

Kendelse af 15. august 2016 (J.nr. 2016-2340).

Ikke grundlag for at tilsidesætte de skøn som fondsbørsen har lagt til grund for fondsbørsens afgørelse om at imødekomme B A/S' anmodning om afnotering og sletning fra handel.

Værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, og bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 om betingelserne for officiel notering af værdipapirer § 14, stk. 2.

(Finn L. Meyer, Arne Nabe Poulsen, Susanne Nielsen, Lone Møller og Jan Uffe Rasmussen)

Advokat A klagede den 17. marts 2016 på vegne af K, der er minoritetsaktionær i B A/S til Erhvervsankenævnet over, ”at ...[fondsbørsen] den 24. februar 2016 har imødekommet en ansøgning fra B A/S om sletning fra notering”.

Ankenævnet har den 19. april 2016 tillagt klagen opsættende virkning.

Sagens omstændigheder:

...[fondsbørsen] ... har ved beslutninger af 24. februar 2016 taget en anmodning fra B A/S om sletning fra handel til følge og imødekommet selskabets anmodning om sletning fra officiel notering.

I ...[fondsbørsen]s beslutning af 24. februar 2016 om sletning fra handel hedder det:

”B A/S – anmodning om sletning fra handel

...[fondsbørsen] har den 4. december 2015 via advokat C, D [advokatfirma] modtaget anmodning om sletning af B A/S's aktier fra handel og officiel notering på ...[fondsbørsen].

Via datterselskabet E A/S fremsatte F K/S den 10. juli 2015 et frivilligt købstilbud til aktionærerne i B A/S (selskabet) med en tilbudspris på 34 kr. pr. aktie. F K/S' frivillige tilbud blev den 7. august 2015 forhøjet til 40 kr. pr. aktie og den 21. august 2015 meddelte F K/S, at man som følge af at man havde opnået kontrol med selskabet, ville fremsætte et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i selskabet på 40 kr. pr. aktie. Det pligtmæssige tilbud blev afsluttet og meddelelsen om det endelige resultat blev offentliggjort den 23. september 2015. F K/S ejede herefter 78,90 % af kapitalen og stemmerettighederne i selskabet (svarende til 80,07 % efter fradrag af B A/Ss beholdning af egne aktier).

I anmodningen anføres det som rationale for sletningen bl.a., at selskabet ikke har planer om at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen], hvorfor

selskabet ikke har behov for børsnoteringen. Det anføres videre at de årlige omkostninger på ca. 2 mio. kr., der er forbundet med børsnoteringen, derfor efter bestyrelsens opfattelse er unødige og overstiger de fordele, som en børsplatform giver enkeltinvestorer.

Efter ... [fondsbørsen]s opfattelse er dette udsagn ikke repræsentativt for enkeltinvestorerne, hvilket underbygges af de mange indsigelser og modstanden fra aktionærerne mod sletningen. Det er endvidere ... [fondsbørsen]s vurdering, at den årlige omkostning ved at være børsnoteret er en mindre post i et selskab som B A/S, der ikke er et nødlidende selskab.

Generalforsamling

På selskabets ekstraordinære generalforsamling, afholdt den 22. oktober 2015 havde F K/S stillet forslag om sletning af selskabet, og dette forslag blev vedtaget med 86,84 pct. af de afgivne stemmer.

92,28 % af selskabets aktiekapital og stemmer var repræsenteret på generalforsamlingen. 73 aktionærer var fysisk tilstede, 2 aktionærer havde udfyldt afkrydsningsfuldmagt og 163 aktionærer havde afgivet brevstemme. I alt deltog således 238 aktionærer svarende til 17,6 % af samtlige navnenoterede aktionærer (1.347) i generalforsamlingen.

For forslaget om sletning stemte 5 aktionærer, der repræsenterede 11.185.900 stemmer, svarende til 86,84 % af det samlede antal afgivne stemmer. 228 aktionærer, der repræsenterede 1.693.699 stemmer, stemte imod forslaget, svarende til 13,15 % af det samlede antal afgivne stemmer. 5 aktionærer, der repræsenterede 1310 stemmer, stemte blankt, svarende til 0,01 % af det samlede antal afgivne stemmer.

I forbindelse med behandlingen af forslaget var der indlæg fra flere aktionærer. 9 minoritetsaktionærer talte imod en sletning af selskabet på generalforsamlingen.

Aktionærstruktur

Det er oplyst, at selskabet pr. 9. november 2015 havde 1.302 navnenoterede aktionærer.

F K/S ejer i alt 11.176.947 aktier i selskabet, svarende til 78,90 % af det samlede antal aktier (80,07 % efter fradrag af egne aktier).

Selskabet har derudover en anden storaktionær der, efter det oplyste, pr. 20. oktober 2015 ejede 6,15 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

Selskabets egenbeholdning af aktier udgør 207.450 aktier, svarende til 1,46 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

Omsætning og likviditet

... [fondsbørsen] har analyseret omsætningen i selskabets aktie i perioden fra primo 2014 og frem. Den gennemsnitlige daglige omsætning i 2014 var 263.215 kr. og 12.708 aktier, mens den gennemsnitlige daglige omsætning i

første halvår af 2015 steg til 727.581 kr. og 26.273 aktier. I første halvår af 2015 offentliggjorde selskabet det første positive resultat i en årrække samt offentliggjorde to meddelelser om opjusteringer. Efter udløbet af tilbudsperioden, fra september 2015 til og med januar 2016 har den gennemsnitlige daglige omsætning været 660.782 kr. og 12.166 aktier.

Selskabet bemærker i forbindelse med anmodningen om sletning, at B A/S ikke længere opfylder spredningskravet i ... [fondsbørsen]s regelsæt, idet de ca. 80 % af B A/Ss aktier, der besiddes af F K/S, i fremtiden ikke vil være en del af free float. Hvis også den anden storaktionærs aktier og selskabets egne aktier fratrækkes, vil der være et free float i aktien på under 15 %.

... [fondsbørsen] skal hertil bemærke, at opgørelsen af free float i henhold til ... [fondsbørsen]s regelsæt (punkt 2.3.7) tager udgangspunkt i, at 25 % af aktierne inden for samme klasse er fordelt i offentligheden. I denne sammenhæng betyder "offentligheden" en person, som direkte eller indirekte ejer mindre end 10 % af selskabets aktier eller stemmerettigheder. I henhold til denne definition er free float i selskabet 21,10 % (og 19,64 % hvis selskabets egne aktier også fraregnes). Dette er ikke en så lille free float, at selskabet ikke ville kunne opretholde sin notering på ...[fondsbørsen]. Endvidere bemærkes, at der været en tilgang i antallet af aktionærer siden F K/S' fremsættelse af købstilbud.

Retligt grundlag

Det fremgår af punkt 2.9 i Regler for udstedere af aktier på ...[fondsbørsen], at ... [fondsbørsen] i overensstemmelse med § 25 i Lov om værdipapirhandel kan træffe afgørelse om sletning fra handel.

Det fremgår af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, at fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, anmodning om sletning fra handelen, skal operatøren af det regulerede marked tage anmodningen til følge. Sletning kan dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Såfremt ... [fondsbørsen] finder, at en sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, vil ... [fondsbørsen] skulle tage stilling til, om skadesvirkningerne kan imødegås ved opstilling af konkrete betingelser, der skal opfyldes af selskabet, for at en sletning kan gennemføres.

Såfremt ... [fondsbørsen] finder, at en sletning vil være til *væsentlig* skade, vil ... [fondsbørsen] ikke kunne imødekomme anmodningen om sletning.

Såfremt ... [fondsbørsen] finder, at en sletning ikke vil være til skade for hensynet til investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion, vil en sletning kunne ske uden opstilling af yderligere betingelser fra ... [fondsbørsen]s side.

Vurdering

På baggrund af den information ... [fondsbørsen] har modtaget og gennemgået, er det ... [fondsbørsen]s vurdering, at der ikke er fremkommet indsigelser eller er andre forhold der taler væsentligt imod en sletning af selskabet. Herunder er det ... [fondsbørsen]s vurdering, at den usikkerhed, der har været rejst omkring selskabets værdi, hvilket er understreget af den seneste tids kursudvikling, ikke er tilstrækkeligt underbygget til at kunne konkludere, at F K/S har opnået urimelige fordele på bekostning af de øvrige aktionærer eller selskabet. Endvidere er det vurderingen, at der – trods den store modstand fra en række minoritetsaktionærer, ikke er fremkommet forhold, som taler væsentligt imod, at ... [fondsbørsen] skal imødekomme anmodning om sletning af selskabet. Hovedparten af indsigelserne mod en sletning drejer sig om, at selskabet efter en sletning ikke længere vil være underlagt en oplysningspligt, ligesom der ikke længere vil være en handelsplads, hvor aktien kan omsættes. Ingen af disse indvendinger kan imidlertid statuere en væsentlig skade for investorerne, alene af den årsag, at det således aldrig ville være muligt for et selskab at blive slettet fra handel.

... [fondsbørsen] har dog noteret sig, at minoritetsaktionærerne har været meget aktive og er fremkommet med forskellige indsigelser mod at selskabet slettes fra handel. ... [fondsbørsen] har generelt forståelse for minoritetsaktionærernes synspunkter i denne henseende, og herunder den frustration og usikkerhed som hele forløbet har medført for markedet.

... [fondsbørsen] lægger således til grund

- at F K/S har fremsat såvel et frivilligt som et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i selskabet,
- at bestyrelsen i selskabet til brug for sin vurdering af det oprindelige købstilbud indhentede en fairness opinion (...),
- at bestyrelsen har anbefalet aktionærerne, at tage imod tilbuddet af 24. august 2015,
- at bestyrelsen støtter F K/S' ønske om sletning af selskabets aktier,
- at aktionærerne i selskabet har haft et tilstrækkeligt grundlag til på generalforsamlingen at kunne træffe beslutning om forslaget om sletning af selskabet fra handel på ...[fondsbørsen],
- at aktionærerne i selskabet i en lang periode har haft mulighed for at sælge deres aktier velvidende, at selskabet ville blive søgt slettet fra handel på ...[fondsbørsen] – endda til en kurs der var højere end tilbudskursen,
- at minoritetsaktionærerne har været særdeles aktive i forhold til spørgsmålet om sletning fra handel ved deltagelse på generalforsamling og ved frembringelse af indsigelser, men at det er ... [fondsbørsen]s vurdering, at der ikke er fremkommet indsigelser eller er andre forhold, der taler for at en sletning af selskabet vil resultere i væsentlig skade,
- at der er en tilstrækkelig likviditet i aktien til at kunne opretholde optagelse til handel, hvorfor denne del af selskabets argumentation ikke indgår i vurderingen,
- at aktionærerne igennem både et frivilligt og pligtmæssigt tilbud er blevet tilbudt en pris i overensstemmelse med lovgivningens krav til

overtagelsestilbud, og at aktionærerne er blevet tilbudt en tilbuds-kurspræmie på 23,1 % i forhold til lukkekursen den 2. juli 2015,

- at der ved ... [fondsbørsen]s afgørelse om sletning ikke bør tages et særligt hensyn til aktionærer, der har erhvervet aktien i perioden efter fremsættelsen af det pligtmæssige tilbud,
- at de aktionærer, der har erhvervet aktien i perioden mellem fremsættelsen af det frivillige tilbud den 10. juli og indtil det pligtmæssige tilbud den 21. august, har været vidende om, at der var en betydelig risiko for, at F K/S ville opnå en tilstrækkelig høj andel af aktierne til at kunne træffe en selskabsretlig beslutning om at anmode om sletning,
- at den kursudvikling, der har været i aktien efter udløbet af købstilbuddet ikke umiddelbart kan forklares med baggrund i de oplysninger, der er offentliggjort fra selskabet,
- at der efter selskabets opfattelse ikke er manglende kursrelevante oplysninger i markedet, jf. brev af 4. februar 2016 fra selskabets bestyrelsesformand,
- at der ikke er et tilstrækkeligt grundlag for at konkludere, at F K/S opnår en urimelig fordel ved sletningen af selskabet.

I situationer, hvor der imidlertid er sandsynlighed for, at en sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, selvom der ikke er tale om væsentlig skade, kan ... [fondsbørsen] fastsætte betingelser for at afhjælpe denne skade. I sådanne tilfælde kan ... [fondsbørsen] eksempelvis kræve, at selskabet sikrer, at aktionærerne kan afhænde deres aktier, indtil selskabet bliver slettet fra handlen på ... [fondsbørsen] ved at tilbyde at købe de udestående aktier. De resterende aktionærer vil således have mulighed for at afhænde deres aktier velvidende, at selskabet vil blive slettet fra handel på ...[fondsbørsen] på baggrund af ... [fondsbørsen]s imødekomme af selskabets anmodning om sletning fra handel. ... [fondsbørsen] finder ikke anledning til at fravige denne praksis i den konkrete sag.

Afgørelse

... [fondsbørsen] imødekommer hermed anmodningen om sletning fra handel af B A/S under forudsætning af, at selskabet sikrer, at der fremsættes et købstilbud på vilkår svarende til det af F K/S tidligere fremsatte pligtmæssige købstilbud, medmindre lovgivningen foreskriver en højere kurs. Dette kan evt. opfyldes ved, at F K/S i perioden frem til sletning ligger en stående købsordre i markedet, forudsat at dette ikke er i strid med kapitel 10 i lov om værdipapirhandel.

Selskabet skal offentliggøre en meddelelse om ... [fondsbørsen]s afgørelse og ... [fondsbørsen] finder det væsentligt, at meddelelsen særligt fremhæver følgende forhold:

- at selskabets anmodning om sletning er blevet imødekommet af ... [fondsbørsen] under forudsætning af fremsættelse af et fornyet købstilbud eller en stående købsordre,
- at selskabet efter udløb af tilbudsperioden således vil blive slettet fra handel,

- at en aktionær kan vælge at fortsætte som aktionær i det unoterede selskab,
- at det af et nyt tilbudsdokument klart skal fremgå, hvilke konsekvenser den efterfølgende sletning fra handel vil have for selskabets oplysningsforpligtelser og omsætteligheden af selskabets aktie.

Selskabet skal endvidere gøre aktionærerne opmærksomme på sletningen, når der fremadrettet offentliggøres meddelelser fra selskabet.

... [fondsbørsen] vurderer, at sletningen af selskabet kan tage effekt minimum 6 uger efter ... [fondsbørsen]s offentliggørelse af meddelelse om sletningen, således at sidste handelsdag er den 8. april 2016.

...

Den af ...[fondsbørsen] truffe beslutning af 24. februar 2016 om B A/S' sletning fra officiel notering har følgende ordlyd:

”B A/S – anmodning om sletning fra officiel notering

...[fondsbørsen] har den 4. december 2015 via advokat C, D modtaget anmodning om sletning af B A/Ss aktier fra handel og officiel notering på ...[fondsbørsen].

... [fondsbørsen] har ved brev af 24. februar 2016 imødekommet B A/Ss anmodning om sletning fra handel under visse nærmere opstillede forudsætninger.

B A/S er imidlertid optaget til såvel handel som *officiel notering* på ...[fondsbørsen] og betingelserne for officiel notering er fastsat i bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 (”betingelsesbekendtgørelsen”).

Det følger af betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2, at hvis en udsteder af værdipapirer fremsætter anmodning om ophævelse af en officiel notering, skal anmodningen tages til følge, medmindre [Finanstilsynet] finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

Finanstilsynets kompetence er, jf. § 1 i bekendtgørelse nr. 1214 af 12. oktober 2007 om delegation af beføjelser til OMX Den Nordiske Børs København, delegeret til ... [fondsbørsen].

... [fondsbørsen] har ved imødekommelsen af sletningen fra handel lagt til grund:

- at F K/S har fremsat såvel et frivilligt som et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i selskabet,
- at bestyrelsen i selskabet til brug for sin vurdering af det oprindelige købstilbud indhentede en fairness opinion fra ...,

- at bestyrelsen har anbefalet aktionærerne, at tage imod tilbuddet af 24. august 2015,
- at bestyrelsen støtter F K/S' ønske om sletning af selskabets aktier,
- at aktionærerne i selskabet har haft et tilstrækkeligt grundlag til på generalforsamlingen at kunne træffe beslutning om forslaget om sletning af selskabet fra handel på ...[fondsbørsen],
- at aktionærerne i selskabet i en lang periode har haft mulighed for at sælge deres aktier velvidende, at selskabet ville blive søgt slettet fra handel på ...[fondsbørsen] – endda til en kurs der var højere end tilbudskursen,
- at minoritetsaktionærerne har været særdeles aktive i forhold til spørgsmålet om sletning fra handel ved deltagelse på generalforsamling og ved frembringelse af indsigelser, men at det er ... [fondsbørsen]s vurdering, at der ikke er fremkommet indsigelser eller er andre forhold, der taler for at en sletning af selskabet vil resultere i væsentlig skade,
- at der er en tilstrækkelig likviditet i aktien til at kunne opretholde optagelse til handel, hvorfor denne del af selskabets argumentation ikke indgår i vurderingen,
- at aktionærerne igennem både et frivilligt og pligtmæssigt tilbud er blevet tilbudt en pris i overensstemmelse med lovgivningens krav til overtagelsestilbud, og at aktionærerne er blevet tilbudt en tilbuds-kurspræmie på 23,1 % i forhold til lukkekursen den 2. juli 2015,
- at der ved ... [fondsbørsen]s afgørelse om sletning ikke bør tages et særligt hensyn til aktionærer, der har erhvervet aktien i perioden efter fremsættelsen af det pligtmæssige tilbud,
- at de aktionærer, der har erhvervet aktien i perioden mellem fremsættelsen af det frivillige tilbud den 10. juli og indtil det pligtmæssige tilbud den 21. august, har været vidende om, at der var en betydelig risiko for, at F K/S ville opnå en tilstrækkelig høj andel af aktierne til at kunne træffe en selskabsretlig beslutning om at anmode om sletning,
- at den kursudvikling, der har været i aktien efter udløbet af købstilbuddet ikke umiddelbart kan forklares med baggrund i de oplysninger, der er offentliggjort fra selskabet,
- at der efter selskabets opfattelse ikke er manglende kursrelevante oplysninger i markedet, jf. brev af 4. februar 2016 fra selskabets bestyrelsesformand,
- at der ikke er et tilstrækkeligt grundlag for at konkludere, at F K/S opnår en urimelig fordel ved sletningen af selskabet.

Ovennævnte lægges endvidere til grund ved vurderingen af om sletningen fra officiel notering strider mod investorernes, låntagernes eller værdipapir-markedets interesse.

... [fondsbørsen] finder herefter, at der ikke er fremkommet indsigelser eller er andre forhold, der taler imod en sletning af selskabet fra officiel notering, hvorfor ... [fondsbørsen] imødekommer anmodningen om sletning fra offi-

ciel notering af B A/S under samme forudsætninger, som gør sig gældende ved imødekommelsen af selskabets anmodning om sletning fra handel.

... [fondsbørsen] vurderer, at sletningen af selskabet kan tage effekt minimum 6 uger efter ... [fondsbørsen]s offentliggørelse af meddelelse om sletningen, således at sidste handelsdag er den 8. april 2016.

...”

Advokat A indbragte den 17. marts 2016 ...[fondsbørsen]s beslutning om at imødekomme ansøgningen fra B A/S om sletning fra notering. I klageskrivelsen anføres blandt andet:

” ...

Jeg nedlægger over for Erhvervsankenævnet følgende

PÅSTANDE:

...

Påstand IV – Nævnet ophæver ...[fondsbørsen]s afgørelse

For det tilfælde at Erhvervsankenævnet i overensstemmelse med påstand III overtager realitetsbehandlingen af sagen, nedlægges der påstand om, at Erhvervsankenævnet ophæver ...[fondsbørsen]s afgørelse om sletning af B A/S fra notering.

...

ANBRINGENDER:

Til støtte for de nedlagte påstande gør jeg følgende anbringender gældende:

...

Påstand IV – Nævnet ophæver ...[fondsbørsen]s afgørelse

For det tilfælde, at Nævnet følger min påstand III og realitetsbehandler sagen, nedlægger jeg påstand om, at nævnet ophæver ...[fondsbørsen]s urigtige afgørelse om afnotering og dermed sikrer en fortsat notering af B A/S.

...

Nærmere til støtte for påstand III og IV – Nævnet realitetsbehandler sagen og ophæver ...[fondsbørsen]s afgørelse

Til støtte for, at Erhvervsankenævnet bør ophæve ...[fondsbørsen]s afgørelse om sletning af udstederen fra notering, gør jeg følgende gældende:

Betingelserne for sletning i VHL § 25, stk. 3, sammenholdt med pkt. 2.9 i Regler for udstedere, er ikke opfyldt, idet det er **sandsynligt, at en sletning fra notering vil være til væsentlig skade for investorernes interesser og/eller til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion.**

En sletning vil betegne en børs- og markedsretlig glidebane i forhold til det, der bør være normalsituationen i forbindelse med en sletning: Der bør rettes et så gunstigt tilbud til minoritetsaktionærerne, at hovedaktionæren opnår mere end 90 pct. af kapitalen og dermed kan tvangsindløse de resterende under 10 pct. I nærværende sag har ...[fondsbørsen] tilladt en sletning trods en minoritet på oprindelig over 20 pct. af selskabets kapital, og dette er ikke meningen med forskrifterne om sletning.

Hvis sletning tillades i en situation som den foreliggende, **underminerer det reelt tvangsindløsningsgrænsen på 90 pct.** og erstatter – i strid med lovgivningsmagtens intentioner med tvangsindløsnings- og sletningsreglerne – 90 pct.-grænsen med en anden og langt lavere grænse, nemlig en 67 pct.-grænse, idet minoritetsaktionærerne herefter aldrig kan vide sig sikre mod, at en hovedaktionær, der konkret behersker et flertal som til vedtægtsændringer, kan beslutte sletning og dermed fra dag til dag forvandle en hidtil likvid børsnoteret aktie til en illikvid unoteret aktie. Forvandlingen sker reelt ikke med virkning fra den sidste handelsdag; den sker reelt med virkning fra det tidspunkt, hvor en intention om sletning er fremført og ikke kan afvises som en realitet af markedet. En sådan flytning af grænsen for tvangsindløsning og sletning fra 90 pct. til 67 pct. bør ...[fondsbørsen] og Finanstilsynet ikke medvirke til. – Undermineringen bliver kun større af det forhold, at de 90 pct. beregnes af hele selskabskapitalen, mens de 67 pct. beregnes af stemmer/kapital på den konkrete generalforsamling, dvs. typisk af et mindre beløb end hele selskabskapitalen.

Ifølge presseforlydender, der ikke synes at være afkræftet af udstederen eller af F K/S, **synes sletningen at være led i en slagplan**, der synes at have haft til hensigt at *squeeze* minoritetsaktionærerne ud og gennemføre en sletning, uanset at der ved F K/S' indtræden som majoritetshaver var minoritetsaktionærer på over 20 pct. af selskabskapitalen hos udstederen. De pågældende presseforlydender om den nævnte slagplan fremgår af en artikel i Berlingske Business den 13. august 2015, ...

Slagplanen fik virkning – antagelig helt som tilsigtet – allerede før den ekstraordinære generalforsamling i oktober 2015 og før anmodningen om sletning, hvilket ses af, at dengang ca. 2.200 aktionærer herved successivt blev reduceret til ca. 1.300 aktionærer.

[Af] ... en oversigt over aktionærfordelingen, ... fremgår, at F K/S erhvervede 76,12 pct., og at **der var næsten 22 pct. minoritetsaktionærer**, der fordelte sig med 8,26 pct., som klageren har kontakt med, og 13,53 pct. øvrige minoritetsaktionærer. – Efter gennemførelsen af F K/S' endelige købstilbud var fordelingen som følger: F K/S 78,90 pct., minoritetsaktionærerne 19,64 pct. og udstederens beholdning af egne aktier 1,46 pct. Minoritetsaktionærernes andel af selskabskapitalen var således lige under 20 pct. Frareg-

nes udstederens beholdning af egne aktier, var minoritetsaktionærernes andel 19,93 pct.

Idet jeg på ny erindrer om, at kriteriet for sletning ifølge VHL § 25, stk. 3, er, om det er sandsynligt, at en sletning vil være til væsentlig skade (a) for investorernes interesser og/eller til skade (b) for markedets ordentlige funktion [min litrering], gør jeg gældende, at en sletning i en situation som den foreliggende både vil være til væsentlig skade for investorernes interesser og vil være til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion (det er imidlertid tilstrækkeligt til at være til hinder for sletning, at blot ét af disse kategorier af hensyn skades væsentligt, dvs. enten (a) eller (b)):

- **Til væsentlig skade for investorernes interesser.** Jeg henviser til, at hele forløbet har ført til et værditab for investorerne. Kursen på udstederens aktier faldt med 42,78 pct. i løbet af de første 3 handelsdage efter offentliggørelsen af sletningen. En likvid børsnoteret aktie blev forvandlet til (forventningen om) en illikvid unoteret aktie.
- **Til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion.** På et marked som det danske findes der som bekendt mange noterede selskaber, hvor hovedaktionærens andel af selskabskapitalen ligger i intervallet 67 – 90 pct. Der er i erhvervspressen med rette rejst det spørgsmål, om disse grupper af minoritetsaktionærer efter en afgørelse som den her anfægtede bør frygte for en sletning, med markante værdifald til følge, jf. Økonomisk Ugebrev Finans/CFO den 6. marts 2016, ... En sådan udvikling vil i væsentlig grad være skadelig for markedet, og den vil kunne undergrave tilliden både til markedet generelt og mere specifikt også undergrave tilliden til ...[fondsbørsen]. Bekymringen ses klart udtrykt i udsagn i erhvervspressen som ”**Efter B A/S: Luk det danske aktiemarked!**”, jf. Økonomisk Ugebrev Formue den 27. februar 2016, ...

En række af de argumenter, som Erhvervsankenævnet vil finde i **præmisserne til ...[fondsbørsen]s afgørelse**, er efter min opfattelse ikke holdbare. Herom bemærker jeg følgende [min litrering]:

- a) Der lægges vægt på, at der forelå en **fairness opinion**, som sagde god for den oprindeligt tilbudte kurs på 34 kr. pr. aktie. – Men et løsrevet citat fra en sådan erklæring er uden værdi, når forudsætninger og spørgsmål mv. til erklæringsafgiveren ikke fremlægges.
- b) Der lægges vægt på, at **udstederens bestyrelse anbefalede en sletning**. – Men rettelig anførte bestyrelsen alene sletningen som en mulighed, ikke som en anbefaling. Af referatet fra den ekstraordinære generalforsamling den 22. oktober 2015, ..., ses det, at bestyrelsen ikke tog stilling. I øvrigt vil en bestyrelse oftest være i samklang med den hovedaktionær, der ønsker sletningen, og med al respekt bør bestyrelsens holdning derfor ikke tillægges alt for betydelig vægt ved afgørelsen om at imødekomme en anmodning om sletning.

- c) Der lægges vægt på, at aktionærerne havde **et tilstrækkeligt grundlag for på generalforsamlingen at tage stilling til forslaget om sletning**. – Men dette ændrer jo intet ved, at minoritetsaktionærerne stod over for et flertal, der kunne gennemtrumfe beslutningen.
- d) Der lægges vægt på, at aktionærerne havde **en lang periode til at sælge deres aktier med fuld viden om sletningen**. – Men det er jo netop dette, der er sagens kerne, og som argumentationsmæssigt vender den stik modsatte vej i forhold til ...[fondsbørsen]s afslutning: – Når først sletning er introduceret som en mulighed, skønt hovedaktionæren endnu ikke har over 90 pct. af selskabskapitalen, sker enhver notering af aktien i skyggen af den herved skabte forventning om, at aktien vil blive afnoteret og dermed illikvid.
- e) Der lægges vægt på, at **den noterede kurs lå højere end tilbuds-kursen**. – Men dette viser jo blot, at markedet havde betydelige forventninger til udstederens indtjeningsmæssige udvikling, ligesom også usikkerheden og tvivlen om, hvorvidt sletning virkelig ville ske trods hovedaktionærens besiddelse af kun ca. 67 pct. af selskabskapitalen, må antages at have spillet ind. Faktisk er det en ganske imponerende kursudvikling i en aktie, hvor hovedaktionæren kører så hårdhændet et løb i forhold til minoritetsaktionærerne.
- f) Der lægges vægt på, at en sletning **ikke vil påføre minoritetsaktionærerne væsentlig skade**. – Men dette er ikke korrekt, allerede fordi sletningen vil forvandle aktien fra en noteret likvid aktie til en unoteret illikvid aktie, vel at mærke: for minoritetsaktionærer, der ikke kunne have været tvangsindløst, idet 90+ pct. grænsen ikke blev nået gennem tilbuddene til minoritetsaktionærerne.
- g) Der lægges vægt på, at en henvisning til **ophøret af oplysningsforpligtelserne** ikke er noget reelt argument mod sletning, fordi det vil kunne anføres imod enhver sletning. – Men dette ræsonnement overser, at der er meget stor forskel på det, der bør være normalsituationen for sletning: at der kun er nogle få pct. minoritetsaktionærer tilbage, og det, der er situationen her: at der ved forløbets begyndelse var 22 pct. minoritetsaktionærer i selskabet. En minoritet af en sådan størrelse har en helt naturlig og berettiget forventning om, at udstederens oplysningsforpligtelser vil fortsætte med at gælde.
- h) Der lægges vægt på, at der **ikke bør tages ”særlige hensyn” til aktionærer, der købte aktier i perioden efter** fremsættelsen af det pligtmæssige bud. – Men et sådant ræsonnement stemmer ikke med det børs- og selskabsretlige ligebehandlingsprincip, idet der ikke er nogen som helst hjemmel til at underkaste bestemte kategorier af aktionærer en anden behandling end andre aktionærer ud fra deres ejertid i selskabet.
- i) Samme svigtende hensyntagen til det børs- og selskabsretlige krav om ligebehandling ses i bestyrelsesformandens redegørelse på den

ekstraordinære generalforsamling, ... jf. referatets ..., hvoraf det ses, at udstederen mener at kunne anskue de ca. 9 pct. (ud af de i alt godt 20 pct.) minoritetsaktionærer, der købte aktier efter den 2. juli 2015, på en anden måde end de øvrige aktionærer, således at de i ét eller andet omfang ikke fuldt ud skulle tælle med, når man beregner den samlede minoritet. Med denne anskuelsesmåde får udstederen reduceret omfanget af minoritetsaktionærer, som der skal tages hensyn til, til en procentdel tæt på tvangsindløsningsgrænsen – men rigtigheden af en sådan anskuelsesmåde må på det bestemteste bestrides.

- j) Der lægges vægt på, at der ikke er tilstrækkeligt grundlag for at konkludere, at tilbudsgiveren ville opnå **en urimelig fordel ved sletningen**. – Men der er tværtimod netop grundlag for at antage noget sådant, idet tilbudsgiverens bud burde have været så meget højere, at det herved var lykkedes at købe langt de fleste minoritetsaktionærer ud, og i hvert fald over indløsningsgrænsen på 90 pct. I stedet fik tilbudsgiveren lov til at nøjes med et bud på kun 34 kr., der kun nødvendvungent og i kraft af muligheden for et konkurrerende bud på 40 kr., blev forhøjet til disse 40 kr.

De vigtigste dele af sagsforløbet kan opsummeres som følger:

- 1) Bestyrelsens redegørelse, ..., om det frivillige bud af 10. juli 2015 på 34 kr. pr. aktie.
- 2) Bestyrelsens redegørelse, ..., om tillæg af 10. august 2015 til det frivillige bud. Buddet hæves til 40 kr. pr. aktie. Det ses på s. ..., at et konkurrerende bud fra G ApS på netop 40 kr. forventedes.
- 3) Indsigelse af 21. august 2015 over for ...[fondsbørsen], ... fra cand.oecon. H mod sletningen på egne og en række andre minoritetsaktionærers vegne. Det ses, at der da er 1.347 minoritetsaktionærer hos udstederen.
- 4) Bestyrelsens redegørelse, ..., om pligtmæssigt tilbud af 24. august 2015.
- 5) En række minoritetsaktionærer holder møde med ...[fondsbørsen] den 2. november 2015. ...

Sammenfattende gør jeg på klagerens vegne gældende over for Finanstilsynet [Erhvervsankenævnet], at sletningsreglerne i VHL § 25, stk. 3, og i pkt. 2.9 i Regler for udstedere er anvendt på en måde, der

- er til væsentlig skade for investorernes interesser og/eller til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion,
- betegner en børs- og markedsretlig glidebane i forhold til det, der bør være normalsituationen i forbindelse med en sletning,
- underminerer tvangsindløsningsgrænsen på 90 pct. (af hele selskabskapitalen) og erstatter den med en 67 pct.-grænse (af den repræsenterede kapital),
- synes at være et led i en slagplan, der synes at have haft til hensigt at *squeeze* minoritetsaktionærerne ud og gennemføre sletning, uanset at

der ved F K/S' indtræden som majoritetshaver var minoritetsaktionærer på 20 pct. af selskabskapitalen hos udstederen, og

- risikerer at undergrave tilliden til markedet generelt og til ...[fondsbørsen] specielt.

...”

...[fondsbørsen] har ved skrivelse af 30. marts 2016 udtalt:

” ...

Sletning fra optagelse til handel

Spørgsmålet om sletning fra optagelse til handel er reguleret i lov om værdipapirhandel § 25, stk. 3.

Det fremgår af ordlyden af denne bestemmelse, at kompetencen til at træffe beslutning om sletning/suspension fra optagelse til handel er tillagt operatøren af det regulerede marked direkte i loven. ... [fondsbørsen]s udøvelse af disse beføjelser sker ikke som led i en myndighedskompetence, men på baggrund af en kompetence, der er tillagt ... [fondsbørsen] som privat virksomhed direkte i loven.

En beslutning om sletning fra optagelse til handel vil kunne ankes til Finanstilsynet efter vphl § 88, stk. 3, til fuld prøvelse af den som afgørelsen retter sig mod. Det vil i dette tilfælde sige B A/S. Lov om værdipapirhandel åbner ikke op for, at andre kan indbringe operatøren af det regulerede markeds (...[fondsbørsen]’s) afgørelse for Finanstilsynet. Der henvises her til tidligere Erhvervsankenævnskendelse af 30. april 2013 (j.nr. 2012-0032825), der blandt andet fastslår, at en minoritetsaktionær ikke skal anses som part i en sag vedrørende en mulig overtrædelse af vphl § 25, stk. 3. Det følger således også heraf, at Erhvervsankenævnet ikke er ankeinstans for ...[fondsbørsen]’s beslutning om at imødekomme B A/S anmodning om sletning fra optagelse til handel. Det er ...[fondsbørsen]’s opfattelse, at Finanstilsynet har svaret Erhvervsankenævnet selvstændigt for så vidt angår den del af den indbragte klage. Spørgsmålet om ankeadgang for så vidt angår ...[fondsbørsen]’s beslutning om at imødekomme B A/S’ anmodning om sletning fra handel, skal således ikke behandles nærmere her.

Sletning fra officiel notering

Anderledes stiller det sig med afgørelsen om *sletning fra officiel notering*.

Et selskab, der anmoder om optagelse til handel på ... [fondsbørsen] behøver ikke at anmode om officiel notering, men rent praktisk foregår det oftest sådan, at en udsteder anmoder om optagelse til handel og officiel notering samtidig. Omvendt kan et selskab ikke være officielt noteret uden samtidig at være optaget til handel. Den reelle prøvelse af et selskab, der ønsker at blive handlet på et reguleret marked, sker i forhold til reglerne om optagelse til handel, idet de krav, der stilles til et selskab, der ønsker at blive handlet på et reguleret marked sker i forhold til regler, der knytter sig til optagelsen

til handel – herunder prospektkrav, oplysningsforpligtelser mv. I forhold til de krav, der knytter sig til at blive optaget til officiel notering, er der tale om nogle ganske få ekstra krav, der for størstedelens vedkommende vil være opfyldt allerede i kraft af optagelsen til handel. Optagelse til officiel notering har således i højere grad karakter af en formalitet i modsætning til kravene til optagelse til handel. Netop derfor, kan et selskab ikke være optaget til officiel notering uden at være optaget til handel samtidigt, hvorimod det modsatte godt kan finde sted.

Reglerne om officiel notering findes i vphl § 22. Det følger af denne bestemmelse, at en udsteder kan anmode Finanstilsynet om at træffe beslutning om officiel notering af et værdipapir, **hvis værdipapiret er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked** [...[fondsbørsen]’s fremhævning]. Det følger endvidere i § 22, stk. 2, at Finanstilsynet fastsætter regler om betingelserne for officiel notering og om suspension og sletning af værdipapirer fra notering. Disse regler er udformet i bekendtgørelse nr. 1069 af 04/09-2007 om betingelserne for officiel notering af værdipapirer (betingelsesbekendtgørelsen). Reglerne for suspension og ophævelse af officiel notering fremgår af §§ 12 – 14 i denne bekendtgørelse. Kompetencen til at træffe beslutning om optagelse til officiel notering samt sletning herfra er således lovgivningsmæssigt tillagt Finanstilsynet på et offentligretligt grundlag.

Det følger af bekendtgørelse nr. 1214 af 12. oktober 2007 om delegation af beføjelser til ...[fondsbørsen], at Finanstilsynet delegerer sine beføjelser efter vphl § 22, stk. 1 samt reglerne udstedt i medfør af vphl § 22, stk. 2 til ...[fondsbørsen] (nu ...[fondsbørsen]). Denne delegation er videre omfattet af en delegationsaftale indgået mellem Finanstilsynet og OMX Den Nordiske Børs København.

...”

Den 4. april 2016 har Advokat A fremsendt følgende yderligere bemærkninger:

” ...

Min klient, der er nyuddannet cand. merc., forklarer:

”Historien bag mine handler er, at jeg i læseferien julen/nytåret 2014 taler investeringscases med min læsemakker, og vi brainstormer om virksomheder, vi kan lave en værdiansættelse på for at få lidt erfaring med det.

Her vælger vi B A/S, fordi selskabet er i gang med en turnaround, og selskabets forhold er overskuelige - 3 færger, der skal omsætte nok til breakeven.

I takt med, at investerings-casen vedrørende B A/S forekommer mere og mere solid, køber jeg op. Jeg er desuden deltager på B A/Ss generalforsamlinger i både 2014 og 2015. Pga. nyt job i ... er jeg forhindret i at deltage på den ekstraordinære generalforsamling i oktober 2015 (2 dage efter, at min datter blev født).

Det helt essentielle er, at B A/S den 3. juli 2015 meddeler markedet, at der kommer et købstilbud. Prisen nævnes i børsmeddelelsen, hvorimod de nærmere vilkår ikke nævnes, og herunder nævnes planerne om afnotering heller ikke.

Sideløbende med, at jeg forsøger at danne vores gruppe af småaktionærer, foretager jeg én handel den 8. juli 2015, dvs. to dage før F K/S offentliggør planerne om afnotering.

Det samlede resultat er, at jeg nu har 1.000 stk. aktier i B A/S. I indlægget fra B A/Ss advokat nævnes det, at jeg i dag har 1.040 stk. aktier. Denne oplysning er altså ikke korrekt, og den viser samtidig, hvad man som mindretalsaktionær står overfor, når et selskab er på vej til afnotering: De sidste 40 stk. aktier var aktier, som jeg havde i mine to pensionsdepoter, og her blev jeg af banken tvunget til at sælge disse aktier (som følge af de regler for pensionsdepoter, som nævntes af min advokat i formalitetsindlægget af 31. marts: nemlig at en investering i en unoteret aktie skal være på mindst 100.000 kr.; ellers skal den ud af depotet).

I øvrigt foreligger der en tidlig principbeslutning i den arbejdsgruppe af utilfredse aktionærer i B A/S, som jeg deltager i. Vi besluttede allerede den 9. juli 2015, at ingen af os længere vil handle aktier i B A/S, netop for at man ikke skal kunne beklikke vores troværdighed.

Fredag den 10. juli 2015 tages der kontakt til F K/S for at indlede dialog mellem F K/S og småaktionærerne. Denne henvendelse affejes imidlertid med en latter.

Om mit salg af aktier i B A/S bemærker jeg følgende: Jeg solgte 1.769 stk. aktier i februar 2016 på den første handelsdag efter, at ...[fondsbørsen] havde godkendt afnoteringen. Min familie og jeg havde købt hus i november 2015, og aktiebeholdningen (inkl. mine aktier i andre selskaber) skulle finansiere udbetalingen på vores hus. Vi har familielån, som indfries i takt med, at aktierne afhændes. Jeg kan derfor økonomisk ikke tåle, at en aktie pludselig går fra at være en børsnoteret aktie til at blive unoteret, idet omsætteligheden er altafgørende for mig, således at jeg gennem salg af aktier kan indfri familielånet og klare udbetalingen på vores hus.

Får vi ikke medhold i, at aktierne i B A/S skal vedblive at være børsnoterede aktier, vil jeg være nødt til også at sælge de resterende aktier. Salget af de 1.769 stk. aktier ud af da i alt 2.769 stk. aktier var derfor udtryk for en tabsbegrænsning gennem en gevinsthjemtagning.

Min gennemsnitlige købskurs er ca. 24 kr. pr. aktie.”

Jeg kan i det hele henvise til min klients foran gengivne bemærkninger, og jeg anmoder om, at bemærkningerne indgår ved Nævnets bedømmelse af klagesagens relevante faktum vedrørende klagerens egenskaber som aktionær i det udstedende selskab.”

Erhvervsankenævnet har i perioden 18. marts til 14. april 2016 modtaget erklæringer fra mere end 100 aktionærer i B A/S til støtte for klagen i nærværende ankenævns-sag.

Advokat C har på vegne af B A/S ved indlæg af 3. maj 2016 anført:

” ...

I det følgende beskrives først under *pkt. 1 sagens faktuelle baggrund*, herunder tilbudsprocessen, den ekstraordinære generalforsamling vedrørende spørgsmålet om afnotering, ...[fondsbørsen]s afgørelse om afnotering, kursudviklingen siden fremsættelse af det oprindelige købstilbud og aktionær-sammensætningen i Selskabet. Derefter behandles i *pkt. 2 den juridiske baggrund*, herunder den retlige regulering, vedtagelseskravene til en beslutning om afnotering, de selskabsretlige beskyttelsesregler og de af Klager fremhævede internationale regler. Endelig behandles i *pkt. 3 spørgsmålet om, hvorvidt en afnotering vil være til væsentlig skade*, omfattende ...[fondsbørsen]s praksis og de to kriterier om væsentlig skade for investorernes interesser og markedets ordentlige funktion.

Sammenfattende er det B A/Ss vurdering, at en afnotering af Selskabets aktier fra ...[fondsbørsen] ikke vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, og at Erhvervsankenævnet dermed skal stadfæste ...[fondsbørsen]s afgørelse. Idet der i øvrigt henvises til nedenstående redegørelse, skal det specielt fremhæves:

- At investorerne ikke lider *væsentlig skade* som følge af naturlige generiske konsekvenser af en afnotering, som f.eks. adgangen til at afsætte sine værdipapirer over ... [fondsbørsen], eventuel påvirkning på aktiens pris som følge af afnotering eller adgang til oplysninger, som børsnoterede selskaber er forpligtede til at afgive,
- at *investorernes interesser* ikke væsentligt tilsidesættes ved en afnotering, idet selskabsretlige minoritetsbeskyttelsesregler i alle henseender er overvejet og iagttaget, at Selskabet, og dermed investorerne som sådan, ingen interesse har i fortsat notering, og at aktionærerne har haft og fortsat har mulighed for at afhænde deres aktier op mod afnoteringen, samt
- at afnotering ikke vil medføre væsentlig skade for *markedets ordentlige funktion*, blandt andet fordi dette kriterium skal ses som en ordensforskrift relateret til markedets mekanismer (gennemsigtighed, eksekvering af handler, etc.), som ikke omfatter hensyntagen til, om der ved en afnotering bliver færre aktier til salg på en privat handelsplatform som ...[fondsbørsen], eller i øvrigt hvordan en afnotering måtte påvirke aktiviteten på det private aktiemarked som helhed (selv hvis dette blev påvirket negativt).

1 Faktuel baggrund

1.1 Tilbudsprocessen

Den 3. juli 2015 meddelte F K/S gennem datterselskabet E A/S ("F K/S"), at F K/S ville fremsætte et frivilligt købstilbud til aktionærerne i B A/S.

Forud for købstilbuddet havde F K/S været i dialog med Selskabets daværende storaktionærer Finansiell Stabilitet, L og I samt med J (som agerede i henhold til fuldmagter fra konkursboer). Drøftelserne havde resulteret i aftaler mellem F K/S og de førnævnte, hvorefter F K/S forud for tilbuddet havde indgået aftale med I om køb af dette selskabs aktier, mens de øvrige tre aktionærer havde givet tilsagn om at sælge deres aktier i et frivilligt købstilbud fremsat af F K/S. Allerede i indgåelsen af disse aftaler ligger der en beskyttelse af minoritetsaktionærerne, idet aftalerne var indgået med professionelle aktører, hvoraf særligt I har betydelig brancheindsigt, ligesom det kan fremhæves, at kuratorer og Statens afviklingsselskab (Finansiell Stabilitet) har særlige forpligtelser til at sikre korrekt værdiansættelse. Købstilbuddet reflekterede dermed forhandlede vilkår mellem professionelle markedsaktører. Meddelelse om indgåelse af aftale med I blev givet til markedet den 3. juli 2015, samme dag som F K/S' forventede købstilbud med en tilbudspris per aktie i B A/S på kr. 34 blev offentliggjort.

F K/S fremsatte tilbuddet ved tilbudsdokument af 10. juli 2015.

Bestyrelsen havde til brug for den første lovpligtige redegørelse indhentet en fairness opinion fra sin finansielle rådgiver, M, der var dateret den 3. juli 2015. M vurderede heri, at tilbudskursen var fair for aktionærerne.

F K/S' frivillige tilbud blev den 7. august 2015 forhøjet til kr. 40 per aktie, og tillæg til tilbudsdokumentet blev offentliggjort den 10. august 2015. Bestyrelsen fandt tilbuddet positivt for Selskabets aktionærer og anførte dette i den lovpligtige redegørelse, der udsendtes til Selskabets aktionærer.

Den 21. august 2015 meddelte F K/S, at F K/S ville fremsætte et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i B A/S på kr. 40 per aktie som følge af, at F K/S havde opnået kontrol med Selskabet ved køb af aktier fra J, Finansiell Stabilitet, L og den tidligere anførte aktiepost fra I.

Tilbudsdokumentet for det pligtmæssige tilbud blev offentliggjort den 24. august 2015. Efter afslutningen af dette tredje og sidste tilbud den 22. september 2015 ejede F K/S aktier i Selskabet svarende til 78,90 % af kapitalen og stemmerettighederne (80,07 % efter fradrag af B A/Ss beholdning af egne aktier).

Det var allerede i tilbudsdokument af 10. juli 2015 anført, at F K/S ville søge aktierne afnoteret fra ...[fondsbørsen] i det tilfælde, hvor F K/S efter gennemførelsen af købstilbuddet ejede mere end 75 %, men mindre end 90 % af aktierne i Selskabet. Denne hensigt blev gentaget i tillægget til købstilbuddet den 7. august 2015 samt i tilbudsdokumentet for det pligtmæssige købstilbud. ...

Det bemærkes, at G ApS, som en del af forløbet omkring F K/S' erhvervelse af den kontrollerende aktiepost i B A/S, den 19. august 2015 meddelte, at G ApS havde besluttet at fremsætte et konkurrerende købstilbud til alle aktionærer i B A/S til kurs 41. Dette tilbud blev den 2. september 2015 erstattet af et nyt frivilligt købstilbud til Selskabets minoritetsaktionærer til kurs 44, dog betinget af opnåelse af en samlet ejerandel på minimum 10 %. Sidstnævnte tilbud blev imidlertid ikke gennemført, hvilket blev meddelt markedet den 15. september 2015. Såfremt G ApSs tilbud betragtes som to tilbud, har der således samlet været fremsat i alt fire frivillige købstilbud til Selskabets aktionærer og et pligtmæssigt til kurser varierende mellem 34 og 44.

1.2 Ekstraordinær generalforsamling vedr. afnotering

Den 17. september 2015 anmodede F K/S bestyrelsen i B A/S om at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling. F K/S stillede i den forbindelse bl.a. forslag om, at generalforsamlingen skulle bemyndige bestyrelsen til at søge B A/Ss aktier afnoteret fra ...[fondsbørsen].

Baggrunden for anmodningen var, at B A/S ikke havde, og fortsat ikke har eller forventer at få, planer om at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen], hvorfor Selskabet ikke havde interesse i fortsat børsnotering. De årlige omkostninger på ca. kr. 2 mio. samt de interne ressourcer i forbindelse med administration, der er forbundet med børsnoteringen, var derfor efter bestyrelsens opfattelse unødige og overstiger de fordele, som en børsplatform kan give enkeltinvestorer. I denne sammenhæng er der naturligvis også et hensyn at tage til potentielle fremtidige investorer, som ikke kan have en interesse i at investere i et selskab, der ikke ønsker at være børsnoteret, og hvor børsnoteringen er økonomisk uhensigtsmæssig.

Den ekstraordinære generalforsamling, hvor spørgsmålet om afnotering blev behandlet som dagsordenens pkt. 2.1, blev afholdt den 22. oktober 2015.

Selskabet havde på tidspunktet for generalforsamlingen (af praktiske grunde opgjort per den 20. oktober 2015) 1.347 aktionærer, hvoraf alene 238 aktionærer, svarende til 17,6 % af samtlige navnenoterede aktionærer i Selskabet, valgte at deltage i generalforsamlingen.

Aktionærer, der repræsenterede 86,84 % af det samlede antal afgivne stemmer, stemte for bemyndigelsen til bestyrelsen til at søge en afnotering. 228 aktionærer, svarende til 13,15 % af det samlede antal afgivne stemmer, stemte imod forslaget. 0,01 % af det samlede antal afgivne stemmer stemte blankt. ...

1.3 ...[fondsbørsen]s afgørelse om afnotering

På baggrund af bemyndigelsen indsendte bestyrelsen den 4. december 2015 en begrundet anmodning til ...[fondsbørsen] om sletning af Selskabets aktier fra handel og officiel notering. I den forbindelse har bestyrelsen naturligvis vurderet, om beslutningen lovligt kunne gennemføres, og således også, ligesom ...[fondsbørsen], vurderet, at der ikke skete en tilsidesættelse af minoritetsinteresser som beskrevet i værdipapirhandelsloven § 25, stk. 3. ...

Den 24. februar 2016 meddelte ...[fondsbørsen], at ...[fondsbørsen] vurderede, at der ikke var kommet indsigelser eller andre forhold, der talte væsentligt imod, at ...[fondsbørsen] imødekom anmodningen. ...[fondsbørsen] imødekom derfor anmodningen om afnotering under forudsætning af, at Selskabet sikrede, at der blev fremsat et købstilbud til de resterende aktionærer på vilkår svarende til F K/S' pligtmæssige købstilbud af 24. august 2015.

Denne betingelse blev opfyldt ved, at F K/S indlagde en stående købsordre i markedet på køb af B A/Ss aktier på kr. 40 per aktie. Sidste handelsdag for Selskabets aktier på ...[fondsbørsen] blev sat til 21. april 2016.

Dette stående købstilbud er fortsat gældende, og efter det oplyste vil F K/S fortsat være interesseret i at erhverve aktier efter en afnotering. I denne sammenhæng, og dermed i relation til likviditeten efter en afnotering, bemærkes yderligere, at bestyrelsen på Selskabets ordinære generalforsamling den 21. april 2016 tilkendegav at ville støtte minoritetsaktionærernes mulighed for at sælge deres aktier efter en eventuel afnotering, hvilket blandt andet, i det omfang der er eller kommer frie reserver, kan ske ved udnyttelse af den bemyndigelse til køb af egne aktier, som blev vedtaget på samme generalforsamling. Det bør i øvrigt bemærkes, at en kapitalfond som F K/S helt grundlæggende erhverver aktier for at afhænde dem igen, så aktionærerne må også antages at få mulighed for at sælge deres aktier sammen med F K/S indenfor F K/S' typiske ejerperiode som er tre til syv år.

1.4 Kursudviklingen

Lukkekursen for B A/S den 2. juli 2015, dagen før fremsættelsen af F K/S' tilbud, var kr. 32,50. Som det er sædvanligt i forbindelse med et overtagelsestilbud, steg kursen på Selskabets aktier efter fremsættelse af tilbuddet. Ved afslutningen af F K/S' pligtmæssige tilbud den 22. september 2015 lå lukkekursen derfor på kr. 44,40. Som nævnt ovenfor har F K/S' hensigt om at søge Selskabet afnoteret været kendt siden offentliggørelsen af første tilbudsdokument den 10. juli 2015.

Efter afslutningen af købstilbuddet den 22. september 2015 fortsatte kursen med at stige, uden at dette umiddelbart kunne begrundes i Selskabets forhold. Selskabet opjusterede forventningerne for 2015 den 22. oktober 2015, men dette resulterede ikke i en kursstigning i dagene efter. Således lå lukkekursen på kr. 45,90 den 22. oktober 2015 og på kr. 45,60 på oktobers sidste handelsdag den 30. oktober 2015.

Den 4. december 2015 blev det oplyst, at Selskabets bestyrelse havde indgivet anmodning om afnotering til ...[fondsbørsen]. På trods af denne anmodning steg kursen fra en lukkekurs på kr. 60,00 den 4. december 2015 (lukkekursen var 54,50 den 3. december 2015) til kr. 97,00 den 24. februar 2015. Selskabet udsendte i denne periode ingen selskabsmeddelelser, og stigningen kan derfor ikke begrundes i Selskabets forhold, men må betragtes som rent spekulativt motiveret eller for en aktionærs vedkommende drevet af et ønske om en strategisk positionering.

Meddelelse om, at ...[fondsbørsen] havde imødekommet anmodningen, blev offentliggjort efter markedets lukketid den 24. februar 2016. Kursen faldt næste dag og endte på en lukkekurs den 25. februar 2016 på kr. 69,50, dvs. en kurs, der fortsat var højere end kursen den 4. december 2015 og markant højere end kursen den 2. juli 2015 og kursen den 22. oktober 2015.

Lukkekursen den 2. maj 2016 var kr. 74,50.

1.5 *Aktionærsammensætningen i B A/S*

Til brug for anmodningen til ...[fondsbørsen] indgivet den 4. december 2015 indhentede Selskabet en opgørelse over dets aktionærer per den 9. november 2015.

Selskabet havde den 9. november 2015 i alt 1.302 navnenoterede aktionærer.

F K/S ejede i alt 11.176.947 aktier i Selskabet, svarende til 78,90 % af det samlede antal aktier og 80,07 % efter fradrag af egne aktier.

Selskabet har derudover en anden storaktionær, N, G ApS, der personligt og gennem selskabet G ApS ("**G ApS**"), den 11. september 2015 gav meddelelse om ejerskab af 709.362 aktier i Selskabet, svarende til 5,01 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne. G ApS har endnu ikke givet meddelelse om at have passeret grænsen på 10 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

Selskabet havde en beholdning af egne aktier på i alt 207.450 aktier, svarende til 1,46 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

Under 15 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Selskabet var dermed udestående, når der bortses fra F K/S', G ApSs og B A/Ss beholdning af aktier.

Overtagelsestilbuddene på B A/S og den presseomtale, der opstod i denne forbindelse, skabte interesse fra investorer, der ikke tidligere havde været aktionærer i Selskabet.

Samlet set betød det, at B A/S per 9. november 2015 havde tre kategorier af aktionærer, nemlig

- i. en majoritetsaktionær i form af F K/S med ca. 80 %,
- ii. 226 nye navnenoterede aktionærer, inkl. G ApS, der havde erhvervet deres aktier efter 2. juli 2015, svarende til knap 10 %, og
- iii. 1.078 (gamle) navnenoterede aktionærer, der havde været aktionærer også før 2. juli 2015, og som havde godt 9 % af kapitalen.

Selskabets aktionærsammensætning opgjort per den 9. november 2015 kan opstilles skematisk som følger:

	Nominelt kr.	Stk. aktier	% af samlet kapital
Nye aktionærer (efter 2. juli 2015)	27.379.040	1.368.952	9,66
Eksisterende aktionærer (per 2. juli 2015)	26.389.780	1.319.489	9,31
Ikke-navnenoterede aktionærer	1.876.640	93.832	0,67
F K/S	223.538.940	11.176.947	78,90
B A/Ss egne aktier	4.149.000	207.450	1,46
I alt	283.333.400	14.166.670	100

Som det fremgår, havde en betydelig del af Selskabets minoritetsaktionærer erhvervet aktierne velvidende om F K/S' overtagelsestilbud, og om F K/S' hensigt om en afnotering af Selskabets aktier.

Af Selskabets 1.302 aktionærer (opgjort den 9. november 2015) havde 1.078 været navnenoterede aktionærer både den 2. juli 2015 (dagen før meddelelsen om F K/S' købstilbud) og den 9. november 2015. Disse 1.078 navnenoterede aktionærer havde en andel af den udstedte kapital inkl. egne aktier på 9,31 %. Herudover havde 227 navnenoterede aktionærer erhvervet deres aktier – eller i hvert fald ladet disse navnenotere – efter 2. juli 2015. Korrigeres der for aktier tilhørende F K/S, var der efter 2. juli 2015 tilkommet 226 nye navnenoterede aktionærer, inkl. G ApS. Disse nye aktionærers samlede aktiebesiddelse svarede til 9,66 % af den udstedte kapital inkl. egne aktier.

I forhold til deltagelse og afgivelse af stemmer på generalforsamlingen den 22. oktober 2015 vedrørende spørgsmålet om afnotering kan det konstateres, at af de 1.116 gamle aktionærer valgte 188 at deltage i afstemningen vedrørende dagsordenens pkt. 2.1 om afnotering. Det vil sige, at alene ca. 17 % af de gamle aktionærer valgte at deltage i beslutningen. Af de 188 stemte 180 imod forslaget om afnotering. Af de 231 nye aktionærer, inkl. F K/S, valgte 50 at deltage i afstemningen vedrørende afnotering, hvilket betød, at ca. 22 % af de nye aktionærer deltog i denne beslutning. Ud af de 50 nye aktionærer stemte 48 imod forslaget om afnotering.

I henhold til en ny opgørelse fra O per 29. april 2016, kan det oplyses, at selskabet i dag har 1044 aktionærer, og at de tre kategorier af aktionærer nu fordeler sig som følger:

- i. en majoritetsaktionær i form af F K/S med ca. 80 %,

- ii. 302 nye navnenoterede aktionærer, inkl. G ApS, der har erhvervet deres aktier efter 2. juli 2015, svarende til ca. 12 %, og
- iii. 741 (gamle) navnenoterede aktionærer, der har været aktionærer også før 2. juli 2015, og som har 6,4 % af kapitalen.

Der er altså sket en væsentlig reduktion af antallet af gamle aktionærer.

2 Juridisk baggrund

2.1 Den retlige regulering

Selskabets anmodning om sletning fra handel og officiel notering blev fremsat i henhold til værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3 og bekendtgørelse om officiel notering af værdipapirer ("**Noteringsbekendtgørelsen**") § 14, stk. 2.

Efter værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3 skal en operatør af et reguleret marked som udgangspunkt tage anmodningen om sletning fra handel til følge, medmindre der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for (i) investorenes interesser eller (ii) markedets ordentlige funktion. Ligeledes følger det af Noteringsbekendtgørelsen, at anmodning om ophævelse af officiel notering skal tages til følge, medmindre sletningen ikke er i investorenes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

I tillæg til de lovfastsatte regler stiller ...[fondsbørsen] i regler for udstedere af aktier af 26. november 2015 ("**Udstederreglerne**") afsnit 2.9, krav om, at forslaget om sletning fremsættes som et separat punkt på dagsordenen på en generalforsamling i de situationer, hvor der ikke sikres fuldt ejerskab af udstederselskabet gennem tvangsindløsning.

2.2 Vedtagelseskrav

Der er ikke i værdipapirhandelsloven eller i Noteringsbekendtgørelsen fastsat krav om, at en beslutning om at anmode om afnotering skal forelægges og vedtages på selskabets generalforsamling. I relation til Udstederreglernes krav om generalforsamlingsbeslutning er der heller ikke krav til en særlig majoritet for vedtagelsen, der dermed i princippet kan vedtages med simpel majoritet. Såfremt der i forbindelse med generalforsamlingen skal foretages vedtægtsændringer, kan det medføre majoritetskrav på mindst 2/3 af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmer og kapital.

Klager sammenligner beslutningen om afnotering med tvangsindløsningsbestemmelsen i selskabslovens § 70. Tvangsindløsning kan foretages af en aktionær, der ejer mere end 90 % af stemmerne og kapitalen i et selskab (eksklusiv egne aktier). I tilfælde hvor tvangsindløsning iværksættes, imødekommer ...[fondsbørsen], som ovenfor nævnt, anmodningen om afnotering uden at stille krav om afholdelse af generalforsamling. Det har dog aldrig været anset som en forudsætning, at en aktionær skulle besidde mere end 90 % af aktiekapitalen og stemmerne i et selskab, før et selskab kunne afnoteres. Hertil kommer også, at en tvangsindløsning er væsentligt mere indgribende end en afnotering. Ved en tvangsindløsning fratages ejendomsretten over den pågældende aktie. Ved en afnotering bibeholder aktionæren sine aktier og samtlige forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder, som ak-

tionæren er tillagt i henhold til selskabsloven. Afnotering kan påvirke aktionærens mulighed for efterfølgende salg af sine aktier, men dette imødekommes blandt andet ved, at ...[fondsbørsen], som i den foreliggende sag, stiller krav om, at der fremsættes et købstilbud til aktionærerne. Dermed varretages det eneste relevante investorbeskyttelseskrav, nemlig at aktien kan afhændes, såfremt det ønskes.

Der er dermed ikke den sammenhæng mellem tvangsindløsningsgrænsen, der kræver mere end 90 % ejerskab af et selskab, og afnotering af et selskab, som anført af Klager i klageskrivelsen af 17. marts 2016. Klager anfører blandt andet, at *”hvis sletning tillades i en situation som den foreliggende, underminerer det reelt tvangsindløsningsgrænsen på 90 pct. og erstatter – i strid med lovgivningsmagtens intentioner med tvangsindløsnings- og sletningsreglerne – 90 pct. – grænsen med en anden og langt lavere grænse, nemlig en 67 pct.- grænse [..]”*. Klager sidestiller dermed kriterierne for en tvangsindløsning og en afnotering, hvilket er uden hjemmel i lovgivningen og i strid med hensigten bag reglerne om afnotering. Hertil bemærkes, at hvis dette var lovgivers intention, ville det have været specifikt reguleret i bestemmelsen. Et uhjemlet krav om 90 % majoritet stemmer desuden dårligt overens med det faktum, at indgivelse af ansøgning om optagelse til handel og officiel notering kan ske ved bestyrelsesbeslutning i kombination med en generalforsamlingsbeslutning, der gennemfører eventuelle nødvendige vedtægtsændringer.

I de tilfælde, hvor fuldt ejerskab opnås, herunder hvor der iværksættes en tvangsindløsning, imødekommer ...[fondsbørsen] anmodning om tvangsindløsning uden yderligere krav (herunder krav om et købstilbud frem til sletning eller afholdelse af generalforsamling). Hvis afnotering alene kunne ske ved en aktionærs opnåelse af tvangsindløsningsmajoritet, vil disse yderligere tiltag og vurderinger ift. tvangsindløsning være uden betydning. Ligeledes ville det i realiteten betyde, at det ville være unødvendigt at foretage en konkret vurdering i relation til kriterierne *investorerne interesser og markedets ordentlige funktion*. En afvisning af at tillade afnotering som følge af (generiske) indsigelser om et manglende marked, adgang til information mv., der altid vil kunne gøres gældende i tilfælde, hvor der ikke kan ske tvangsindløsning, vil således medføre, at der ikke foretages den konkrete vurdering, der kræves efter lovgivningen. Dette vil reelt medføre, at der foretages ”skøn under regel”. Det må derfor kræves, at der, for at afvisning kan komme på tale, kan peges på forhold, der konkret medfører *væsentlig skade* og ikke blot forhold, der vil gøre sig gældende ved afnoteringer i almindelighed.

Endeligt skal fremhæves, at en majoritet på 2/3 af stemmerne og kapitalen på en generalforsamling i henhold til selskabsloven kan vedtage beslutninger, der må anses som langt mere indgribende for aktionærerne, herunder ændre selskabets formål. Ligeledes er det generelt antaget, at man ved en bestyrelsesbeslutning og/eller en generalforsamlingsbeslutning med simpelt flertal f.eks. kan vedtage at sælge samtlige selskabets aktiver (medmindre en ændring af vedtægternes formålsbestemmelse er påkrævet – og selv i denne situation kan ændringen gennemføres med 2/3 flertal).

Der er således ikke – hverken i værdipapirhandelsloven eller selskabsloven – fastlagt særlige vedtagelseskrav for beslutning om at søge et selskabs aktier slettet fra handel eller officiel notering. Dette har basis i det forhold, at børsmarkedet er et forum for kapitalfremskaffelse og ikke et forum for udøvelse af aktionærrettigheder. Det skal således være muligt for selskaber at søge om optagelse til handel, hvis dette er hensigtsmæssigt for selskabet, og blive afnoteret, når det ikke længere er i selskabets interesse at være noteret.

2.3 *De selskabsretlige beskyttelsesregler*

Efter selskabslovens § 108 må der på en generalforsamling ikke træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalselskabets bekostning. Konkret må der i denne sammenhæng lægges vægt på, om ønsket om afnotering ikke er sagligt begrundet, men tjener særinteresser, f.eks. enkelte aktionærs. I dette ligger blandt andet spørgsmålet om, hvorvidt der sker en formueforskydning, der opnås helt eller delvist vederlagsfrit. Dette kan ikke siges at være tilfældet i den foreliggende sag. Beslutningen er således sagligt begrundet i Selskabets forhold, idet det er økonomisk og administrativt uhensigtsmæssigt at opretholde en notering, ligesom Selskabet ikke har benyttet eller påtænker at benytte børsplatformen til kapitalfremskaffelse. Beslutningen på generalforsamlingen om at anmode Selskabets bestyrelse om at søge Selskabet afnoteret kan derfor ikke betragtes som en ugyldig generalforsamlingsbeslutning efter denne bestemmelse, da en afnotering ikke giver visse kapitalejere, i dette tilfælde F K/S, nogle fordele på bekostning af de øvrige aktionærer eller B A/S.

Desuden må det understreges, at minoritetsaktionærerne efter afnoteringen fortsat vil være omfattet af minoritetsbeskyttelsesreglerne i selskabsloven, herunder reglerne til beskyttelse af minoritetsaktionærernes økonomiske og forvaltningsmæssige rettigheder. Det synes da heller ikke at være gjort gældende, at minoritetsrettigheder er tilsidesat i den foreliggende sag, og det er således alene vurderingen af, om afnoteringen er til væsentlig skade, der er relevant.

2.4 *Aktionærrettighedsdirektivet, Overtagelsestilbudsdirektivet og EMRK*

For så vidt angår Aktionærrettighedsdirektivet, er det uklart, hvilke forpligtigelser heri Klager henviser til, idet aktionærernes rettigheder varetages af selskabslovens almindelige bestemmelser. Yderligere beskyttelseskrav, der gælder særligt for noterede selskaber, skal i sagens natur ikke opretholdes efter en notering.

Med henvisning til Overtagelsestilbudsdirektivet formodes det, at Klager henviser til, at direktivet indeholder formkrav for *indløsning* i forbindelse med et gennemført overtagelsestilbud. Afnotering er imidlertid ikke reguleret i Overtagelsestilbudsdirektivet, men derimod i direktiv 2004/39/EF ("**MiFID**"). MiFID, artikel 41, danner basen for værdipapirhandelsloven § 25, stk. 1 (beslutning om sletning truffet af det regulerede marked), og har med sin formulering om, at sletning kan ske "*medmindre der er sandsynlig-*

hed for, at et sådant skridt vil vise sig at være til betydelig skade for investorinteresser eller markedets ordentlige funktion”, også været fundamentet for den i den foreliggende sag relevante bestemmelse om sletning efter anmodning (værdipapirhandelsloven § 25, stk. 3). Et argument om, at beslutningen skulle være i strid med EU-retten, må derfor afvises.

Endelig henviser Klager til den private ejendomsret som fastsat i EMRK. I den sammenhæng skal blot understreges, at der ikke er tale om, at den enkelte aktionær ”berøves sin ejendom”, som beskyttelsen i EMRK protokol 1, art. 1 vedrører.

3 *Vurdering af om afnotering er til væsentlig skade*

Som nævnt ovenfor har ...[fondsbørsen] imødekommet anmodningen om afnotering, da ...[fondsbørsen] ikke fandt det sandsynliggjort, at en sletning af B A/Ss aktier fra handel og officiel notering var (i) til væsentlig skade for (ii) investorernes interesser eller (iii) markedets ordentlige funktion. Spørgsmålet om væsentlighedsvurderingen behandles overordnet umiddelbart nedenfor. I afsnit 3.1 beskrives ...[fondsbørsen]s regler og praksis kortfattet, mens skade for investorernes interesser behandles nedenfor under afsnit 3.2. I afsnit 3.3 behandles spørgsmålet om væsentlig skade for markedets ordentlige funktion.

Som også fremhævet i anmodningen om afnotering vedlagt som bilag 3, tillægger værdipapirhandelsloven alene operatøren af et reguleret marked kompetence til at nægte sletning fra handel, hvis Operatøren kan sandsynliggøre, at sletningen fra handel vil medføre en væsentlig skade for investorerne eller for markedets ordentlige funktion. Værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, tillægger dermed ikke operatøren kompetence til at nægte sletning, hvis der ikke er klare holdepunkter for, at sådan væsentlig skade foreligger. Der er således tale om et meget klart udgangspunkt, og der må være betydelige beviskrav i relation til den ”væsentlige skade”, der skal kunne begrunde en nægtelse af afnotering.

Det fremgår ikke af bestemmelsen i værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, eller af den EU-retlige regulering i MiFID i øvrigt, hvad der skal forstås ved væsentlig skade på investorernes interesser og markedets ordentlige funktion.

I relation til investorernes og markedets interesser kan dette næppe udstrækkes til forhold ud over det børsretlige. Dette vil særligt være investorernes berettigede interesse i, at operatørens markedsplads fungerer ordentligt, samt at handler afvikles effektivt og med den nødvendige gennemsigtighed i forhold til pris mv. Dette er også i tråd med ...[fondsbørsen]’s praksis, der typisk har anvendt bestemmelserne om tvungen sletning i situationer, hvor selskaberne ikke har opfyldt deres oplysningsforpligtelser eller på anden vis ikke har levet op til de krav, der stilles til at være på børsmarkedet. Kriteriet kan ikke omfatte almindelige forhold, som f.eks. adgangen til at kunne afsætte sine værdipapirer over ... [fondsbørsen] eller til at modtage oplysninger, som børsnoterede selskaber er forpligtet til at udsende efter de særlige

regler, der gælder for disse, da det ellers ville gøre afnotering umulig og bestemmelserne om afnotering efter anmodning indholdsløse.

3.1 ...[fondsbørsen]s praksis

Fra ...[fondsbørsen]s praksis og Udstederreglerne, pkt. 2.9, kan udledes, at ...[fondsbørsen] historisk har lagt vægt på nedenstående forhold som et led i vurderingen af, om sletning fra handel er til væsentlig skade for investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion.

- Om beskyttelsen af minoritetsinteresserne er blevet tilsidesat, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet,
- tilslutningen (og evt. indsigelser) på en generalforsamling, hvor punktet om afnotering behandles,
- adgangen til, at aktionærerne kan afhænde deres aktier, indtil selskabet bliver slettet fra handlen på ... [fondsbørsen], og
- hvor mange cirkulerende aktier og tilbageværende aktionærer, der er i det
- pågældende selskab, samt de cirkulerede aktiers markedsværdi, og
- hvis der ikke er opnået fuldt ejerskab, at selskabet, som anmoder om sletning, har en betydelig ejerkoncentration.

I forbindelse med revisionen af Udstederreglerne den 1. juli 2015, blev det i ...[fondsbørsen]s praksis opstillede krav om betydelig ejerkoncentration uden for situationer, hvor der opnås fuldt ejerskab, afskaffet. Denne ændring er i tråd med værdipapirhandelslovens fokus på skadevirkninger for investorerne og markedet, herunder tilsidesættelse af minoritetsinteresser fremfor ejerkoncentration.

Som det fremgår af ...[fondsbørsen]s afgørelse af 24. februar 2016, må der sondres mellem den almindelige skadevirkning for aktionærerne, der i sagens natur følger af en afnotering, i hvilke tilfælde ...[fondsbørsen] kan beslutte at tillade sletning, f.eks. under betingelse af, at der fremsættes et stående købstilbud frem mod afnoteringen, og væsentlig skadevirkning, hvor der ikke kan tillades sletning.

...[fondsbørsen]s praksis samt øvrige betragtninger fremført af Klager i forbindelse med klagen er nærmere behandlet nedenfor under afsnit 3.2 og afsnit 3.3

3.2 Væsentlig skade for investorernes interesse

Det kan efter B A/Ss vurdering ikke antages, at der er børsretlige forhold i relation til investorernes interesse, der er tilsidesat i den foreliggende sag.

En afnotering af Selskabet vil således ikke påvirke investorerne, udover hvad der er en naturlig følge af en afnotering (almindelig skadevirkning).

(a) Minoritetsbeskyttelse

Som redegjort for under afsnit 2.3, kan en afnotering ikke anses for at tillægge F K/S utilbørlige fordele på bekostning af de øvrige aktionærer eller Selskabet. Minoritetsbeskyttelsen er udtømmende reguleret i selskabsloven, og hverken selskabslovens generalklausul eller bestemmelser om ligebehandling er tilsidesat i denne sag. Hertil kommer, at der ikke kan indfortolkes et krav om, at en anmodning om sletning skal kombineres med, at der gennemføres en indløsning af minoritetsaktionærerne. Et krav af denne karakter har ingen hjemmel og ville gøre bestemmelsen i værdipapirhandelsloven § 25, stk. 3, indholdsløs.

(b) Værditab og likviditet

Klager fremhæver i sit indlæg af 17. marts 2016, at afnoteringen er til væsentlig skade for investorernes interesse, da beslutningen har medført et værditab for investorerne. Dette begrundes med, at *”Kursen på udstederens aktier faldt med 42,78 pct. i løbet af de 3 første handelsdage efter offentliggørelsen af sletningen. En likvid børsnoteret aktie blev forvandlet til (forventningen om) en illikvid børsnoteret aktie”*. I den sammenhæng skal indledningsvist bemærkes, at værditab som følge af ophør af optagelse til handel er et af de forhold, som altid kan forekomme ved en afnotering, og således ikke kan tillægges selvstændig vægt ved vurderingen af begrebet *væsentlig skade*, da afnotering ellers aldrig ville kunne finde sted.

Endvidere skal det, som nærmere behandlet under afsnit 1.4, fremhæves, at kursen på B A/Ss aktier var steget fra en lukkekurs på kr. 32,50 før offentliggørelsen af F K/S’ tilbud til en lukkekurs på kr. 97,00 den 24. februar 2016, hvor meddelelse om, at ...[fondsbørsen] havde imødekommet anmodning om sletning fra handel og officiel notering, blev offentliggjort. Det havde fra offentliggørelse af første tilbudsdokument den 10. juli 2015 været kendt i markedet, at F K/S ville anmode om en afnotering, uden at denne forventning om en mulig afnotering forhindrede kursen i at stige. Som nævnt ovenfor udsendte B A/S ingen selskabsmeddelelser i perioden fra 4. december 2015 og frem til ...[fondsbørsen]s afgørelse den 24. februar 2016. I denne periode må der også have været en forventning om, at ...[fondsbørsen] kunne imødekomme anmodningen, og lukkekursen steg alligevel fra kr. 60,00 den 4. december 2015 til kr. 97,00 den 24. februar 2016. Minoritetsaktionærernes påståede værditab som følge af afnoteringen er derfor baseret på en kurs, der i forvejen ikke var funderet i Selskabets forhold, og som må anses som rent spekulativt motiveret eller for en aktionærs vedkommende drevet af et ønske om en strategisk positionering.

I relation til den handlede volumen kan oplyses, at der i perioden 1. januar 2015 til 2. juli 2015 (dagen inden offentliggørelse af F K/S’ købstilbud) var en gennemsnitlig daglig volumen i aktien på ca. 26.057 stk. aktier.

I perioden fra 3. juli 2015 til den 21. september 2015 (dagen inden meddelelse om endeligt resultat) var den gennemsnitlige daglige volumen i aktien

på ca. 42.855 stk. aktier, mens den i perioden fra den 22. september 2015 til den 3. december 2015 (dagen inden indgivelse af anmodning om afnotering) var på ca. 8.055 stk. aktier.

I perioden fra 4. december 2015 til den 23. februar 2016 (dagen inden ...[fondsbørsen]s imødekommelse af anmodning om afnotering) var der en gennemsnitlig daglig volumen i aktien på ca. 10.730 stk. aktier, mens der i perioden fra den 24. februar 2016 til den 29. april 2016, var en gennemsnitlig daglig volumen i aktien på ca. 13.067 stk. aktier.

Det er således ikke korrekt, som anført af Klager, at aktien forvandlede til en illikvid aktie ved offentliggørelsen af meddelelsen om imødekommelse af sletning. Det havde aktien været siden afslutningen af købstilbuddet, hvilket er helt naturligt, som følge af ejerkoncentrationen og idet F K/S' hensigt om at søge Selskabet afnoteret havde været meddelt markedet siden offentliggørelsen af tilbudsdokumentet. Den positive påvirkning på volumen siden meddelelsen om indgivelse af anmodning om afnotering må tilskrives mediernes omtale af sagen, og dermed må volumen også forventes at falde igen, selv hvis en notering opretholdes.

(c) Forringelse af økonomiske beføjelser

Klager fremhæver videre i sit indlæg af 31. marts 2016, at minoritetsaktionærernes økonomiske beføjelser i væsentlig grad forringes, idet de minoritetsaktionærer, der har investeret i B A/S som en del af deres pensionsopsparing, kan blive nødsaget til at tage disse ud af depotet, da der stilles visse begrænsninger for, hvor mange unoterede aktier der kan placeres i et pensionsdepot. Dette forekommer ikke at være et forhold, der under den børs- eller selskabsretlige regulering kan tillægges vægt. Reglerne kan ikke udstrækkes til at beskytte minoritetsaktionærers placering af værdier, og den eventuelle ulempe det må være for minoritetsaktionærerne at trække dem ud igen. Der henvises i øvrigt til Finanstilsynet bemærkninger i pkt. 3.2 til Erhvervsankenævnets kendelse af 30. april 2013 (J.nr. 2012-0033089), herunder særligt, at en investors placering af en aktiebeholdning i et pensionsdepot ikke er blandt de rettigheder og interesser, der er knyttet til at være investor i et selskab, herunder f.eks. retten til at møde på en generelforsamling, afgive stemmer mv.

(d) Tilslutning og adgang til at afhænde aktier

For så vidt angår tilslutningen på generalforsamlingen og aktionærernes adgang til at afhænde deres aktier, skal fremhæves, at en meget stor del af kapitalen, nemlig 86,84 % af det samlede antal afgivne stemmer, stemte for bemyndigelsen til bestyrelsen til at søge om afnotering, hvorimod alene 13,5 % stemte imod forslaget. Som fremhævet ovenfor i afsnit 2.2 er der intet krav om kvalificeret majoritet til at træffe en sådan beslutning. Som også nærmere redegjort for i anmodningen om afnotering, bilag 3, pkt. 6.3, begrænsede indsigelserne fra aktionærerne sig desuden til forhold om begrænsning af likviditeten i aktien, og at informationsniveauet vil blive formindsket efter en afnotering.

Som anført af ...[fondsbørsen] i afgørelsen af 24. februar 2016, kan ingen af disse indvendinger imidlertid statuere en væsentlig skade for investorerne allerede af den årsag, at det således aldrig ville være muligt for et selskab at blive slettet fra handel.

Uanset dette kan det tilføjes, at skønt Selskabet har været genstand for stor investorinteresse siden 3. juli 2015, er det sandsynligt, at likviditeten vil falde yderligere fremadrettet henset til den store ejerkoncentration. Det bør desuden fremhæves, at over halvdelen af Selskabets minoritetsaktionærer, målt på andel af aktiekapitalen, som nærmere beskrevet i afsnit 1.5, er blevet aktionærer, efter offentliggørelse af F K/S' overtagelsestilbud. Disse minoritetsaktionærer må antages at have accepteret risikoen ved afnotering ved deres investering i B A/S.

Det må i øvrigt forventes, at minoritetsaktionærerne fortsat kan have adgang til at sælge deres aktier, såfremt de ønsker det, herunder til F K/S. I denne sammenhæng har Selskabets bestyrelse desuden på selskabets ordinære generalforsamling tilkendegivet, at ville støtte minoritetsaktionærernes mulighed for at sælge deres aktier efter en eventuel afnotering, hvilket blandt andet kan ske ved udnyttelse af bemyndigelse til køb af egne aktier, som vedtaget på selskabets ordinære generalforsamling i april 2016.

For så vidt angår spørgsmålet om reduceret adgang til information, kan det nævnes, at F K/S, i sin egenskab af kapitalfond, blandt andet følger DVCA's retningslinjer for "Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde", herunder af særlig relevans kravene til rapportering og corporate governance i kapitalfondsejede selskaber. Aktionærerne vil derudover naturligvis fortsat have adgang til Selskabets årsrapporter mv. Det skal i tillæg hertil fremhæves, at lovkravet om kvartalsrapporter eller periodemeddelelser for første og tredje kvartal blev ophævet per 26. november 2015, og selv ved en fortsat notering kan informationsniveauet blive centreret omkring den årlige rapportering. B A/S har i øvrigt i indkaldelsen til den ordinære generalforsamling oplyst følgende om den fortsatte oplysning til aktionærerne:

"B A/Ss bestyrelse agter også efter en afnotering, uanset at selskabet ikke er forpligtet hertil, at opretholde et højt finansielt rapporteringsniveau. Selskabet vil derfor fortsat på hjemmesiden offentliggøre sin årsrapport, halvårsregnskabsmeddelelse og kvartalsvise orientering om trafiktal."

Endelig skal det bemærkes, at det ikke kan anses som en minoritetsrettighed at have adgang til et informationsniveau, som påkrævet under de børsretlige regler.

3.3 Væsentlig skade for markedets ordentlige funktion

Det kan ikke antages, at der er børsretlige forhold i relation til markedets ordentlige funktion, der er tilsidesat i den foreliggende sag. En afnotering af Selskabet vil således ikke påvirke markedet, udover hvad der er en naturlig følge af en afnotering (almindelig skadevirkning).

(a) *Ejerkoncentration og cirkuleret mængde aktier*

Det var tidligere et krav efter ...[fondsbørsen]s Udstederregler, at der var opnået en betydelig ejerkoncentration i selskabet, såfremt der ikke samtidig med afnoteringen skete tvangsindløsning. Dette krav er imidlertid afskaffet med Udstederreglerne af 1. juli 2015.

Uanset dette bemærkes, at free-float i B A/Ss aktier er væsentligt reduceret i forhold til før F K/S' købstilbud. Elimineres herfra F K/S' og G ApSs aktiebeholdning samt B A/Ss beholdning af egne aktier var mindre end 15 % af Selskabets aktier i free-float, svarende til ca. 2.000.000 aktier på tidspunktet for indgivelse af anmodningen om afnotering.

Dette er ikke i sig selv nok til, at Selskabet ikke ville kunne opretholde sin notering i forhold til Udstederreglerne, men der er væsentlig forskel på denne situation, hvor Selskabet selv har søgt om en afnotering, og til en situation, hvor ... [fondsbørsen] egenhændigt ville kræve selskabet afnoteret som følge af manglende free-float. En ejerkoncentration som i det foreliggende tilfælde må alt andet lige betragtes som betydelig.

Det skal endvidere fremhæves, at det strider mod markedets (og eventuelle fremtidige investorers) interesse at fastholde notering af selskaber, der ikke ønsker at være optaget til handel, og hvis økonomiske forhold tilsiger, at en fortsat optagelse udgør en belastning for selskabets økonomiske forhold.

(b) *Hensyn til markedet som helhed*

Der ses intet grundlag for, at der ved vurderingen af, om afnotering er til skade for markedets ordentlige funktion, skal tages hensyn til det danske aktiemarked som helhed, om der bliver færre aktier til salg på ... [fondsbørsen] i København eller kvaliteten af den private aktiekultur.

Som beskrevet ovenfor må bestemmelsen derimod ses som en ordensforskrift, der vedrører, hvorvidt den pågældende afnotering kan påvirke ...[fondsbørsen]s funktioner i henhold til Udstederreglerne, herunder hensynet til at markedet drives på en betryggende og hensigtsmæssig måde, markedets sunde funktion, redelig og korrekt handel, mv. jf. værdipapirhandelsloven § 18. Hensynet til investorerne kan i øvrigt iagttages ved, at ...[fondsbørsen] som i det foreliggende tilfælde stiller krav om, at aktionærerne tilbydes at afhænde deres aktier.

Uanset at der ikke i betragtningen skal tages hensyn til det danske aktiemarked som helhed, skal det bemærkes, at en meget restriktiv adgang til afnotering, herunder f.eks. opstilling af et krav om tvangsindløsningsmajoritet kan afskrække selskaber fra at blive noteret i første omgang, idet det reelt vil stavnsbinde dem til kapitalmarkedet, og de dertil knyttede omkostninger og krav om interne ressourcer. Et fleksibelt marked for finansiering er en forudsætning for et velfungerende marked, herunder for at sikre, at markedet er attraktivt for små- og mellemstore virksomheder. Dette omfatter, at selskaber kan blive afnoteret, når det ikke længere er økonomisk hensigtsmæssigt for dem at forblive på markedet.

...”

...[fondsbørsen] har i en redegørelse af 3. maj 2016 udtalt:

”...

1. Retligt grundlag

Det retlige grundlag for anmodning om sletning fra optagelse til handel findes i § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel. Denne er formuleret som følger:

”Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, anmodning om sletning fra handelen, skal operatøren af det regulerede marked tage anmodningen til følge. Sletning kan dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.”

§ 25, stk. 3 i lov om værdipapirhandel m.v. blev senest ændret ved L20 (2006). Det fremgår heraf, at *”de foreslåede stk. 3 og 4 viderefører de gældende bestemmelser i stk. 3 og 4, med de konsekvensrettelser, der følger af, at reglerne om optagelse til notering og om fondsbørser og autoriserede markedspladser ændres. Endvidere er der i stk. 3 sket en sproglig tilpasning til det foreslåede stk. 1”*.

I den oprindelige værdipapirhandelslov – lov nr. 1072 fra 1995 – var § 26, stk. 3 (nu § 25, stk. 3) formuleret som følger:

”Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er noteret på en fondsbørs, anmodning om sletning fra noteringen, skal anmodningen tages til følge, medmindre ...[fondsbørsen] finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse...”

I bemærkningerne til forslag til lov om værdipapirhandel fra 1995 (L 71) er der i relation til bestemmelsen om sletning (§ 26) bl.a. anført følgende:

”...

Mens det for en udsteder er frivilligt at søge værdipapirer optaget til notering på en fondsbørs, har en udsteder, der har fået værdipapirer optaget til notering, ikke automatisk krav på at få en anmodning om sletning af et værdipapir fra noteringen imødekommet. En udsteders anmodning om sletning skal dog, jf., stk. 3, imødekommes, medmindre den pågældende fondsbørs ud fra en samlet vurdering finder, at sletningen ikke vil være i investorernes, låntagers og værdipapirmarkedets interesse.

...

Sletning vil kunne nægtes, såfremt bestyrelsen for en fondsbørs har formodning om, at dette vil være til skade for aktionærerne eller er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning.”

I værdipapirhandelsloven med kommentarer, Werlauff & Moalem (2006), er der i relation til § 25, stk. 3, bl.a. anført følgende:

” ...

Udgangspunktet er her børsretligt, at selskabets anmodning om afnotering tages til følge, jf. hovedreglen i VHL § 25, stk. 3. Men ...[fondsbørsen] kan afslå anmodningen, hvis den ”finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse”. Der skal herved anlægges betragtninger, som i nogen grad er parallelle med principperne bag de selskabsretlige generalklausuler i AL §§ 63, stk. 1, og 80, dvs. om ønsket om afnotering ikke er sagligt begrundet i selskabets interesse, men tjener særinteresser, fx enkelte aktionærers... ”

I Værdipapirhandelsloven med kommentarer, Jesper Lau Hansen (2011), er der i relation til § 25, stk. 3 bl.a. anført følgende:

” ...

Anmodningen om sletning kan skyldes, at udgifterne ved optagelse (afgift til operatøren, publicitetsomkostninger, udgifter til regeloverholdelse, mv.) overstiger fordelene ved den øgede likviditet.

...

Formuleringen af 1. pkt. i stk. 3 giver indtryk af, at en sådan anmodning som udgangspunkt skal imødekommes, medmindre hensynet til investorerne, dvs. de nuværende aktionærer, taler imod, jf. 2. pkt. Der nævnes også markedets ordentlige funktion, men det er vanskeligt at se et hensyn hertil, som ikke dækkes af hensynet til investorerne.

...

Da bestemmelsen viderefører de ældre bestemmelser, må tidligere praksis kunne anvendes. Dansk praksis synes at være meget restriktiv, muligvis også mere restriktiv end svensk.

...

Forarbejderne til den opr. lov 1072/1995 oplyste, at operatøren skal afvise at imødekomme anmodningen, såfremt den har formodning om, at en sletning vil være til skade for aktionærerne eller er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning, jf. FT 1995/96 A 1992. Denne formulering fra forarbejderne modsvarer ordlyden i SL § 108 om majoritetsmisbrug på generalforsamlingen, men efter selskabsretten kræves yderligere, at majoritetsmisbruget er åbenbart. Et tilsvarende krav kan næppe gælde for afgørelse om at tillade sletning. Det er ikke afklaret i forarbejderne, hvor stor opbakningen bag anmodningen om sletning skal være hos udstedernes aktionærer.

...

Efter denne tidligere praksis [opsummeret i Afgørelser og Udtalelser 2003, nr. 3.2] [Bilag ... – Afgørelser og Udtalelser 2003, pkt. 3.2] kræ-

vede KF reelt, at alle aktionærer tiltrådte anmodningen om sletning, og anmodningen skulle derfor have været drøftet på en generalforsamling som særskilt punkt. Referatet skal forelægges KF. Hvis der var uenige aktionærer, skulle disse have et indløsningstilbud, enten i medfør af reglerne om tvangsindløsning efter asl § 20b, eller som et frit købstilbud. Indsigelse fra selv ganske få minoritetsaktionærer vil således hindre sletning, medmindre de tilbydes en indløsningsmulighed på markedsvilkår. Markedsvilkår kan efter omstændighederne være den højeste pris, som hovedaktionæren har betalt de sidste seks måneder, jf. A&U 2001, nr. 1.22, hvilket synes inspireret af reglerne om tilbudspligt. Minoritetsaktionærerne skal have haft mulighed for indløsning eller at sælge til en fair pris, hvorimod det ikke er en hindring for sletning, at de ikke tager imod et tilbud herom.

...

KF udtaler også [i Afgørelser og Udtalelser 2001, nr. 1.24], at i tilfælde, hvor der ikke synes at foreligge krænkelse af minoriteten, vil sletning blive imødekommet, såfremt der fremsættes købstilbud, der giver minoriteten en mulighed for at afhænde deres aktier... ”

Det retlige grundlag for anmodning om sletning fra officiel notering findes i § 22 i lov om værdipapirhandel. Heraf fremgår følgende:

”§ 22. Finanstilsynet kan efter anmodning fra en udsteder af aktier, aktiecertifikater eller obligationer træffe beslutning om officiel notering af det pågældende værdipapir, hvis dette er optaget eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om betingelserne for officiel notering af værdipapirer, jf. stk. 1, og om suspension og sletning af værdipapirer fra notering.”

Denne regel er for så vidt angår et selskabs anmodning om sletning uddybet i § 14, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 om betingelserne for officiel notering af værdipapirer:

”...

Stk. 2. Fremsætter en udsteder af værdipapirer anmodning om ophævelse af en officiel notering, skal anmodningen tages til følge, medmindre Finanstilsynet finder, at sletningen ikke er i investorerne, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.”

