att föreslå en extra bolagsstämma att godkänna Nyemissionen, samt övriga åtgärder som beskrivs i framställningen, som utgångspunkt skulle vara förenliga med god sed på aktiemarknaden. En skillnad i förhållande till det tidigare ärendet är emellertid att det i det nu aktuella fallet inte handlar om en emission till en utomstående investerare utan om en emission till en aktieägare i Thunderful. I fusionsreglerna i avsnitt VI föreskrivs – med förebild i aktiebolagslagens fusionsregler (23 kap. 17 §) – att vid beslut om fusionen på bolagsstämma i målbolaget, ska aktier som innehas av det övertagande bolaget inte beaktas. I linje därmed kräver enligt nämndens mening god sed på aktiemarknaden att man vid beslut om godkännande av Nyemissionen på bolagsstämma i Thunderful inte beaktar Ataris aktier.

Nämnden erinrar avslutningsvis om vad som i Aktiemarknadens självregleringskommittés regler om riktade kontantemissioner uttalas om information i samband med beslut om en sådan emission samt utfallet därav.

- - -

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Ramsay Brufer, Johan Danelius, Sofia Frändberg, Fredrik Palm, Carl-Johan Pousette och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog