

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2016:12

2016-04-28

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 18 april 2016 en framställning från Hannes Snellman Advokatbyrå på uppdrag av styrelsen för Industrial and Financial Systems, IFS Aktiebolag. Framställningen rör frågan om god sed vid avnotering av bolagets aktier från Nasdaq Stockholm. Nasdaq Stockholm AB har yttrat sig över framställningen.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

IFS har ett aktiekapital om 499 436 600 kronor fördelat på 24 971 830 aktier av serie A och serie B. IFS innehar 426 600 egna aktier. Aktierna i IFS är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm

IGT Holding IV AB ("IGT Holding") offentliggjorde den 30 november 2015 att IGT Holding förvärvat aktier motsvarande 68 procent av det totala antalet röster och 63 procent av det totala antalet aktier i IFS. Den 7 december 2015 offentliggjorde IGT Holding ett kontant budpliktsbud till aktieägarna i IFS om förvärv av samtliga aktier i bolaget för ett pris om 362,50 kronor per aktie.

Den 1 februari 2016 offentliggjordes ett flaggningsmeddelande av vilket framgick att Elliot

Capital Advisors L.P. ("Elliot") förvärvat 2 828 049 aktier i IFS motsvarande 11,325 procent av samtliga aktier i bolaget.

Efter avslutande av budpliktsbudet offentliggjorde IGT Holding den 9 februari 2016 att IGT Holding innehade 20 572 589 aktier i IFS, motsvarande 83,82 procent av det totala antalet aktier i bolaget (exklusive de 426 600 aktier som innehas av IFS).

IGT Holding och Elliot har från den 30 november 2015 tillsammans förvärvat aktier i IFS motsvarande cirka 96 procent av samtliga aktier i bolaget. Endast cirka fyra procent av de tidigare aktieägarna i bolaget kvarstår därmed.

Elliot's innehav i IFS motsvarar mer än en tiondel av samtliga aktier i bolaget. Vid bolagets årsstämma den 14 mars 2016 har Elliot föreslagit ärenden om minoritetsutdelning, särskild granskare och minoritetsrevisor samt röstat för nämnda förslag. Elliot röstade vid stämman även mot ansvarsfrihet för styrelsen och verkställande direktören.

Baserat på för IFS tillgänglig information ser den aktuella ägarstrukturen i IFS ut på följande sätt.

	<u>Antal aktier</u>	<u>% av totalt antal aktier i IFS (inklusive egna aktier)</u>	
IGT Holding	20 597 333	82,48	
Elliot		3 013 754	12,07
IFS innehav av egna aktier	426 600		1,71
Free float		934 143	3,74

Av IFS aktiebok per den 19 februari 2016 framgår att det finns 1 677 aktieägare i IFS (jämfört med 5 422 per utgången av november 2015), varav 973 aktieägare med ett innehav om minst 25 aktier (motsvarande ett värde om cirka 1 000 euro).

Nedan redovisas viss information om handeln i IFS-aktien på Nasdaq Stockholm.

	Tidsperiod		
	2 jan 2015 - 27 nov 2015 (före förvärv av aktier)	9 feb 2016 - 14 apr 2016 (efter offentliggörande av resultat från slutlig er- bjudandeperiod)	15 mar 2016 - 14 apr 2016 (senaste månaden)
IFS B			
Handelsvolym per dag (median)	14 502	2 130	1 355
Antal avslut per dag (median)	184	36	27
IFS A+B			
Handelsvolym per dag (median)	14 512	2 130	1 355
Antal avslut per dag (median)	185	37	27
Daglig handelsvolym % av antal utestående aktier (median)			
IFS A+B	0,06%	0,01%	0,01%
OMXS30 1:a kvartilen	0,21%	0,22%	0,22%
OMXS30 2:a kvartilen (median)	0,28%	0,29%	0,26%
OMXS30 3:e kvartilen	0,45%	0,38%	0,34%
OMXS30 4:e kvartilen (max)	3,33%	2,88%	1,95%

Källa: Nasdaq OMX, Bloomberg (2016-04-15)

Det noteras att den analytiker som täckte IFS före IGT Holdings förvärv i november 2015 av aktieposten i IFS har upphört att följa aktien. För närvarande är det alltså ingen analytiker som följer IFS-aktien.

Det noteras vidare att det inte längre finns några aktiva institutionella eller andra professionella aktieägare som kan stödja en tillförlitlig och fungerande prisbildningsmekanism i bolagets aktie.

Sammanfattningsvis kan konstateras att endast knappt fyra procent av aktierna i IFS är i allmän ägo, att den redan tidigare låga likviditeten i aktien efter budpliktsbudets avslutande har sjunkit till mycket låga nivåer, att bolaget saknar analytäckning samt att aktiva professionella ägare saknas. Dessa faktorer talar för att det inte finns förutsättningar för tillräcklig tillgång och efterfrågan på bolagets aktier i syfte att uppnå en fungerande prisbildningsmekanism. Varken Nasdaq Stockholms likviditetskrav för upptagande till handel på börsens reglerade marknad eller för notering på handelsplattformen First North är uppfyllda.