Som tidligere gennemgået i ... [fondsbørsen]s indlæg til Erhvervsankenævnet af henholdsvis 30. marts 2016 og 4. april 2016 vedrørende formaliteten i denne sag, så skal spørgsmålet om optagelse til officiel notering samt dermed om sletning herfra, primært anses som en formalitet i forhold til spørgsmålet om optagelse til handel samt sletning herfra. ... [fondsbørsen] skal henvise til denne skrivelse i forhold til en gennemgang af forholdet mellem disse to optagelsesformer. Som der fremgår af nævnte indlæg fore-

går den materielle vurdering af spørgsmålet om anmodning om sletning i forhold til optagelsen til handel. Derfor vil gennemgangen af det retlige grundlag nedenfor relatere sig til denne del.

Det følger af pkt. 2.9 i ... [fondsbørsen]s regler for udstedere af aktier at:

”... [fondsbørsen] kan i overensstemmelse med § 25 i Lov om værdipapirhandel træffe afgørelse om sletning fra handel”.

For så vidt angår den del af bestemmelsen, der vedrører et selskabs anmodning om sletning fra optagelse til handel, fremgår det af vejledningen til denne bestemmelse at:

” ...

Hvis et selskab anmoder om sletning, skal denne anmodning, ifølge værdipapirhandelsloven, tages til følge, medmindre ... [fondsbørsen] på baggrund af en vurdering af selskabets tilstand og særlige situation finder, at sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser, vurderes det bl.a., om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet. Forslaget om sletning skal fremsættes som et separat punkt på dagsordenen på en generalforsamling, og ... [fondsbørsen] lægger i sin vurdering bl.a. vægt på aktionærdeltagelsen og på eventuelle indsigelser fra aktionærerne. En generalforsamlingsbeslutning om at slette selskabet fra handel på ... [fondsbørsen] begrundes derfor ikke i sig selv en sletning.

Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, kontrolleres det bl.a. hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer, der er i det pågældende selskab.

I situationer, hvor ... [fondsbørsen] finder, at der er sandsynlighed for, at sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, men hvor ... [fondsbørsen] vurderer, at denne skade kan afhjælpes, kan ... [fondsbørsen] fastsætte betingelser for sletning. Hensigten hermed er, at skaden for investorerne eller markedets ordentlige funktion, efter opfyldelsen af disse betingelser, ikke er så væsentlig, at en anmodning om sletning ikke kan imødekommes. ... [fondsbørsen] vil normalt kræve, at selskabet sikrer, at aktionærerne kan afhænde deres aktier, indtil selskabet bliver slettet fra handlen på ... [fondsbørsen]. Aktionærer vil således have mulighed for at afhænde deres aktier med den viden, at selskabet efterfølgende bliver slettet fra ... [fondsbørsen].

Ifølge værdipapirhandelsloven har et selskab, hvis aktier er optaget til handel, ret til at få et værdipapir slettet fra handlen på ... [fondsbørsen], såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til handel på et andet reguleret marked.

I situationer, hvor der sikres fuldt ejerskab af et selskab som følge af en tvangsindløsning, sletter ... [fondsbørsen] selskabet uden videre.”

Ovennævnte vejledning fremgår af ... [fondsbørsen]s regelsæt, og er opstået på baggrund af tidligere sager, hvor et selskab har anmodet om sletning.

2. Beskrivelse praksis for sletning fra handel samt ... [fondsbørsen]s generelle anvendelse af reglerne

Det følger af lov om værdipapirhandel § 25, stk. 3, at hvis en udsteder fremsetter en anmodning om sletning fra handelen, så skal operatøren af det regulerede marked tage denne anmodning til følge, men at sletning dog ikke kan foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Såfremt ... [fondsbørsen] finder, at en sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, vil ... [fondsbørsen] skulle tage stilling til, om skadesvirkningerne kan imødegås ved opstilling af konkrete betingelser, der skal opfyldes af selskabet, for at en sletning kan gennemføres. Såfremt ... [fondsbørsen] finder, at en sletning vil være til væsentlig skade, vil ... [fondsbørsen] ikke kunne imødekomme anmodningen om sletning.

Såfremt ... [fondsbørsen] finder, at en sletning ikke vil være til skade for hensynet til investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion, vil en sletning kunne ske uden opstilling af yderligere betingelser fra ... [fondsbørsen]s side.

Reguleringen indeholder ikke en fortolkning af, hvordan begrebet væsentlig skade skal forstås. Ligeledes indeholder reguleringen ikke retningslinjer for et selskabs beslutning om at anmode om sletning. Endelig indeholder værdipapirhandelsloven ikke regler om beskyttende foranstaltninger, der kan imødegå en eventuel skadesvirkning som følge af en sletning fra handel.

I Afgørelser og Udtalelser 2003 er ... [fondsbørsen]s praksis ved behandling af sager om frivillig sletning fra handel beskrevet ... – Afgørelser og Udtalelser 2003, pkt. 3.2]. Denne praksisbeskrivelse danner i store træk grundlag for kommentaren til punkt 2.9 Sletning fra handel i Regler for udstedere af aktier. Beskrivelsen fra 2003 bygger på en forespørgsel om sletning i 2003, hvor ... [fondsbørsen] for at imødekomme selskabets anmodning om sletning satte som betingelse, at der skulle fremsættes et købstilbud efter reglerne i værdipapirhandelsloven.

... [fondsbørsen]s vurdering af begrebet væsentlig skade

... [fondsbørsen] har ikke tidligere (tilbage til 1995) afvist en anmodning om sletning fra handel. Der findes ikke i loven eller i bemærkningerne en fortolkning af, hvad væsentlig skade er. De direkte konsekvenser ved en sletning er, at der ikke længere er en markedsplads for aktierne samt at selskabet ikke længere vil være underlagt oplysningsforpligtelser. Dette kan imidlertid ikke statuere en væsentlig skade for investorerne, alene af den årsag,

at det således aldrig ville være muligt for et selskab at blive slettet fra handel. Endvidere er udgangspunktet i § 25 ”at anmodningen skal tages til følge”, og dermed må der være gjort op med, at skadesvirkningerne herved, ikke i sig selv, kan være væsentlige nok til at forhindre en sletning.

Hvad angår kravet om, at sletning ikke må foretages, hvis det vil være til væsentlig skade for investorenes interesser, skal det bemærkes, at dette hensyn har et bredt sigte, og at det ikke skal forveksles med et minoritets-hensyn, hvor den enkelte aktionær skal beskyttes mod en sletning. Der er tale om en generel vurdering af hensynet til investorenes interesser og markedets funktion.

Selskabet har ikke et ubetinget krav på at blive slettet fra handlen, men der kan siges at gælde en slags formodningsregel. Når ... [fondsbørsen] tager stilling til om sletning er til skade for investorenes interesser, vurderes bl.a. om beskyttelsen af minoritetsaktionærerne er blevet tilsidesat, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet. Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til skade for markedets ordentlige funktion, kontrolleres bl.a. hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer, der er i det pågældende selskab.

Vurderingen af væsentlig skade ved behandling af anmodning om sletning fra handel er særligt relevant i de situationer, hvor en majoritetsaktionær ikke opnår fuldt ejerskab eller mulighed for tvangsindløsning. Siden 2003 har ... [fondsbørsen] behandlet et antal sager, hvor blandt andet selskabets historie og økonomiske situation er taget i betragtning. ... [fondsbørsen]s erfaring viser dog, at de forskellige sager om sletning sjældent kan sammenlignes fuldt ud, da der ofte er særlige forhold der gør sig gældende i de konkrete sager. Tidligere var det primært selskaber, der kunne kategoriseres som nødlidende eller i økonomiske problemer, der anmodede om sletning, men senere har enkelte mere veldrevne selskaber også anmodet om sletning.

... [fondsbørsen]s betingelser for at imødekomme anmodning om sletning

Som nævnt indeholder loven ikke rammer for, hvorvidt en operatør af en markedsplads kan opstille betingelser for at imødekomme eventuelle skadesvirkninger ved en sletning – ej heller rækkeviden af de betingelser som findes nødvendige for at imødegå, at investorenes interesse eller markedets ordentlige funktion lider væsentlig skade.

... [fondsbørsen] har udviklet en praksis, som netop har til hensigt at beskytte investorerne ved blandt andet at betinge en sletning med, at selskabet skal sikre, at aktionærerne kan afhænde deres aktier, indtil selskabet bliver slettet fra handlen på ... [fondsbørsen]. Ifølge denne praksis stiller ... [fondsbørsen] typisk krav om, at der fremsættes et købstilbud forud for at selskabet slettes fra optagelse til handel. Aktionærer vil således have mulighed for at afhænde deres aktier med den viden, at selskabet efterfølgende bliver slettet fra optagelse til handel på ... [fondsbørsen].

I nogle af ... [fondsbørsen]s tidligere sager om sletning har der været et (eller flere) forudgående købstilbud – i andre sager har der ikke været et købstilbud forud for selskabets anmodning om sletning. Det er vanskeligt og vidtrækkende for en operatør af en markedsplads at skulle sætte en specifik

kurs som betingelse for et købstilbud. ... [fondsbørsen] mener ikke, at rækkevidden til at sætte betingelser kan udstrækkes til at diktere en kurs for et købstilbud. ... [fondsbørsen] mener heller ikke, at man kan bruge begreber som en fair pris eller markedspris, som tidligere er set anvendt i ... [fondsbørsen]s afgørelser om sletning, da dette, alt efter situationen, kan tolkes til ugunst for minoritetsaktionærerne. Derfor er praksis med tiden blevet udviklet til, at betingelsen for at skulle fremsætte et købstilbud skal ske med henvisning til reglerne om overtagelsestilbud. Denne praksis er blevet vurderet og accepteret af Finanstilsynet [... og ... – Finanstilsynets vurdering af sager].

... [fondsbørsen] stiller ikke betingelser for at imødekomme en anmodning om sletning, hvor betingelsen udstrækker sig til efter, at selskabet er slettet fra handel.

Antal sletninger på ...[fondsbørsen]’s regulerede marked (hovedmarkedet) i perioden 1. januar 2003 til 29. april 2016 (dog inkl. 18.5.2016)

En oversigt over slettede selskaber kan findes på ...[fondsbørsen]’s hjemmeside: (...)

Baggrund	Antal
Tvangsindløsninger (samt indløsningsret)	54
Konkurser	22
Fusioner	16
Likvidation	7
Anmodning (< 90 % ejerkoncentration)	19
Øvrige	10
I alt	128

Tvangsindløsning ved mindst 90 %

I situationer, hvor der sikres fuldt ejerskab af et selskab som følge af en tvangsindløsning, sletter ... [fondsbørsen] selskabet uden videre.

Det er ... [fondsbørsen]s generelle vurdering, at eventuelle skadesvirkninger ved en sletning fra handel er yderst begrænsede i situationer, hvor aktierne bliver tvangsindløst. I situationer med tvangsindløsning er processen reguleret af selskabsloven, hvorfor ... [fondsbørsen] ikke finder, at der skal tages yderligere beskyttelseshensyn. ... [fondsbørsen] vil i disse tilfælde slette selskabets aktier uden at opstille betingelser. Sletning foretages enten den første dag i 4-ugers perioden, når tvangsindløsning indledes eller den sidste dag i 4-ugers perioden.

På samme vis sletter ... [fondsbørsen] selskaber fra handel uden at opstille betingelser i situationer, hvor et selskab erklæres konkurs, ved fusion med et andet børsnoteret selskab eller i tilfælde af at selskabet likvideres – typisk efter at der foreligger et likvidationsregnskab.

Anmodning om sletning, hvor der ikke er sikret 90 % ejerskab

... [fondsbørsen]s praksis for behandling af sager om sletning fra handel, hvor der ikke er sikret 90 % ejerskab og dermed mulighed for tvangsindløsning, tager udgangspunkt i en anmodning fra 2003, hvor ... [fondsbørsen] for at kunne imødekomme selskabets anmodning om sletning betingede, at spørgsmålet om sletning blev taget op som et selvstændigt punkt på en generalforsamling, samt at selskabet sikrede at minoritetsaktionærerne fik mulighed for at kunne sælge deres aktier i perioden frem til at selskabets aktier blev slettet fra handel.

Siden 2003 har ... [fondsbørsen]s praksis for at behandle anmodninger om sletning forudsat, at selskabet skulle behandle spørgsmålet om sletning som et separat punkt på en generalforsamling. Dette er ikke et krav i loven. En generalforsamlingsbeslutning om at slette selskabet fra handel på ... [fondsbørsen] begrundes imidlertid ikke i sig selv en sletning. ... [fondsbørsen] lægger i sin vurdering derudover vægt på bl.a. aktionærdeltagelsen og på eventuelle indsigelser fra aktionærerne.

Derudover er det ... [fondsbørsen]s praksis, at ... [fondsbørsen] ”I situationer, hvor ... [fondsbørsen] finder, at der er sandsynlighed for, at sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, men hvor ... [fondsbørsen] vurderer, at denne skade kan afhjælpes, kan ... [fondsbørsen] fastsætte betingelser for sletning. Hensigten hermed er, at skaden for investorerne eller markedets ordentlige funktion, efter opfyldelsen af disse betingelser, ikke er så væsentlig, at en anmodning om sletning ikke kan imødekommes. ... [fondsbørsen] vil normalt kræve, at selskabet sikrer, at aktionærerne kan afhænde deres aktier, indtil selskabet bliver slettet fra handlen på ... [fondsbørsen]. Aktionærer vil således have mulighed for at afhænde deres aktier med den viden, at selskabet efterfølgende bliver slettet fra ... [fondsbørsen].”

Derudover vil ... [fondsbørsen] typisk betinge, at selskabet i en meddelelse efter at anmodning om sletning er imødekommet skal beskrive, hvilke konsekvenser dette vil medføre for aktionærerne.

... [fondsbørsen] kan som operatør af et reguleret marked sætte forskellige betingelser, som måtte vurderes relevante. Dog må betingelserne i praksis ikke forhindre at selskabet kan slettes fra handel.

Ved e-mail af 9. maj 2013 har Finanstilsynet tilkendegivet, at;

”Som det ses af bestemmelsen, skal en udsteders anmodning om afnotering som udgangspunkt imødekommes af operatøren af det regulerede marked. Det er dog en betingelse herfor, at det sikres, at investorernes interesser eller markedets ordenlige funktion ikke lider væsentlig skade.”,

samt videre at,

”Rækkevidden af de betingelser, som operatøren af det regulerede marked finder nødvendige for at afdække risikoen for, at afnoteringen ikke medfører, at investorernes interesser eller markedets ordenlige funktion lider væsentlig skade, fastsættes som udgangspunkt af operatøren selv. Det skal dog nævnes, at såfremt operatøren af det regulerede marked fastsætter så mange betingelser og krav, at en afnotering i praksis ikke kan lade sig gøre, vil dette som udgangspunkt stride mod bestemmelsens hovedregel – at en anmodning om afnotering som udgangspunkt skal imødekommes.” [e-mail fra Finanstilsynet af 5. september 2013]

... [fondsbørsen]s forståelse og praksis efter drøftelser med og tilkendegivelser fra Finanstilsynet er, at ... [fondsbørsen] som operatør kan fastsætte forskellige betingelser for at kunne imødekomme anmodning om sletning – for at imødegå de skadesvirkninger, der måtte opstå som følge af at en aktie ikke længere vil kunne handles på en markedsplads og at aktionærerne ikke længere vil have samme transparens omkring selskabet – men at rækkevidden af disse betingelser ikke vil forhindre at en sletning optagelse til handel kan ske.

Oversigt over foretagne sletninger fra optagelse til handel fra 2003 til 2016 (hovedaktionær <90 %):

År	Selskab	Betingelse	antal aktionærer
2009	...	Ingen betingelser (ingen aktiviteter, nødlidende – under afvikling)	29000
2010	...	Ingen betingelser (ingen aktiviteter, nødlidende – under afvikling)	na
2011	...	Ingen betingelser (betydelige økonomiske vanskeligheder, markedsværdi, meget begrænset værdi af beholdninger)	293
2012	...	Betingelse om købstilbud efter reglerne for tvangsindløsning	11600 (ca.)
2012	...	Ingen betingelser (betydelige økonomiske vanskeligheder, markedsværdi, meget begrænset værdi af beholdninger)	1155
2013	...	Ingen betingelser (pga vedtægtsbestemt indløsningsret)	610 / 568
2013	...	Købstilbud - på samme vilkår som tidligere (6 uger)	575
2013	...	Ingen betingelser (dobbeltnoteret på ... - UP hjælper og bekoster aktionærerne)	734 depoter
2014	...	Ingen betingelser (migreret fra aktier til investeringsbeviser - optaget til handel)	
2015	...	Forudsættes at selskabet fortsætter tilbagekøb til	3500

		fast kurs frem til sletning)	
2016	...	Forudsættes at selskabet fortsætter tilbagekøb til fast kurs frem til sletning	<400

Som det fremgår af tabellen ovenfor har ... [fondsbørsen] i perioden behandlet 18 (19 inkl. ...[udenlandsk national bank], men den er ikke relevant for praksis) sager som er ført til sletning fra optagelse til handel, hvor selskabet ikke har haft en hovedaktionær med mere end 90 % aktiemajoritet.

Nedenfor er beskrevet fire relevante sager om anmodning om sletning fra optagelse til handel, hvor selskabet ikke har haft en hovedaktionær, der ejede mere end 90 % af aktierne. To af sagerne blev afsluttet med, at selskaberne valgte ikke at opfylde de opstillede betingelser for at imødekomme en anmodning om sletning fra optagelse til handel. Dermed forblev de optagede til handel.

Selskab 1 - anmodning om sletning fra handel

Beskrivelsen af ... [fondsbørsen]s praksis ved sletninger fra 2003 bygger på en forespørgsel om sletning i 2003, hvor ... [fondsbørsen] for at imødekomme selskabets anmodning om sletning satte som betingelse, at der skulle fremsættes et købstilbud efter reglerne i værdipapirhandelsloven. Nedenfor er gengivet ... [fondsbørsen]s vurdering af sagen.

”Det følger af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, at fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til notering, anmodning om sletning, skal anmodningen tages til følge, medmindre ...[fondsbørsen] finder, at sletningen ikke er i investorerne, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.

...[fondsbørsen] skal således på baggrund af en konkret vurdering af selskabets forhold og den konkrete situation vurdere, om en afnotering vil tilside sætte investorernes eller værdipapirmarkedets interesser.

I det omfang der forud for afnoteringen er sket en fuldstændig indløsning af minoriteten under anvendelse af og i overensstemmelse med reglerne i værdipapirhandelsloven eventuelt kombineret med en tvangsindløsning efter aktieselskabslovens regler, er minoritetsproblemet elimineret. ...[fondsbørsen] sletter således også rutinemæssigt selskaber i tilfælde, hvor der er opnået eller er sikkerhed for en 100 % 's ejerkoncentration som følge af tvangsindløsning eller fusion.

Som udgangspunkt vil afnotering i andre tilfælde normalt forudsætte en betydelig ejerkoncentration.

Et centralt element i investorbeskyttelseshensynet i relation til nægtelse af afnotering er, om der i forbindelse med afnoteringen foreligger en tilside sættelse af minoritetsbeskyttelseshensyn. Dette er baggrunden for ...[fondsbørsen]s praksis om at kræve spørgsmål om afnotering taget op som et selvstændigt punkt på en generalforsamling i selskabet. ...[fondsbørsen] vil efterfølgende - på basis af en udskrift af referatet fra generalforsamlingen om dette punkt - konstatere i hvilket omfang, der har været indvendinger mod afnoteringen, og i givet fald vurdere karakteren af disse indvendinger.

I sådanne tilfælde stiller ...[fondsbørsen] som yderligere forudsætning for en afnotering, at selskabet via et købstilbud sikrer, at selskabets aktionærer kan afhænde deres aktier frem til en afnotering på ...[fondsbørsen]. ”

...[fondsbørsen] havde på det foreliggende grundlag og efter en samlet vurdering ikke fundet anledning til at fravige sin hidtidige praksis på området.

Baggrunden herfor var blandt andet, at [SELSKABET] på tidspunktet for en ønsket afnotering havde cirka 2.300 navnenoterede aktionærer, at [SELSKABET] ikke havde en hovedaktionær, der ejer mere end 90 % af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, og de øvrige aktionærer således ikke havde mulighed for at kræve tvangsindløsning efter aktieselskabslovens regler, og at 30 af de fremmødte aktionærer med i alt 3.219 stemmer, svarende til 1,11 % af de afgivne stemmer, stemte imod forslaget om afnoteringen fra ...[fondsbørsen] på selskabets ekstraordinære generalforsamling den 3. december 2002, hvor 46,97% af B-aktiekapitalen var repræsenteret.

...[fondsbørsen] skulle således på det foreliggende grundlag afslå [SELSKABET]'s anmodning om afnotering.

Under hensyntagen til omfanget og indholdet af aktionærernes indsigelser på den ekstraordinære generalforsamling samt omfanget af børsaktiviteten i selskabets aktier havde ...[fondsbørsen] imidlertid besluttet, at en afnotering af [SELSKABET]'s aktier fra ...[fondsbørsen] i det konkrete tilfælde kunne ske, hvis [SELSKABET] via et købstilbud efter reglerne i værdipapirhandelsloven sikrede, at selskabets aktionærer kunne afhænde deres aktier forud for en afnotering på ...[fondsbørsen].

Selskab 2 – anmodning om sletning fra handel herunder Finanstilsynets undersøgelse

I denne sag var det særligt det store antal minoritetsaktionærer, der var fokus på i ... [fondsbørsen]'s vurdering af skadesvirkningerne. Endvidere var det en af de første sager, hvor en storaktionær forud for anmodningen om sletning havde fremsat et købstilbud til minoritetsaktionærerne. ... [fondsbørsen] besluttede at imødekomme anmodningen om sletning, men henset til antallet af aktionærer dog betinget af, at selskabets hovedaktionær skulle fremsætte et fornyet købstilbud. ... [fondsbørsen] vurderede, at et købstilbud skulle fremsættes på vilkår svarende til vilkårene for en tvangsindløsning (i forhold til kursen), da der dermed ville blive opnået en ligebehandling af aktionærerne, idet kursen var faldet efter gennemførelsen af det frivillige tilbud.

På baggrund af modtagne klager over ... [fondsbørsen]'s afgåelse fra minoritetsaktionærer, der ikke blev anset som part i sagen, gennemførte Finanstilsynet af egen drift en tilsynsundersøgelse af ... [fondsbørsen]'s beslutning om sletning og procedurerne for håndtering af anmodninger om sletning ud fra ... [fondsbørsen]'s praksis. Finanstilsynets vurdering var, at ... [fondsbørsen]'s kontrolforanstaltninger til sikring af beskyttelseshensynene i § 25, stk. 3, 2. pkt. i lov om værdipapirhandel m.v., i tilstrækkelig grad varetages gennem ... [fondsbørsen]'s ”forretningsgang for sletning af selskab på ... [fondsbørsen]”

Finanstilsynet vurderede endvidere, at sletning i den konkrete sag, ikke ville være til væsentlig skade for investorernes interesser samt at såfremt ... [fondsbørsen] ikke havde imødekommet selskabets anmodning om sletning, ville dette have været til væsentlig ulempe for det flertal af de øvrige aktionærer, som til generalforsamlingen havde stemt for sletningen, eller som havde forholdt sig passive.

...

Selskab 3 – anmodning om sletning fra handel, Finanstilsynets vurdering af klage

Et selskab anmodede ... [fondsbørsen] om sletning fra handel efter at have gennemført et tilbagekøb af aktier.

... [fondsbørsen] fandt ikke, at det tidligere gennemførte tilbagekøbstilbud kunne begrunde en afvigelse fra ... [fondsbørsen]s hidtidige praksis, hvorefter der kræves fremsat et købstilbud, når der ikke er opnået eller er sikkerhed for at opnå 100 % ejerskab.

På den baggrund besluttede ... [fondsbørsen] således at imødekomme ansøgningen under forudsætning af opfyldelse af visse af ... [fondsbørsen] nærmere fastsatte betingelser. ... [fondsbørsen] betingede blandt andet, at der blev fremsat et fornyet tilbud til de resterende aktionærer i selskabet samt at købstilbuddet fremsattes på samme vilkår som det tidligere tilbagekøbstilbud, dog således at aktionærerne fik en rimelig frist til at kunne acceptere købstilbuddet. Det var ... [fondsbørsen]s vurdering, at det med disse betingelser blev sikret, at visse aktionærer ikke havde opnået en urimelig fordel frem for andre aktionærer.

Selskabet indklagede afgørelsen til Finanstilsynet. Finanstilsynets vurdering af sagen vedlægges anonymiseret...

Selskab 4 - anmodning om sletning

Et selskabs hovedaktionær – [HOVEDAKTIONÆREN] – fremsatte et købstilbud til aktionærerne i [SELSKABET], idet [HOVEDAKTIONÆREN] forventede at øge sin kontrol med selskabet ved indgåelse af en aftale om køb af yderligere ca. 13,5 % aktier til kurs 10 kr. pr. aktie, således at [HOVEDAKTIONÆREN] ville kontrollere ca. 77 % af aktierne og ca. 79 % af stemmerne. Samtidigt anmodede [HOVEDAKTIONÆREN] selskabet om at medtage et dagsordenspunkt til behandling på selskabets ordinære generalforsamling.

Det fremgik desuden af købstilbuddet, at [HOVEDAKTIONÆREN] som tilbudsgiver ville gennemføre tvangsindløsning jf. Selskabslovens § 70, såfremt der opnås det fornødne ejerskab hertil på 90 % af aktierne.

Det fremgik af resultatet af købstilbuddet, at [HOVEDAKTIONÆREN] havde modtaget accept fra 186 aktionærer med 166.025 stk. aktier.

Af ansøgning om sletning fremgik, at [HOVEDAKTIONÆREN] ejer 79,64 % af selskabets aktiekapital på nom. 31.951.020, svarende til 6.390.204 aktier, mens selskabet besidder 2,48 % egne aktier.

Selskabet afholdt generalforsamling, hvor 92,41 % af den stemmeberettigede kapital var repræsenteret, fordelt på 7 fremmødte aktionærer. Det blev oplyst, at selskabet pr. generalforsamlingsdatoen havde [x] navnenoterede aktionærer.

Forslaget om sletning blev vedtaget med 89,15 % af den tilstedeværende kapital, fordelt på 5 aktionærer af de tilstedeværende aktionærer, mens 10,85 % af den tilstedeværende kapital, fordelt på 2 aktionærer, stemte imod.

Af det fremsendte protokollat af generalforsamlingen fremgik, at to af de fremmødte aktionærer gjorde indsigelse mod forslaget blandt andet med henvisning til, at værdien af selskabet, og dermed værdien af aktierne, både på kort og lang sigt, bedst fremmes som fortsat børsnoteret selskab.

Om baggrunden for at ansøge om sletning oplyses, at [SELSKABET] i 20XX realiserede et underskud på 19 mio. kr. Af årsrapporten for 20XX fremgik således bl.a., at selskabets likviditet mod slutningen af 20XX havde været under pres. Med udgangspunkt i budgettet for 20XX vurderede ledelsen, at selskabet ville have tiltrækkelig likviditet til finansiering af selskabets fortsatte drift i 20XX. Det fremgik videre, at forventningerne til omsætningen var forbundet med en vis usikkerhed, men at selskabet med kort varsel havde mulighed for at iværksætte tiltag, herunder reducere sine omkostninger væsentligt, såfremt likviditetsbudgettet kom under yderligere pres som følge af, at den forventede vækst i omsætningen i 20XX på 5-9 % ikke blev realiseret.

Af indkaldelsen til generalforsamling fremgik, at bestyrelsen støttede det fremsatte forslag om sletning af [SELSKABET], og at det var bestyrelsens opfattelse, at selskabets interesser, når selskabets stilling og situation blev taget i betragtning, var varetaget bedre ved at slette selskabet end ved en fortsat notering, dels som følge af de administrative byrder, der er forbundet med at være børsnoteret, dels fordi en notering vanskeliggør muligheden for bl.a. fremtidig kapitaltilførsel til selskabet. Det var videre bestyrelsens opfattelse, at selskabet – målt på omsætning – grundlæggende var for lille til at være børsnoteret, særligt når det tages i betragtning, at én aktionær besad ca. 80 % af aktiekapitalen. Omkostningerne til at udarbejde et prospekt ved en fremtidig kapitalforhøjelse var alt for høje sammenholdt med størrelsen af en sådan kapitalforhøjelse, idet en for stor del af provenuet ville gå til dækning af omkostninger. Bestyrelsen vurderede videre, at kredsen af investorer ved en evt. kapitalforhøjelse ville begrænse sig til hovedaktionæren, når selskabets seneste resultater tages i betragtning.

Efter bestyrelsens opfattelse ville selskabet ved en sletning have bedre og mere fleksible muligheder for at opnå tilførsel af yderligere egenkapital, og selskabet ville dermed bedre kunne varetage sine langsigtede interesser, såfremt den beskrevne likviditetsrisiko fra årsrapporten måtte indtræffe i løbet af 20XX.

Det var ... [fondsbørsen]s vurdering, at selskabets aktionærkreds overordnet havde forholdt sig passivt overfor spørgsmålet om sletning, idet alene 7 ud af selskabets [x] navnenoterede aktionærer var repræsenteret på den generalforsamling, hvor aktionærerne skulle tage stilling til en sletning af selskabet.

[HOVEDAKTIONÆREN] oplyste i meddelelse om fremsættelse af købstilbuddet, at [HOVEDAKTIONÆREN] havde anmodet selskabet om at optage et punkt på dagsordenen for den ordinære generalforsamling, hvorefter generalforsamlingen bl.a. skulle behandle et forslag om sletning af selskabets aktier. I tilbudsdokumentet oplyste [HOVEDAKTIONÆREN], at man ville søge aktierne i [SELSKABET] slettet, og at [HOVEDAKTIONÆREN] ville gennemføre tvangsindløsning i henhold til selskabsloven, såfremt [HOVEDAKTIONÆREN] som følge af købstilbuddet opnåede 90 % af aktierne i selskabet.

Det er på den baggrund vurderingen, at aktionærene i [SELSKABET] og markedet havde været oplyst om [HOVEDAKTIONÆREN]s intention om at søge selskabet slettet.

Selskabets aktier blev dagen før købstilbuddets fremsættelse handlet til kurs 7,60, således at købstilbuddet medførte en præmie på ca. 31 % i forhold til markedskursen.

... [fondsbørsen] fandt, at der ikke var grundlag for at konkludere, - herunder at de indsigelser og den kritik, som var fremkommet på generalforsamlingen, ikke indeholdt argumenter for, - at en sletning af [SELSKABET] ville være til væsentlig skade for investorernes interesse og markedets ordentlige funktion, jf. § 25 i værdipapirhandelsloven, såfremt visse af ... [fondsbørsen] nærmere fastsatte betingelser blev opfyldt forud for sletning af selskabet.

... [fondsbørsen] imødekom ansøgningen om sletning af [SELSKABET] under forudsætning af, at [HOVEDAKTIONÆREN] forud for en sletning fremsatte et fornyet købstilbud på tilsvarende vilkår, som var gældende for det tidligere fremsatte købstilbud, og således at aktionærene fik en rimelig frist til at kunne acceptere købstilbuddet, jf. tilbudsreglerne i øvrigt.

... [fondsbørsen] fandt det væsentligt, at tilbudsdokumentet nøje beskrev, hvorledes de aktionærer, som ikke accepterede købstilbuddet, vil være stillet efter en sletning af selskabet, hvorfor nedenstående forhold burde beskrives i tilbudsdokumentet eller i en meddelelse, som skulle offentliggøres sammen med tilbudsdokumentet:

- Fremtidsplaner for selskabet som et unoteret selskab.
- Hvorledes aktionærene ville være stillet som aktionærer i et unoteret selskab i forhold til at eje aktier i et selskab optaget til handel.
- Hvorledes selskabet ville informere aktionærene efter en sletning samt om disses eventuelle muligheder for at kunne deltage i eventuelle kapitalrejsninger.
- At selskabet 2 uger efter offentliggørelse af resultatet af købstilbuddet ville blive slettet, idet ... [fondsbørsen] havde imødekommet selskabets ansøgning om sletning, dog betinget af fremsættelse af et fornyet købstilbud på tilsvarende vilkår som var gældende for det tidligere fremsatte købstilbud.
- At tilbudsdokumentet blev fremsendt til de navnenoterede aktionærer.

3. B A/S – sagens faktiske omstændigheder

Den 4. december 2015 anmodede advokat C, D på vegne af B A/S, om sletning af selskabets aktier fra handel og officiel notering på ...[fondsbørsen].

Forløb forud for anmodning om sletning fra handel ...:

Købstilbud:

B A/S offentliggjorde den 3. juli 2015, at storaktionæren F K/S (F K/S, Holdingselskabet af 29. juni 2015 A/S) ville fremsætte et frivilligt købstilbud til aktionærerne i (selskabet).

F K/S fremsatte tilbuddet den 10. juli 2015 med en tilbudspris på 34 kr. pr. aktie á nominelt 20 kr. I forbindelse hermed gjorde F K/S markedet bekendt med intentionen om at søge selskabet slettet fra handel på ...[fondsbørsen]. I forhold til lukkekursen den 2. juli 2015 (dagen før offentliggørelsen af beslutningen om at fremsætte et købstilbud) var der tale om en tilbudskurspræmie på 4,6 %.

Til brug for sin vurdering af det oprindelige købstilbud (på 34 kr.) har bestyrelsen indhentet en fairness opinion fra M, dateret den 3. juli 2015. Denne fairness opinion er udarbejdet efter at selskabet første gang den 22. april 2015 og anden gang den 18. juni 2015 havde opjusteret forventningerne til 2015, og efter at M havde haft adgang til internt, ikke offentliggjort budget/prognosemateriale for hele 2015.

Den 7. august forhøjede F K/S efter forhandlinger med selskabets bestyrelse tilbudskursen til 40 kr. og tilbudsperioden blev samtidig forlænget til udløb den 24. august 2015. Tilbudskurspræmien kan herefter opgøres til 23,1 % i forhold til lukkekursen den 2. juli 2015.

Den 21. august 2015 meddelte F K/S, at man som følge af at man havde opnået kontrol med selskabet, ville fremsætte et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i selskabet på 40 kr. pr. aktie.

Det pligtmæssige tilbud blev afsluttet og meddelelsen om det endelige resultat blev offentliggjort den 23. september 2015. F K/S var herefter ejer af 78,90 % af kapitalen og stemmerettighederne i selskabet (svarende til 80,07 % efter fradrag af B A/Ss beholdning af egne aktier).

Selskabets bevæggrunde for at søge sletning:

B A/S anfører i sin anmodning om sletning fra handel og officiel notering, at F K/S' ønske om en sletning er begrundet i et ønske om at skabe de bedste rammer for B A/Ss videre udvikling.

Det fremgår at bestyrelsen støtter forslaget, herunder under hensyn til, at selskabet ikke har planer om at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen], hvorfor selskabet ikke har behov for børsnoteringen. Det anføres videre at de årlige omkostninger på ca. 2 mio. kr., der er forbundet med børsnoteringen, derfor efter bestyrelsens opfattelse er unødige og overstiger de fordele, som en børsplatform giver enkeltinvestorer.

Det anføres videre, at der i den forbindelse skal tages højde for, at den reelle likviditet i aktien er meget begrænset som følge af aktionærsammensætningen.

Selskabet bemærker i øvrigt i forbindelse med anmodningen om sletning, at B A/S ikke længere opfylder spredningskravet i ... [fondsbørsen]s regelsæt, idet de ca. 80 % af B A/Ss aktier, der besiddes af F K/S, i fremtiden ikke vil være en del af free float. Hvis også Ps aktier og selskabets egne aktier fratrækkes, vil der være et free float i aktien på under 15 %.

Forventninger:

B A/Ss forventninger til regnskabsåret 2015 blev oprindeligt offentliggjort sammen med årsregnskabet for 2014 ved selskabsmeddelelse nr. 241 af 3. marts 2015, hvor det med udgangspunkt i en række forudsætninger omkring trafikudviklingen blev oplyst, at B A/S forventede et positivt resultat i 2015 i intervallet 25 mio. DKK til 35 mio. DKK efter skat, mod et resultat i 2014 på 21,4 mio. DKK efter skat, men før indregning af erstatning i forbindelse med forsikringssag.

Ved selskabsmeddelelse nr. 246 af 22. april 2015 vedrørende periodemeddelelse for 1. kvartal 2015 opjusterede B A/S på baggrund af en stærk trafikudvikling i kalenderårets første måneder forventningerne til årets resultat 2015 fra et resultat i intervallet 25 mio. DKK til 35 mio. DKK efter skat til et resultat i intervallet 35 mio. DKK til 45 mio. DKK efter skat.

Ved selskabsmeddelelse nr. 248 af 18. juni 2015 opjusterede B A/S på baggrund af en fortsat stærk trafikudvikling forventningerne til årets resultat i intervallet 35 mio. DKK til 45 mio. DKK efter skat til et resultat i intervallet 50 mio. DKK til 60 mio. DKK efter skat.

Selskabets turn-around proces:

Det fremgår af bestyrelsens redegørelse afgivet i forbindelse med det frivillige, offentlige købstilbud fremsat den 10. juli 2015 "at den nuværende ledelse i B A/S i 2011 igangsatte en omfattende turn-around proces.

Det fremgår endvidere af bestyrelsens redegørelse, at repræsentanter for aktionærer udgørende ca. 46 % løbende har støttet ledelsens arbejde i relation til turn-around processen med henblik på, at der herefter kunne ske en afhændelse af disse aktiebesiddelser.

Bestyrelsen igangsatte efter udløbet af regnskabsåret 2014 undersøgelser, som havde til formål at afdække mulighederne for gennem en placering af ovennævnte aktieposter at skabe en mere stabil og varig ejerstruktur, der ville kunne understøtte selskabets kommercielle udvikling på en måde, som ville tilgodese virksomheden, medarbejderne, aktionærerne og øvrige interessenters interesser, eventuelt ved et køb af hele virksomheden.

Processen har omfattet henvendelser til et antal potentielle industrielle og finansielle investorer i såvel Danmark som internationalt. Der har imidlertid ikke fra de kontaktede industrielle eller finansielle investorers side været en interesse for at købe hele selskabet.

I maj 2015 blev bestyrelsen kontaktet af repræsentanter for en række større aktionærer, der repræsenterer i alt ca. 76 % af aktierne, som meddelte, at de havde indgået en procesaftale i maj 2015 om på nærmere aftalte vilkår og betingelser at ville afhænde disse aktier til F K/S. Procesaftalen forudsatte, at B A/Ss bestyrelse ville lade F K/S og F K/S' rådgivere gennemføre en begrænset juridisk, finansiell og teknisk gennemgang af B A/Ss virksomhed, og at F K/S på baggrund heraf ville fremsætte et offentligt købstilbud til samtlige B A/Ss aktionærer om køb af deres aktier på samme vilkår som de store aktionærer omfattet af Procesaftalen. Herefter indledte bestyrelsen i maj 2015 en dialog med F K/S om rammerne for Due Diligencen.

Bestyrelsen oplyser i redegørelsen at det tilbud, der er fremsat af F K/S (den 10. juli 2015), indeholder den højeste pris, som er blevet tilbudt pr. aktie i selskabet, og tilbuddet er det eneste, som bestyrelsen har kendskab til, som har omfattet et tilbud til samtlige selskabets aktionærer.

Generalforsamling:

På selskabets ekstraordinære generalforsamling, afholdt den 22. oktober 2015 havde F K/S stillet forslag om sletning af selskabet og dette forslag blev vedtaget med 86,84 pct. af de afgivne stemmer, jf. detaljeret gennemgang nedenfor.

92,28 % af selskabets aktiekapital og stemmer var repræsenteret på generalforsamlingen. 73 aktionærer var fysisk tilstede, 2 aktionærer havde udfyldt afkrydsningsfuldmagt og 163 aktionærer havde afgivet brevstemme. I alt deltog således 238 aktionærer svarende til 17,6 % af samtlige navnenoterede aktionærer (1.347) i generalforsamlingen.

For forslaget om sletning stemte 5 aktionærer, der repræsenterede 11.185.900 stemmer, svarende til 86,84 % af det samlede antal afgivne stemmer. 228 aktionærer, der repræsenterede 1.693.699 stemmer, stemte imod forslaget, svarende til 13,15 % af det samlede antal afgivne stemmer. 5 aktionærer, der repræsenterede 1310 stemmer, stemte blankt, svarende til 0,01 % af det samlede antal afgivne stemmer.

I forbindelse med behandlingen af forslaget var der indlæg fra flere aktionærer. 9 minoritetsaktionærer (herunder P, som er en væsentlig minoritetsaktionær) talte imod en sletning af selskabet på generalforsamlingen.

Aktionærstruktur:

Selskabet har oplyst, at de pr. 9. november 2015 har 1.302 navnenoterede aktionærer.

F K/S ejer i alt 11.176.947 aktier i selskabet, svarende til 78,90 % af det samlede antal aktier (80,07 % efter fradrag af egne aktier).

Selskabet har derudover en anden storaktionær, P, der personligt og gennem selskabet G ApS, den 11. september 2015 gav meddelelse om ejerskab af 709.362 aktier i selskabet, svarende til 5,01 af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

Selskabets egen beholdning af aktier udgør 207.450 aktier, svarende til 1,46 % af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

	Nominelt kr.	Stk. aktier	% af samlet kapital
F K/S	223.538.940	11.176.947	78,90
Nye aktionærer (efter 2. juli 2015)	27.379.040	1.368.952	9,66
Eksisterende aktionærer (pr. 2. juli 2015)	26.389.780	1.319.489	9,31
Ikke-navnenoterede aktionærer	1.876.640	93.832	0,67
B A/Ss egne aktier	4.149.000	207.450	1,46
I alt	283.333.400	14.166.670	100

... [fondsbørsen] har på forespørgsel modtaget ajourførte informationer opgjort pr. 14. juli 2015. Det fremgår heraf, at der i perioden mellem den 2. juli 2015 og 14. juli 2015 er registreret 78 nye navnenoterede aktionærer, svarende til 2 % af den udstedte kapital. I lighed med de ovenfor anførte eksisterende aktionærer pr. 2. juli 2015 har disse aktionærer (dvs. i alt 11,31 %) således investeret i aktier i selskabet forud for offentliggørelsen af intentionen om at søge selskabet slettet fra ... [fondsbørsen]. Derfor bør de i forhold til spørgsmålet om sletning betragtes på lige fod med gruppen af eksisterende aktionærer, der på erhvervelsestidspunktet ikke havde kendskab til F K/S' hensigt om at søge selskabet slettet fra handel. Omvendt formodes der således at være mere end 7 % af aktionærerne, der har investeret i aktierne med den viden, at selskabet vil søge om at blive slettet fra optagelse til handel. Når opgørelsestidspunktet er den 14. juli og ikke den 10. juli, hvor intentionen om sletning blev offentliggjort, skyldes det hensynet til afvikling af handler (t+2). Derfor er den 14. juli det rette opgørelsestidspunkt.

Omsætning og likviditet:

Selskabet har oplyst, at selskabets aktier i perioden 2. juli 2014 til 2. juli 2015 har haft en gennemsnitlig handelsvolumen på ... [fondsbørsen] på 18.448 aktier og en gennemsnitlig omsætning på kr. 489.956. Det er selskabets forventning, at denne omsætning ikke kan opretholdes fremover, henset til ejerstrukturen efter gennemførelsen af F K/S' overtagelsestilbud, hvor en væsentlig del af aktierne ikke er i free float. Selskabet anfører at de ca. 80 % af B A/Ss aktier, der besiddes af F K/S, i fremtiden ikke vil være en del af free float, samt at hvis også Ps aktier og selskabets beholdning af egne aktier fratrækkes, vil der være et free float i aktien på ca. 15 %. Selskabet sammenholder dette med situationen før F K/S' købstilbud, hvor selskabets 4 tidligere storaktionærer ejede ca. 75 % af aktierne i selskabet, og hvor der således var et free float i aktien på ca. 25 %.

Selskabet bemærker således, at B A/S efter F K/S' erhvervelse af aktier ikke længere opfylder hovedspredningskravet i udstederreglerne punkt 2.3.7.3 om fordeling af 25 % af aktierne i offentligheden.

... [fondsbørsen] har analyseret omsætningen i aktien i perioden fra primo 2014 og frem. Den gennemsnitlige daglige omsætning i 2014 var 263.215

kr. og 12.708 aktier, mens den gennemsnitlige daglige omsætning i første halvår af 2015 steg til 727.581 kr. og 26.273 aktier. I første halvår af 2015 offentliggjorde selskabet det første positive resultat i en årrække samt offentliggjorde to meddelelser om opjusteringer. Efter udløbet af tilbudsperioden, fra september 2015 til januar 2016 har den gennemsnitlige daglige omsætning været 660.782 kr. og 12.166 aktier.

Minoritetsaktionærernes indsigelser:

... [fondsbørsen] har modtaget en række henvendelser/indsigelser fra mindre aktionærer (5), ligesom der er afholdt møde med ”gruppen af småaktionærer”, der efter eget udsagn repræsenterer ca. 300 småaktionærer. ... [fondsbørsen] har endvidere modtaget en indsigelse fra Dansk Aktionærforening.

Hovedparten af indsigelserne mod en sletning drejer sig om, at selskabet efter en sletning ikke længere vil være underlagt en oplysningspligt, ligesom der ikke længere vil være en handelsplads, hvor aktien kan omsættes.

Herudover er der fra forskellige minoritetsaktionærer fremkommet indvendinger mod tilbudskursen på de 40 kr. som flere mener ikke er en ”fair pris”. Argumenterne og påstanden fra minoritetsaktionærerne går på, at markedskursen ikke afspejler, at selskabet er i positiv vækst samt at kursen på de to købstilbud fra F K/S udelukkende er baseret på historiske tal og ikke til den faktiske udvikling og forventninger til fremtiden.

Kursudviklingen:

I halvårsmeddelelsen offentliggjort den 20. august 2015 fastholdt selskabet forventningerne til 2015 og oplyste endvidere for første gang om forventningerne til 2016, hvoraf det også fremgik at selskabet havde sikret en fast oliepris i 2016. Selskabet forventer et EBIT-resultat i størrelsesordenen 146 mio. kr. og et resultat for 2016 i størrelsesordenen 92 mio. kr.