Nasdaq Stockholm har efter diskussion om huruvida IFS uppfyller gällande likviditetskrav som sin slutsats sammanfattningsvis förmedlat att Bolaget inte uppfyller likviditetskraven för en börsnotering, att eventuella åtgärder som börsen skulle kunna uppmana IFS att vidta för att åter uppfylla likviditetskraven inte förefaller stå i rimlig proportion till kostnaderna samt att bolaget inte heller uppfyller likviditetskraven för First North.

I AMN 2010:15 uttalade Aktiemarknadsnämnden 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 annan marknadsplats med ett utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna.

Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2014:33 från generella utgångspunkter behandlat frågor i anslutning till en ansökan om avnotering av aktierna i Cision. I sitt uttalande anger nämnden att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden Cisions styrelse bör, om bolaget väljer att vidhålla sin ansökan om avnotering från börsen, innan börsen fattar beslut i ärendet tillse att bolagets aktier efter sista noteringsdagen på börsen kan upptas till handel på någon annan marknadsplats. Aktiemarknadsnämnden konstaterar i uttalandet att såvitt nämnden förstår saken Cision uppfyller de krav som ställs för notering på andra marknadsplatser.

Då, i det nu aktuella fallet, spridningskraven inte är uppfyllda och fungerande förutsättningar för handel inte synes föreligga beträffande aktierna i IFS torde vad nämnden i AMN 2010:15 uttalade om fortsatt notering på en handelsplattform inte vara tillämpligt. Av samma skäl torde inte heller nämndens ovan redovisade slutsats i AMN 2014:33 vara tillämpligt.

När en fortsatt notering på en handelsplattform inte är aktuell uppkommer frågan om god sed kräver att IFS och/eller dess huvudägare IGT Holding vidtar åtgärder utöver vad som följer av aktiebolagslagens minoritetskyddsregler.

IFS noterar i detta sammanhang att Elliot är en minoritetsägare som med stöd av sitt innehav om cirka tolv procent såväl blockerar tvångsinlösen som, i enlighet med vad som redovisats ovan, aktivt bevakar minoritetens rättigheter.

Bl.a. av AMN 2014:33 framgår att en begäran om avnotering inte ska kunna uppfattas som en otillbörlig påtryckning på de ägare som inte accepterat det offentliga erbjudandet, att senare sälja till budgivaren. Det kan här anmärkas att IGT Holdings möjligheter att få till stånd tvångsinlösen inte kommer att förändras för det fall kvarvarande minoritetsägare (med undantag för Elliott) skulle överlåta sina aktier till IGT Holding, detsamma gäller IGT Holdings andra rättigheter enligt aktiebolagslagen.

IGT Holding har till IFS angett att man efter en avnotering avser att ge kvarvarande aktieägare möjlighet att sälja sina aktier till IGT Holding till ett pris motsvarande priset per aktie i budpliktsbudet.

Hemställan

Styrelsen i IFS utreder förutsättningarna för att ansöka om avnotering av bolagets aktier från börsen. En ansökan om avnotering kommer att övervägas endast under förutsättning att den är förenlig med god sed på aktiemarknaden. Styrelsen har ännu inte fattat något beslut om att ansöka om avnotering.

IFS hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida det skulle vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att, mot bakgrund av de förutsättningar som beskrivits ovan, ansöka om avnotering utan att tillse att bolagets aktier efter sista noteringsdagen på börsen upptas till handel på någon annan marknadsplats? Krävs det att IFS eller dess huvudägare IGT Holding efter avnoteringen vidtar ytterligare åtgärder till skydd för kvarvarande minoritetsaktieägare utöver de som följer av aktiebolagslagen samt anges ovan?

NASDAQ STOCKHOMS YTTRANDE

Nasdaq Stockholm AB har i ett yttrande över framställningen anfört följande.

Frågan om avnotering regleras genom dels lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, dels Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter ("Regelverket"), avsnitt 2.8. Därutöver ska bolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller noterade på en handelsplattform (MTF) iakttä god sed på den svenska värdepappersmarknaden i enlighet med Aktiemarknadsnämndens uttalanden.

Börserna saknar formellt stöd att avslå en ansökan om avnotering från Nasdaq Stockholm, tvärtom framgår av 15 kap. 11 § lagen om värdepappersmarknaden att avnotering från en reglerad marknad ska ske på begäran av den som begärt att instrumenten tagits upp till handel. Det

framgår även av Regelverket, punkten 2.8.1, att bolaget kan ansöka om avnotering och att börsern kommer att godkänna ansökan. Börsen förfogar dock över tiden till dess att avnotering ska ske. I fall där ansökan med beaktande av god sed bedöms osäker, förutsätter emellertid börsern, innan beslut om ansökan fattas, att det klargörs att ansökan inte strider mot god sed på den svenska värdepappersmarknaden.