Kursen på B A/S aktien er steget fra kursniveauet 45-50 kr. i perioden forud for selskabets anmodning om sletning til et kursniveau over 80 kr. Selskabet har ikke offentliggjort selskabsmeddelelser indeholdende kursrelevante oplysninger siden den 12. november 2015, hvor selskabet offentliggjorde periodemeddelelse for 1. – 3. kvartal. I denne periodemeddelelse fastholdt selskabet forventningerne til 2015 og fastsatte forventninger til resultatet for 2016 til et resultat efter skat i intervallet 90 – 100 mio. kr. ... [fondsbørsen] anmodede den 1. februar 2016 B A/S om at forholde sig til, om der mangler offentliggørelse af kursrelevante oplysninger i markedet. Selskabet oplyste ved brev af 4. februar 2016, at selskabet ikke mener, at der er manglende kursrelevante oplysninger i markedet.

4. ... [fondsbørsen]s vurdering i sagen om B A/S

Ved ... [fondsbørsen]s afgørelse af, om en anmodning om sletning skal imødekommes, følger det af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, at ... [fondsbørsen] som udgangspunkt skal tage anmodningen til følge. Sletning kan dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for at sletning vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion. ... [fondsbørsen] er derfor forpligtet til at foretage en undersøgelse og

vurdering af, om der er sandsynlighed for, at en sletning af B A/S vil være til væsentlig skade for investorernes (aktionærernes) interesser eller markedets ordentlige funktion.

... [fondsbørsen]s vurdering i den konkrete sag skal ses på baggrund af de faktiske omstændigheder, det retlige grundlag samt ... [fondsbørsen]s praksis, som er gennemgået ovenfor.

F K/S gjorde i forbindelse med offentliggørelse af tilbudsdokumentet den 10. juli 2015 opmærksom på intentionen om at søge B A/S slettet fra handel på ... [fondsbørsen]. Den oprindelige købstilbudsperiode løb fra den 10. juli 2015 og sluttede den 12. august 2015. Tilbudskursen var 34 kr. pr. aktie á nominelt 20 kr. I forhold til lukkekursen den 2. juli 2015 (dagen før offentliggørelsen af beslutningen om at fremsætte et købstilbud) var der tale om en tilbudskurspræmie på 4,6 %.

Den 7. august forhøjede F K/S efter forhandlinger med selskabets bestyrelse tilbudskursen til 40 kr. og tilbudsperioden blev samtidig forlænget til udløb den 24. august 2015. Tilbudskurspræmien kunne herefter opgøres til 23,1 % i forhold til lukkekursen den 2. juli 2015. Den 21. august 2015 meddelte F K/S, at man som følge af at man havde opnået kontrol med selskabet, ville fremsætte et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i selskabet på 40 kr. pr. aktie. Det pligtmæssige tilbud blev afsluttet og meddelelsen om det endelige resultat blev offentliggjort den 23. september 2015.

Alle handler foretaget efter offentliggørelsen af tilbudsdokumentet 10. juli 2015 er således blevet foretaget med viden om, at selskabet ville blive søgt slettet fra handel på ... [fondsbørsen], såfremt F K/S ville opnå den fornødne majoritet til selskabsretligt at kunne træffe beslutning herom. Af tilbudsdokumentet fremgår, at tilbudsgiver på visse betingelser havde opnået uigenkaldelige forhåndstilsagn om at erhverve 76,19 % af aktierne og stemmerettighederne på tidspunktet for offentliggørelsen af købstilbuddet.

Af meddelelse om fremsættelse af pligtmæssigt tilbud offentliggjort den 21. august fremgår, at F K/S har erhvervet 76,18 % af aktierne og stemmerettighederne i selskabet. Efter dette tidspunkt har der således været sikkerhed for, at F K/S besad den fornødne majoritet til at kunne stemme en beslutning om sletning igennem på en generalforsamling. Handler foretaget efter dette tidspunkt er således utvivlsomt foretaget med den viden.

Det har således været ... [fondsbørsen]s holdning, at der ved en vurdering af skadesvirkningen for investorerne ved en sletning, ikke skal tages særlige hensyn til denne gruppe af aktionærer, der trods den kendte risiko for sletning, alligevel har valgt at investere i selskabet.

I henhold til kommentaren til punkt 2.9 i ... [fondsbørsen]s regelsæt skal ... [fondsbørsen] bl.a. vurdere, om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet.

Med henblik på at kunne foretage denne vurdering, anmoder ... [fondsbørsen] normalt selskabet om at tage spørgsmålet om sletning op som et selvstændigt punkt på en generalforsamling. På basis af en udskrift af referatet fra generalforsamlingen om dette punkt, foretager ... [fondsbørsen] herefter

en vurdering af eventuelle kommentarer eller indvendinger. ... [fondsbørsen] har i dette tilfælde endvidere modtaget en række henvendelser, som også har indgået i ... [fondsbørsen]s vurdering af, om en sletning vil give visse aktionærer en urimelig fordel. Ligeledes har der været afholdt et møde med ”gruppen af småaktionærer”, der efter eget udsagn repræsenterer ca. 300 småaktionærer. ... [fondsbørsen] har endvidere modtaget en indsigelse fra Dansk Aktionærforening[e-mail fra Dansk Aktionærforening].

92,28 % af selskabets aktiekapital og stemmer var repræsenteret på den ekstraordinære generalforsamling. I alt deltog 238 aktionærer svarende til 17,6 % af samtlige navnenoterede aktionærer (1.347) i generalforsamlingen.

For forslaget om sletning stemte 5 aktionærer, der repræsenterede 11.185.900 stemmer, svarende til 86,84 % af det samlede antal afgivne stemmer. 228 aktionærer, der repræsenterede 1.693.699 stemmer, stemte imod forslaget, svarende til 13,15 % af det samlede antal afgivne stemmer. 5 aktionærer, der repræsenterede 1310 stemmer, stemte blankt, svarende til 0,01 % af det samlede antal afgivne stemmer.

I forhold til andre selskaber der har anmodet om og er blevet slettet fra ... [fondsbørsen] inden for de senere år, er antallet af aktionærer i B A/S ikke specielt højt. I ..., som blev slettet i 2012, var der fx ca. 11.600 aktionærer. I den sag var det bl.a. ... [fondsbørsen]s vurdering, at aktionærkredsen havde forholdt sig passivt over for spørgsmålet om sletning.

Der har, siden det blev kendt, at F K/S ønskede at slette B A/S fra handel på ... [fondsbørsen] været massiv opmærksomhed herom.

Minoritetsaktionærerne i B A/S har været endog særdeles aktive i forhold til hvad ... [fondsbørsen] har set i tidligere sletningstilfælde. Over 90 % af aktiekapitalen var repræsenteret på generalforsamlingen og 13,15 % af det samlede antal afgivne stemmer stemte imod en sletning. I Selskab 2, som refereret til i dette dokument afsnit 2, var 85,20 % af aktiekapitalen repræsenteret på generalforsamlingen, mens alene 0,45 % stemte imod en sletning og i Selskab 3, som refereret til i dette dokument afsnit 2, var 92,41 % af aktiekapitalen repræsenteret på generalforsamlingen og 10,85 % stemte imod en sletning.

Der var på generalforsamlingen den 22. oktober 2015 indlæg fra 9 minoritetsaktionærer, hvoraf den ene var P, der må betegnes som en væsentlig minoritetsaktionær (>5 %), og en anden var Q, der er initiativtager til gruppen af småaktionærer, der efter eget udsagn repræsenterer ca. 300 småaktionærer. ... [fondsbørsen] har endvidere efterfølgende modtaget en række henvendelser/indsigelser fra mindre aktionærer.

Minoritetsaktionærerne har således gjort meget for at give deres holdning til sletningen til kende, og det anføres da også af Jesper Lau Hansen, Værdipapirhandelsloven med kommentarer (2004-2005) s. 95, at ”Indsigelser fra selv ganske få minoritetsaktionærer vil således hindre sletning, medmindre de tilbydes en indløsningsmulighed på markedsvilkår.”. Referencen til markedsvilkår må her skulle forstås i sammenhæng med, at der ikke forud for anmodningen har været fremsat et købstilbud efter overtagelsestilbudsreg-

lerne, således som det har været tilfældet i senere praksis og også er det i B A/S-sagen.

Hovedparten af indsigelserne, der er fremkommet mod en sletning har drejet sig om, at selskabet efter en sletning ikke længere vil være underlagt en oplysningspligt, ligesom der ikke længere vil være en handelsplads, hvor aktien kan omsættes. Efter ... [fondsbørsen]s vurdering, kan ingen af disse indvendinger imidlertid i sig selv statuere en væsentlig skade for investorerne i § 25, stk. 3's, forstand. Såfremt dette var tilfældet, ville det således aldrig være muligt for et selskab at blive slettet fra handel. Endvidere er udgangspunktet i § 25, stk. 3, "at anmodningen skal tages til følge", og dermed må der være gjort op med, at de naturlige konsekvenser ved en sletning herved, ikke i sig selv, kan være væsentlige nok til at forhindre en sletning.

At det generelt kan være i investorernes og værdipapirmarkedets interesse at opretholde en børsnotering synes heller ikke tilstrækkeligt til at begrunde et afslag på sletning. Det er i længden ikke i hverken investorernes eller værdipapirmarkedets interesse at fastholde en notering af aktier, som det udstedende selskab ikke selv ønsker.

I sin anmodning om fra sletning fra optagelse til handel anførte selskabet, at selskabet ikke har planer om at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen], hvorfor selskabet ikke har behov for børsnoteringen. Det anførtes videre, at de årlige omkostninger på ca. 2 mio. kr., der er forbundet med børsnoteringen, derfor efter bestyrelsens opfattelse er unødige og overstiger de fordele, som en børsplatform giver enkeltinvestorer.

Efter ... [fondsbørsen]s opfattelse er dette udsagn ikke repræsentativt for enkeltinvestorerne, hvilket underbygges af de mange indsigelser og modstanden mod sletningen fra aktionærene. Det er endvidere ... [fondsbørsen]s vurdering, at den årlige omkostning ved at være børsnoteret er en mindre post i et selskab som B A/S, der ikke er et nødlidende selskab.

Herudover er der fra forskellige minoritetsaktionærer fremkommet indvendinger mod tilbudskursen på de 40 kr. som flere mener ikke er en "fair pris". Argumenterne og påstanden fra minoritetsaktionærene går på, at markedskursen ikke afspejler at selskabet er i positiv vækst samt at kursen på de to købstilbud fra F K/S udelukkende er baseret på historiske tal og ikke til den faktiske udvikling og forventninger til fremtiden.

Til brug for sin vurdering af det oprindelige købstilbud (på 34 kr.) har bestyrelsen indhentet en fairness opinion fra M, dateret den 3. juli 2015. Denne fairness opinion er udarbejdet efter at selskabet første gang den 22. april 2015 og anden gang den 18. juni 2015 havde opjusteret forventningerne til 2015, og efter at M havde haft adgang til internt, ikke offentliggjort budget/prognosemateriale for hele 2015. ... [fondsbørsen] har ikke fået forelagt denne fairness opinion til gennemgang, men har lagt til grund, at en sådan har været bestilt af- og udarbejdet til B A/S ledelse for at kunne tage stilling til det oprindelige købstilbud fra F K/S. Når ... [fondsbørsen] ikke har udbedt sig denne fairness opinion skyldes det, at ... [fondsbørsen] som markedsplads ikke skal eller kan forholde sig til, hvad en korrekt kurs er for en aktie, og derfor heller ikke skal sætte en specifik kurs for et købstilbud for at kunne imødekomme en anmodning om sletning fra optagelse til handel. I

sidste ende må det være ledelsen i det pågældende selskabs ansvar at vurdere, om et givent tilbud er tilstrækkeligt attraktivt til at ville anbefale det til selskabets aktionærer. Det fremgår i den sammenhæng, at bestyrelsen for B A/S først i sin redegørelse af 14. august 2015 vedrørende tillæg til tilbuds-dokument af 10. august 2015 (det forhøjede frivillige tilbud) anbefalede sine aktionærer at acceptere det fremsatte købstilbud.

Kursen på F K/S' to købstilbud indeholdt en præmie i forhold til lukkekursen på B A/S den 2. juli 2015 på hhv. 4,6 % og 23,1 % (det forhøjede og det pligtmæssige tilbud). ... [fondsbørsen] kan ikke kræve, at et købstilbud skal indeholde en specifik kurspræmie til minoritetsaktionærerne – og må henholde sig til, at de to købstilbud er afgivet i overensstemmelse med reglerne for overtagelsestilbud.

I halvårsmeddelelsen offentliggjort den 20. august 2015 fastholdt selskabet forventningerne til 2015 og oplyste endvidere for første gang om forventningerne til 2016, hvoraf det også fremgik, at selskabet havde sikret en fast oliepris i 2016. Selskabet forventede et EBIT-resultat i størrelsesordenen 146 mio. kr. og et resultat for 2016 i størrelsesordenen 92 mio. kr.

Kursen på B A/S aktien steg fra kursniveauet 45-50 kr. i perioden forud for selskabets anmodning om sletning i efteråret 2015 til et kursniveau over 90 kr. (højeste lukkekurs var kurs 97 i februar 2016). Den væsentligste del af denne kursstigning har fundet sted i perioden efter selskabet formelt indsendte sin anmodning om sletning fra optagelse til handel til ... [fondsbørsen] dateret den 4. december 2015. Selskabet har ikke offentliggjort selskabsmeddelelser indeholdende kursrelevante oplysninger siden den 12. november 2015, (bortset fra anmodning om sletning fra optagelse til handel offentliggjort den 4. december 2015), hvor selskabet offentliggjorde periode-meddelelse for 1. – 3. kvartal, og indtil ... [fondsbørsen] traf beslutning om at imødekomme selskabets anmodning på visse betingelser den 24. februar 2016. I denne periodemeddelelse fastholdt selskabet forventningerne til 2015 og fastsatte forventninger til resultatet for 2016 til et resultat efter skat i intervallet 90 – 100 mio. kr. ... [fondsbørsen] anmodede den 1. februar 2016 B A/S om at forholde sig til, om der manglede offentliggørelse af kursrelevante oplysninger i markedet. Selskabet oplyste ved brev af 4. februar 2016, at selskabet ikke mente, at der var manglende kursrelevante oplysninger i markedet. Der er således ikke noget af det fra selskabet til markedet oplyste, der kan forklare den voldsomme kursstigning. Det er muligt, at kursstigningen skyldes, at markedet havde høje forventninger til udsteders indtjeningsmæssige udvikling, men det er også muligt, at stigningen skyldes anden form for spekulation - eksempelvis at visse aktionærer har haft en interesse i at købe mest muligt op - eventuelt for at forhindre en tvangsindløsningssituation. Pointen er, at det ikke er muligt for ... [fondsbørsen] at konkludere præcist, hvad det er, der har drevet denne kraftige kursudvikling.

Prisen på olie må antages at være et væsentligt element for B A/S' driftsomkostninger – og selskabet har således sikret sig olieprisen med fastpris-kontrakter for hele 2016, hvilket fremgår af selskabets forventninger. I perioden fra juli 2015, hvor F K/S fremsætter købstilbud og frem til februar 2016 er olieprisen faldet fra ca. 63 USD til ca. 34 USD. Det kan ikke udelukkes, at

olieprisudviklingen kan have haft indflydelse på kursudviklingen for aktien trods den udmeldte fastpriskontrakt for 2016.

(...)

... [fondsbørsen] har endvidere ikke kunne finde oplysninger om professionelle analytikere, der løbende har dækket B A/S i perioden forud for selskabets anmodning om sletning fra optagelse til handel.

... [fondsbørsen] har således ikke grundlag for at konkludere, at kursen for B A/S-aktierne ikke er fair eller korrekt – hverken i perioden forud for offentliggørelsen af købstilbuddet eller i den efterfølgende periode.

... [fondsbørsen] har lagt til grund;

- at aktien har været omsat dagligt og at markedet løbende har dannet en kursværdi for aktien,
- at bestyrelsen har fået foretaget en fairness-opinion, samt at bestyrelsen, med denne som grundlag, anbefaler aktionærerne at tage imod det forhøjede købstilbud på kurs 40,
- at ... [fondsbørsen] ikke har grundlag for at konkludere, at selskabet skulle have overtrådt oplysningsforpligtelserne, hvorfor markedet må forudsættes at have tilstrækkelige oplysninger til at fastsætte kursen.

Selskabet har anført i forbindelse med anmodningen om sletning, at B A/S ikke længere opfylder spredningskravet i ... [fondsbørsen]s regelsæt, idet de ca. 80 % af B A/S' aktier, der besiddes af F K/S, i fremtiden ikke vil være en del af free float. Hvis også Ps aktier og selskabets egne aktier fratrækkes, vil der være et free float i aktien på under 15 %.

... [fondsbørsen] har hertil bemærket, at opgørelsen af free float i henhold til ... [fondsbørsen]s regelsæt (punkt 2.3.7) tager udgangspunkt i at 25 % af aktierne inden for samme klasse er fordelt i offentligheden. I denne sammenhæng betyder "offentligheden" en person, som direkte eller indirekte ejer mindre end 10 % af selskabets aktier eller stemmerettigheder. I henhold til denne definition er free float i selskabet 21,10 % (og 19,64 % hvis selskabets egne aktier også fraregnes). Dette er ikke en så lille free float, at selskabet ikke ville kunne opretholde sin notering på ... [fondsbørsen]. Forud for F K/S' overtagelse af de tidligere hovedaktionærers aktiebeholdninger var free float i selskabet i omegnen af 33 %. Siden F K/S' fremsættelse af købstilbud har der været en netto-tilgang i antallet af aktionærer trods markedets viden om, at selskabet var i en proces mod en ønsket sletning. Dette har således ikke afholdt nye aktionærer fra at gå ind i selskabet.

Endvidere har det været selskabets forventning, at omsætningen i aktien ikke vil kunne opretholdes fremover henset til ejerstrukturen. Hertil har ... [fondsbørsen] bemærket, at henset til at selskabet har været igennem en turn-around proces med en forbedret indtjening og et stærkt cash flow, kan dette have været medvirkende til at forklare den øgede omsætning i aktien siden 2014. Denne proces kan forventes at skabe et grundlag for fortsat likviditet i aktien trods den ændrede ejerstruktur.

... [fondsbørsen] har yderligere bemærket, at B A/S på dagen for den ekstraordinære generalforsamling offentliggjorde endnu en opjustering, hvorefter resultatet blev opjusteret fra intervallet 50 - 60 mio. DKK til 60 -70 mio. DKK efter skat. Denne meddelelse blev offentliggjort kl. 9.30 den 22. oktober, 2015. Dette var på præcis samme tidspunkt, som den ekstraordinære generalforsamling gik i gang. Det betød, at kun de på generalforsamlingen fremmødte investorer havde mulighed for at tage dette med i betragtning i forhold til afstemningen om sletning. Det kan ikke udelukkes, at nogen af de aktionærer, der havde valgt ikke at deltage i generalforsamlingen, ville have haft en anden holdning til spørgsmålet om sletning, såfremt de havde vidst, at selskabets økonomiske forventninger havde ændret sig siden fremsættelsen af det pligtmæssige tilbud. Det er dog ... [fondsbørsen]s vurdering, at dette ikke ville have ændret på, at forslaget om sletning fra handel var blevet vedtaget, da F K/S allerede havde den fornødne majoritet. ... [fondsbørsen] har derudover ikke modtaget henvendelser om, at selskabsmeddelelsen om opjusteringen skulle have haft betydning for minoritetsaktionærers holdning og deltagelse på den ekstraordinære generalforsamling.

På baggrund af den information ... [fondsbørsen] har modtaget og gennemgået, har det været ... [fondsbørsen]s vurdering, at der ikke er fremkommet indsigelser eller foreligger andre forhold, der taler væsentligt imod en sletning af selskabet. Herunder har det været ... [fondsbørsen]s vurdering, at den usikkerhed, der har været rejst omkring selskabets værdi, hvilket er understreget af den seneste tids kursudvikling, ikke har tilstrækkeligt underbygget til at kunne konkludere, at F K/S skulle have opnået urimelige fordele på bekostning af de øvrige aktionærer eller selskabet. Endvidere har det været vurderingen, at der ikke var fremkommet forhold, som talte væsentligt imod, at ... [fondsbørsen] skulle imødekomme anmodningen om sletning af selskabet.

... [fondsbørsen] har således lagt til grund:

- at F K/S har fremsat såvel et frivilligt som et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i selskabet,
- at bestyrelsen i selskabet til brug for sin vurdering af det oprindelige købstilbud indhentede en fairness opinion fra M,
- at bestyrelsen har anbefalet aktionærerne, at tage imod tilbuddet af 24. august 2015,
- at bestyrelsen støtter F K/S' ønske om sletning af selskabets aktier,
- at aktionærerne i selskabet har haft et tilstrækkeligt grundlag til på generalforsamlingen at kunne træffe beslutning om forslaget om sletning af selskabet fra handel på ...[fondsbørsen],
- at aktionærerne i selskabet i en lang periode har haft mulighed for at sælge deres aktier velvidende at selskabet ville blive søgt slettet fra handel på ...[fondsbørsen] – endda til en kurs der var højere end tilbudskursen,
- at minoritetsaktionærerne har været særdeles aktive i forhold til spørgsmålet om sletning fra handel ved deltagelse på generalforsamling og ved frembringelse af indsigelser, men at det er ... [fondsbørsen]s vurdering, at der ikke er fremkommet indsigelser eller er andre

forhold der taler for at en sletning af selskabet vil resultere i væsentlig skade,

- at der er en tilstrækkelig likviditet i aktien til at kunne opretholde optagelse til handel, hvorfor denne del af selskabets argumentation ikke indgår i vurderingen,
- at aktionærerne igennem både et frivilligt og pligtmæssigt tilbud er blevet tilbudt en pris i overensstemmelse med lovgivningens krav til overtagelsestilbud og at aktionærerne er blevet tilbudt en tilbudskurspræmie på 23,1 % i forhold til lukkekursen den 2. juli 2015,
- at der ved ... [fondsbørsen]s afgørelse om sletning ikke bør tages et særligt hensyn til aktionærer, der har erhvervet aktien i perioden efter fremsættelsen af det pligtmæssige tilbud,
- at de aktionærer, der har erhvervet aktien i perioden mellem fremsættelsen af det frivillige tilbud den 10. juli og indtil det pligtmæssige tilbud den 21. august, har været vidende om, at der var en betydelig risiko for, at F K/S ville opnå en tilstrækkelig høj andel af aktierne til at kunne træffe en selskabsretlig beslutning om at anmode om sletning,
- at den kursudvikling, der har været i aktien efter udløbet af købstilbuddet ikke umiddelbart kan forklares med baggrund i de oplysninger, der er offentliggjort fra selskabet,
- at der efter selskabets opfattelse ikke er manglende kursrelevante oplysninger i markedet, jf. brev af 4. februar 2016 fra selskabets bestyrelsesformand,
- at der ikke er et tilstrækkeligt grundlag for at konkludere, at F K/S opnår en urimelig fordel ved sletningen af selskabet,

I situationer, hvor der imidlertid er sandsynlighed for, at en sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, uden at der er tale om en væsentlig skade, kan ... [fondsbørsen] fastsætte betingelser for at afhjælpe denne skade. I sådanne tilfælde kan ... [fondsbørsen] eksempelvis kræve, at selskabet sikrer, at aktionærerne kan afhænde deres aktier, indtil selskabet bliver slettet fra handlen på ... [fondsbørsen] ved at tilbyde at købe de udestående aktier. De resterende aktionærer vil således have mulighed for at afhænde deres aktier velvidende, at selskabet vil blive slettet fra handel på ... [fondsbørsen] på baggrund af ... [fondsbørsen]s imødekommelse af selskabets anmodning om sletning fra handel. ... [fondsbørsen] har ikke fundet anledning til at fravige denne praksis i den konkrete sag.