Med beaktande av likviditetskraven i Regelverket, punkterna 2.3.9-2.3.12, noterar börsern följande beträffande IFS.

IFS har en free float, punkten 2.3.11, motsvarande 3,74 procent samt 973 kvalificerade aktieägare, punkten 2.3.10. Bolaget understiger således väsentligen det relativa kravet om att 25 procent aktierna ska finnas i allmän ägo men uppfyller kravet, enligt Börsens gällande praxis, på ett tillräckligt antal aktieägare.

När det gäller kravet på ett visst antal aktier i allmän ägo kan börsern godkänna en lägre andel än 25 procent om det bedöms att handeln trots allt kan fungera tillfredsställande och under förutsättning att ett stort antal aktier är i allmän ägo.

Börsen har per den 6 april 2016 tagit fram viss data för bedömning av den faktiska likviditeten i IFS aktie, bilaga 1 (utesluten här). Börsens konstaterar med beaktande av dessa data att likviditeten markant gått ned efter offentliggörandet av IGT Holdings uppköpserbjudande den 7 december 2015 avseende IFS, för att sedan gå ned ytterligare efter offentliggörandet av utfallet i budet den 9 februari 2016.

Börsen kan således konstatera dels att IFS inte uppfyller kraven på free float, dels att likviditeten i praktiken är bristfällig.

Det är börsens bedömning att sådana åtgärder som börsern skulle kunna uppmana IFS att vidta för att komma tillrätta med den bristande likviditeten, närmast vid hand en spridningsemission,

inte står i rimlig proportion till de kostnader som detta, direkt och indirekt, skulle kunna medföra för bolaget.

Avslutningsvis konstaterar börsen att IFS inte heller uppfyller likviditetskraven för en listning på First North varför bolaget inte heller, förutsatt en sådan ansökan från bolagets sida, skulle godkännas för en listning på First North.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden har i flera tidigare uttalanden berört frågor om avnotering av börsnoterade bolags aktier, se framför allt AMN 2014:33.

I enlighet med vad nämnden uttalade i AMN 2014:33 konstaterar nämnden inledningsvis att det är börsens sak att avgöra huruvida ett börsnoterat bolag uppfyller börsens spridningskrav och att det likaledes är börsen som beslutar hur ett bolags ansökan om avnotering ska hanteras. Nämnden noterar att det av börsens yttrande framgår att IFS varken uppfyller kraven för fortsatt notering på Nasdaq Stockholms huvudmarknad eller för listning på First North. Vad nämnden prövar i sammanhanget är vad ett bolag vid överväganden om att begära avnotering av bolagets aktier bör iaktta från synpunkten av god sed.

I det perspektivet bör enligt nämndens mening frågan om avnotering bedömas inte med utgångspunkt endast i de spridningskrav som gäller för upptagande till handel vid börsen. IFS har ett relativt stort antal aktieägare med icke obetydliga innehav var för sig och ett sammanlagt innehav som till nuvarande börskurs har ett marknadsvärde på flera hundra miljoner kronor. Enligt nämndens mening skulle en avnotering från börsen utan notering på en annan reglerad marknad eller en handelsplattform i flera hänseenden innebära försämringar för dessa aktieägare. Det gäller dels möjligheten till handel i aktierna, dels skyddsmekanismer i form av regler och krav på iakttagande av god sed på aktiemarknaden (jfr AMN 2014:33).

Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden bör IFS därför, om så inte redan skett,

innan ansökan om avnotering ges in undersöka om bolagets aktier efter sista noteringsdagen på Nasdaq Stockholm kan upptas till handel på någon annan reglerad marknad eller listas på någon handelsplattform, i Sverige. God sed på aktiemarknaden kan därvid inte anses kräva att IFS vidtar aktiespridningsåtgärder för att uppfylla de noteringskrav som dessa marknadsplatser uppställer.

Inför ett byte till en marknadsplats med regler som inte är identiska med de som gäller på Nasdaq Stockholms huvudmarknad bör IFS i relevant sammandrag upplysa marknaden om de delvis andra aktiemarknadsrättsliga regler som kommer att gälla. Härutöver följer inte från synpunkten av god sed någon skyldighet för IFS eller dess huvudägare att efter avnoteringen vidta ytterligare åtgärder till skydd för kvarvarande minoritetsaktieägare.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Mats Andersson, Carina Bergfelt, Johan Flodström, Ann-Christine Lindeblad, Robert Ohlsson, Erik Sjöman och Klas Tollstadius.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

/Rolf Skog