I lyset af kursudviklingen i aktien i perioden efter anmodning om sletning fra handel har ... [fondsbørsen] overvejet alternative modeller for at opstille betingelser for at imødekomme B A/Ss anmodning.

1. Købstilbud på markedskurs eller til en gennemsnitskurs
2. Kræve ny fairness opinion

Ad 1) Kursen på B A/S er efter selskabets anmodning om sletning steget markant uden at der er tilgået markedet nye selskabsspecifikke oplysninger.

Finanstilsynet har ved udkast til afgørelse om beslutning om sletning af selskab 3, som refereret til i dette dokumentets afsnit 2, vurderet, at ... [fondsbørsen] har adgang til at opstille betingelser for at imødekomme en anmodning om sletning. Dog har Finanstilsynet ved e-mail af 5. september 2013 tilkendegivet, at det vil stride mod bestemmelsens hovedregel såfremt ... [fondsbørsen] fastsætter så mange betingelser og krav, at en sletning i praksis ikke kan lade sig gøre.

Det er ... [fondsbørsen]s vurdering, at adgangen til at opstille betingelser ikke kan udstrækkes til at kunne kræve et nyt købstilbud til en markedskurs, der er dobbelt så høj som kursen på det forudgående købstilbud eller til en gennemsnitskurs. Såfremt ... [fondsbørsen] gjorde dette, ville det ligeledes skabe ulighed mellem de aktionærer, der accepterede det oprindelige købstilbud på kurs 40, og dem der efterfølgende ville blive tilbudt en højere kurs, medmindre disse aktionærer efter lovgivningen vil være berettiget til den samme højere kurs. Endvidere har ... [fondsbørsen] ikke praksis for at stille betingelser til kursen for et købstilbud, der afviger fra reglerne i bekendtgørelse om overtagelsestilbud. Det er dertil vurderingen, at ... [fondsbørsen] ikke med hjemmel i værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, kan stille så vidtgående betingelser. Endeligt er det for ... [fondsbørsen] uklart, hvilke faktorer, der har forårsaget den store kursstigning i perioden efter selskabets anmodning om sletning fra handel.

Ad 2) Selskabets bestyrelse har selv foranlediget, at der blev foretaget en fairness opinion for at kunne forholde sig til F K/S' købstilbud i forbindelse med udarbejdelsen af bestyrelsens redegørelse. Nogle minoritetsaktionærer har indikeret, at kursen for købstilbuddet ikke er fair og at forudsætningerne for den gennemførte fairness opinion ikke er offentligt kendt. ... [fondsbørsen] har ikke grundlag for at konkludere, at kursen på købstilbuddet var urimelig, og har heller ikke grundlag for at mistænke selskabet for ikke at have opfyldt oplysningsforpligtelserne.

Aktien har været handlet dagligt og kursen på købstilbuddene har på fremsættelsestidspunkterne været højere end markedskursen. ... [fondsbørsen] har ikke praksis for at betinge en sletning med, at selskabet får foretaget en uvildig værdiansættelse. I en enkelt sag om sletning af et selskab fra First North, hvor der var en helt åbenlys diskrepans mellem selskabets markedsværdi og værdierne i selskabet, opstillede ... [fondsbørsen] som betingelse, at selskabet skulle gennemføre en uvildig værdiansættelse af selskabet. Det bemærkes en passant, at det omhandlede selskab valgte ikke at forfølge anmodningen om sletning yderligere.

På baggrund af ovenstående fandt ... [fondsbørsen], at en sletning skulle betinges af, at F K/S fremsatte et købstilbud på vilkår svarende til det tidligere fremsatte pligtmæssige købstilbud, medmindre lovgivningen foreskrev en højere kurs, hvilket kunne have været tilfældet eksempelvis efter overtagelsestilbudsreglerne. ... [fondsbørsen] anfører endvidere, at dette evt. kunne opfyldes ved, at F K/S i perioden frem til sletning lagde en stående købsordre i markedet, forudsat at dette ikke ansås at være i strid med kapitel 10 i lov om værdipapirhandel.

Ved fremsættelse af et fornyet købstilbud fandt ... [fondsbørsen] det endvidere væsentligt, at tilbudsgiver i tilbudsdokumentet særligt fremhævede følgende forhold:

- at selskabets anmodning om sletning er blevet imødekommet af ... [fondsbørsen] under forudsætning af fremsættelse af et fornyet købstilbud eller en stående købsordre,
- at selskabet efter udløb af tilbudsperioden således vil blive slettet fra handel,
- at en aktionær kan vælge at fortsætte som aktionær i det unoterede selskab,
- at det af et nyt tilbudsdokument klart skal fremgå, hvilke konsekvenser den efterfølgende sletning fra handel vil have for selskabets oplysningsforpligtelser og omsætteligheden af selskabets aktie.

Selskabet skulle endvidere gøre aktionærerne opmærksomme på sletningen, når der fremadrettet offentliggøres meddelelser fra selskabet.

... [fondsbørsen] vurderede, at sletningen af selskabet ville kunne tage effekt minimum 6 uger efter ... [fondsbørsen]s offentliggørelse af meddelelse om sletningen.

På baggrund af ovenstående vurdering besluttede ... [fondsbørsen] således at imødekomme B A/S' anmodning om sletning på de ovennævnte betingelser.

Henset til den store bevågenhed som sagen har haft samt henset til et ønske om yderligere at sikre, at den af ... [fondsbørsen] truffne beslutning var korrekt af respekt for alle berørte parter, valgte ... [fondsbørsen], at forelægge sit udkast til afgørelse samt det relevante bagvedliggende materiale for Advokatpartnerselskabet Mazanti-Andersen Korsø Jensen med henblik på en vurdering af ... [fondsbørsen]s udkast til afgørelse i lyset af rammerne i lov om værdipapirhandel § 25, stk. 3, og den eksisterende praksis. For så vidt angår Advokat R og Advokat S vurdering af dette spørgsmål, henvises til uddrag af skrivelse fra disse vedlagt som bilag ... [fondsbørsen] bad ligeledes om en vurdering af, om der i den konkrete sag kan antages at foreligge en utilbørlig fordel for en aktionær på bekostning af øvrige aktionærer, der kan begrunde, at skadesvirkningerne ved en sletning er så væsentlige, at en anmodning om sletning ikke skal imødekommes. Advokaternes vurdering af dette spørgsmål fremgår ligeledes af ovennævnte uddrag i bilag ... Som det fremgår af bilaget har advokaternes gennemgang ikke medført bemærkninger, der har medført ændringer i ... [fondsbørsen]s udkast til afgørelse. ... [fondsbørsen]s afgørelse meddeltes herefter B A/S den 24. februar 2016.

5. Klagers påstande og argumenter

Det fremgår af klagers skrivelse af 17. marts, 2016 til Erhvervsankenævnet, at klager gør gældende, at ”betingelserne for sletning i lov om værdipapirhandel § 25, stk. 3, sammenholdt med pkt. 2.9 i Regler for udstedere af aktier, ikke er opfyldt, idet det er sandsynligt, at en sletning fra notering vil være til væsentlig skade for investorernes interesser og/eller til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion.” Det fremgår ligeledes, at ”en sletning vil

betegne en børs- og markedsretlig glidebane, i forhold til det, der bør være normalsituationen i forbindelse med sletning. ”Det anføres, at der ”bør rettes et så gunstigt tilbud til minoritetsaktionærerne, at hovedaktionæren opnår mere end 90 % af kapitalen og dermed kan tvangsindløse de resterende under 10 %.” Det fremføres ligeledes, at såfremt en sletning ”tillades i en situation, som den foreliggende underminerer det reelt tvangsindløsningsgrænsen på 90 %”. ... [fondsbørsen] er ikke enig i denne tolkning af reglerne. Såfremt ovenstående skulle være udgangspunktet, ville det ikke være relevant overhovedet at have en sletteregel, idet et selskab, hvor hovedaktionæren opnår mere end 90 % af kapitalen, altid vil kunne tvangsindløse og dermed ad den vej opnå en sletning af selskabet.

Som det fremgår under afsnittet vedrørende ... [fondsbørsen]s praksis, som beskrevet i afsnit 2, vil ... [fondsbørsen] i tilfælde, hvor en hovedaktionær besidder mindre end 90 % altid foretage en konkret vurdering af, om der foreligger skadesvirkning, og om denne er væsentlig, for enten investorerne eller markedet, hvorimod sletning fra optagelse til handel accepteres uden videre i tilfælde, hvor der besiddes mere end 90 %. ... [fondsbørsen]s imødekomme af B A/S’ anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering, kan således ikke betegnes som en børs- og markedsretlig glidebane, men som værende i tråd med ... [fondsbørsen]s hidtidige praksis, der er blevet vurderet af Finanstilsynet – både i forhold til konkrete sager, men også i en undersøgelse foretaget af Finanstilsynet i 2012 med netop det formål, at gennemgå ... [fondsbørsen]s håndtering af anmodninger om sletning fra optagelse til handel. Undersøgelsen var foranlediget af ... [fondsbørsen]s imødekomme af selskab 2’s anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering, som refereret til i dette dokument afsnit 2. Som det fremgår, vurderede Finanstilsynet, at ... [fondsbørsen] ikke fandtes at have overtrådt § 25, stk. 3 i lov om værdipapirhandel mv. ved at have imødekommet Selskab 2’s anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering. Finanstilsynet vurderede endvidere, at ... [fondsbørsen]s kontrolforanstaltninger til sikring af beskyttelseshensynene i § 25, stk. 3, 2. pkt. i lov om værdipapirhandel m.v., i tilstrækkelig grad varetages gennem ... [fondsbørsen]s ”forretningsgang for sletning af selskab på ...[fondsbørsen]”. Det er ... [fondsbørsen]s erfaring efter at have håndteret en lang række sager om sletning, at ingen sager er ens. Der har i alle sager været elementer, der var forskellige fra tidligere tiders sager, og som gør den enkelte sag speciel. Derfor er sager om sletning vanskelige at behandle og forbundet med et meget omfattende vurderingsarbejde fra ... [fondsbørsen]s side. ... [fondsbørsen] er sig altid meget bevidst, at der kan være minoritetsaktionærer, der føler sig ramt af en imødekomme af et selskabs anmodning om sletning. ... [fondsbørsen] har ligeledes stor forståelse for, at den kendsgerning, at der ikke længere vil være en markedsplads for den pågældende aktie, og dermed ikke længere være samme gennemsigtighed i forhold til prisdannelsen eller samme likviditet i aktien, uvægerligt vil føles som en skadesvirkning for den enkelte aktionær, der ikke ønsker en sletning. ... [fondsbørsen] er dog forpligtet til at behandle sagen inden for rammerne af lov om værdipapirhandel, og det vil, efter ... [fondsbørsen]s vurdering, stride mod bestemmelsen i § 25, stk. 3, såfremt denne konsekvens, i sig selv, skulle kunne medføre, at der ikke alene er tale om en skadesvirkning, men om en så væsentlig skadesvirkning, at en anmodning om sletning ikke

ville kunne imødekommes. Såfremt dette var tilfældet, ville et selskab aldrig kunne blive slettet, hvis der er uenige minoritetsaktionærer eller hvis hovedaktionæren besidder mindre end 90 % og dermed ikke kan tvangsindløse. Der er, efter ... [fondsbørsen]s vurdering, intet i § 25, stk. 3, der giver belæg for en sådan indskrænkende fortolkning. Dermed er der heller ikke, efter ... [fondsbørsen]s vurdering, juridisk belæg for den kobling mellem tvangsindløsningsreglerne i selskabslovgivningen og slettereglen i børsretten, som ellers anført af klager. Det er fortsat ... [fondsbørsen]s vurdering, at lovgiver med ordlyden af § 25, stk. 3, hvorefter en anmodning om sletning som udgangspunkt skal tages til følge, har gjort op med, at disse to elementer (forringet gennemsigtighed og likviditet) som altid vil være til stede ved en sletning, ikke i sig selv kan betragtes som en så væsentlig skadesvirkning, at en anmodning skal afslås. Det er i forlængelse heraf ... [fondsbørsen]s vurdering, at den kendsgerning, at en investor måtte have valgt at placere sin aktiebeholdning i et pensionsdepot ikke er et spørgsmål relateret til de rettigheder og interesser, der er knyttet til at være investor i et selskab. Dertil kommer, at ... [fondsbørsen] ingen muligheder har for at vide, hvorfra de midler som en investor vælger at investere med, kommer. Det forekommer ligeledes vanskeligt at argumentere for, at skadesvirkningen for den investor, der har valgt at investere med pensionsmidler, skal anses for mere væsentlig, end for den investor, der valgt at investere med frie midler. Dette uanset, at konsekvenserne for investorerne kan være forskellige, idet investoren med aktierne i pensionsdepotet kan være tvunget til at sælge ved en sletning af aktiernes optagelse til handel, hvorimod den investor, der har investeret med frie midler ikke kommer ud i samme tvangssalgssituation, og kan vælge at forblive investor i det unoterede selskab.

Klager anfører videre, at ”ifølge presseforlydender, der ikke synes at være afkræftet af udstederen eller af F K/S, synes sletningen at være led i en slagplan, der synes at have til hensigt at squeeze minoritetsaktionærerne ud og gennemføre en sletning.” Hertil skal ... [fondsbørsen] anføre, at ... [fondsbørsen] i sine afgørelser ikke kan lægge spekulationer i pressen til grund, såfremt den ikke er i besiddelse af konkret information, der kan understøtte en sådan påstand. ... [fondsbørsen] har således ikke mulighed for at tage stilling til rigtigheden af sådanne udsagn, men må alene forholde sig til regelgrundlaget, de faktiske omstændigheder, som de er oplyst for ... [fondsbørsen], praksis og de oplysninger, ... [fondsbørsen] selv har mulighed for at indhente. I den sammenhæng har det været af væsentlig betydning for ... [fondsbørsen], at der er gennemført både et forhøjet frivilligt og et pligtmæssigt købstilbud i overensstemmelse med de offentligretlige regler herfor til en kurs, der på fremsættelsestidspunktet for forhøjelsen af det frivillige tilbud (til kurs 40) lå 23,1 % over lukkekursen den 2. juli, hvor intentionen om at fremsætte et frivilligt tilbud (dengang til kurs 34) blev offentliggjort. Der er, som nævnt, intet i reglerne omkring overtagelsestilbud, der kan medføre et krav om, at en tilbudskurspræmie skal være af en given størrelse. Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt at se, at den voldsomme kursudvikling i aktien først er sket på et senere tidspunkt i forløbet og efter at intentionen om sletning er fremsat og der er opnået sikkerhed for, at F K/S er i besiddelse af en tilstrækkelig mængde aktier til at kunne træffe en gyldig selskabsretlig beslutning på den ekstraordinære generalforsamling om at anmode om sletning. Den store stigning i kursen er især sket i perioden fra december 2015

og frem. Det vil sige på det tidspunkt, hvor selskabet formelt havde anmodet ... [fondsbørsen] om sletning fra optagelse til handel og officiel notering.

Det anføres af klager, at det, at kursen på selskabets aktier, har ligget højere end tilbudskursen [og således ikke er faldet, som det ellers normalt ses, når en intention om at anmode om sletning offentliggøres i markedet forstås], blot viser, at markedet havde betydelige forventninger til udsteders indtjeningsmæssige udvikling. ... [fondsbørsen] har som nævnt ikke belæg for at konkludere, at det er denne forventning, der har drevet kursen til et så højt niveau, eller om det skyldes anden form for spekulation.

Klager anfører endvidere, at ... [fondsbørsen]s argument om, at der ikke skal tages særlige hensyn til aktionærer, der købte aktien i perioden efter fremsættelsen af det pligtmæssige tilbud, ikke er holdbart. Det anføres, at ”sådan t ræsonnement stemmer ikke med det børs- og selskabsretlige ligebehandlingsprincip, idet der ikke er nogen som helst hjemmel til at underkaste bestemte kategorier af aktionærer en anden behandling end andre aktionærer ud fra deres ejertid i selskabet. ”Hertil skal ... [fondsbørsen] bemærke, at der ikke er tale om, at der gøres forskel i aktionærernes rettigheder – hverken selskabsretligt eller børsretligt. Ligeledes forholder ... [fondsbørsen] sig ikke til aktionærers ejertid i selskabet. ... [fondsbørsen]s argument går alene på, at der ikke kan siges at være samme skadesvirkning for en investor, der investerer i en aktie med den viden, at selskabet er i en sletningsproces til at kunne stemme det igennem på en generalforsamling. Det forekommer ikke rimeligt, at en investor, der investerer i en aktie fuldt oplyst herom, skal kunne forhindre, at et selskab kan slettes ud fra en skadesvirkningsvurdering af sletningen for den pågældende investor. Dette gælder så meget desto mere for de investorer, der investerer i en aktie med den viden, at hovedaktionæren ikke alene har en intention om at anmode om sletning fra optagelse til handel, men også besidder den fornødne majoritet for at kunne stemme det igennem på selskabets generalforsamling. Derfor har ... [fondsbørsen] valgt at se bort fra disse investorer i sin vurdering af skadesvirkningen set i forhold til mængden af minoritetsaktionærer. Ud fra ... [fondsbørsen]s opgørelse som fremgår under afsnit 3, betyder dette, at det ud af de ca. 20 % minoritetsaktionærer, der af klager lægges til grund, alene er de 11,31 %, der var aktionærer forud for offentliggørelsen af intentionen om at søge selskabet slettet (den 10. juli). De investorer, der har valgt at investere i selskabet efterfølgende, har altså kunnet indkalkulere risikoen herfor. Derfor forekommer det ikke rigtigt at medtage hensynet til disse investorer i vurderingen af skadesvirkningen for investorerne. Som det fremgår af ... [fondsbørsen]s gennemgang af praksis på området for sletning, så lægges der ved vurderingen af om en sletning vil medføre en væsentlig skadesvirkning for enten investorer eller markedet, vægt på, om en investor vil opnå en urimelig fordel ved sletningen på bekostning af de øvrige aktionærer. I ... [fondsbørsen]s afgørelse har ... [fondsbørsen] lagt vægt på, at der ikke er tilstrækkeligt grundlag for at konkludere, at tilbudsgiveren vil opnå en sådan urimelig fordel ved sletningen. Det anføres af klager, at der ”tværtimod netop er grundlag for at antage noget sådant, idet tilbudsgivers bud burde have været så meget højere, at det herved var lykkedes at købe langt flere minoritetsaktionærer ud, og i hvert fald over indløsningsgrænsen på 90 %. ”Hertil skal ... [fondsbørsen] anføre, at det at en tilbudspræmie efter en aktionærs vurde-

ring ikke er tilstrækkelig høj i forhold til, hvad man vil acceptere, på ingen måder er det samme som at sige, at en aktionær opnår en urimelig fordel i forhold til de øvrige aktionærer. Det skal i den sammenhæng erindres, at lovgivningens regler for overtagelsestilbud herunder i forhold til pris har været overholdt af tilbudsgiver, og at ingen aktionær er tvunget til at tage imod tilbuddet. En aktionær har således mulighed for at forblive i selskabet, uanset om det er optaget til handel eller ej med de minoritetsbeskyttelsesregler, der ligger i selskabslovgivningen.

6. Sammenfatning

Som redegjort ovenfor er der ingen nemme sager, når ... [fondsbørsen] skal tage stilling til en anmodning fra et selskab om sletning. ... [fondsbørsen] søger i alle sager på bedste vis at afveje alle relevante hensyn ud fra det eksisterende regelgrundlag, den eksisterende praksis som i flere situationer har været gennemgået og tiltrådt af Finanstilsynet og en sags faktiske omstændigheder. Når ... [fondsbørsen] træffer sin beslutning i en konkret sag, tilkommer det ikke ... [fondsbørsen] at vurdere, om det lovgivningsmæssige udgangspunkt i lov om værdipapirhandel er det korrekte. ... [fondsbørsen] har igennem lang tid ønsket mere objektive regler på området for sletning. Dette er imidlertid et politisk spørgsmål, som ikke skal inddrages i den konkrete behandling af en given anmodning om sletning. Denne bør alene behandles på det foreliggende juridiske grundlag. Efter at have foretaget en nøje afvejning af sagen, har det således været ... [fondsbørsen]s vurdering, at det juridisk set var den rigtige beslutning at imødekomme selskabets anmodning. Dette er blandt andet baseret på, at de indvendinger mod en sletning, som ... [fondsbørsen] har modtaget, primært har gået på den skadesvirkning den forringede likviditet og prisgennemsigtighed ved en sletning ved medføre for minoritetsaktionærerne.

... [fondsbørsen] har i nærværende skrivelse henvist til en række andre sager. Af fortrolighedsmæssige årsager, har ... [fondsbørsen] ikke vurderet, at ... [fondsbørsen] kan fremlægge disse sager uredigeret. Såfremt Erhvervsankenævnet måtte finde det relevant at gennemgå disse sager i fuldstændig og uredigeret form, er ... [fondsbørsen] villig til at fremlægge disse, såfremt det sikres, at disse sager ikke kommer til offentlighedens og de øvrige parter i sagens kendskab, idet dette vil medføre en overtrædelse af tavshedspligt bestemmelser i lov om værdipapirhandel mv.”

Ved skrivelse af 16. maj 2016 har Advokat A anmodet om mundtlig forhandling af sagen. I skrivelsen anføres endvidere:

” ...

1. Påstand

Klagerens påstand til sagens realitet er (...) at Erhvervsankenævnet ophæver beslutningen af 24. februar 2016 fra ... [fondsbørsen] om at imødekomme anmodningen fra B A/S (selskabet) om sletning af selskabet fra notering.

2. Nævnet har fuld prøvelsesret, også vedrørende skønsudøvelse

For en ordens skyld anføres det, at Nævnet har fuld prøvelsesret vedrørende den påklagede beslutning, herunder også beføjelse til at efterprøve det skøn, der er udøvet af ...[fondsbørsen] som grundlag for beslutningen.

...[fondsbørsen] udøver sine kompetencer vedrørende notering af værdipapirer i kraft af forvaltningsretlig delegation fra Finanstilsynet, jf. § 1 i bkg. nr. 1214 af 12. oktober 2007 (delegationsbekendtgørelsen) ..., og ...[fondsbørsen] skal herved varetage de delegerede myndighedsopgaver i overensstemmelse med almindelige forvaltningsretlige regler, god forvaltningsskik mv., jf. § 4, stk. 2-3.

Forholdet mellem ...[fondsbørsen] og Nævnet har samme karakter som forholdet mellem en forvaltningsmyndighed og dennes rekursinstans. Medmindre andet fremgår af regelgrundlaget, skal rekursinstansen foretage en fuldstændig prøvelse, herunder også for så vidt angår udøvelsen af et forvaltningsretligt skøn.

På denne baggrund gør jeg gældende, at Nævnet skal foretage samme prøvelse i forhold til ...[fondsbørsen], som Nævnet ville skulle foretage, hvis den påklagede afgørelse var truffet af Finanstilsynet selv.

Dette gælder også – og navnlig – vurderingen af, i hvilket omfang retlige standarder som ”urimelig”, ”utilbørlig”, ”skade” mv. får betydning for sagens afgørelse.

Det gør ingen forskel, at der skelnes mellem sletning fra handel og sletning fra notering, og at kun noteringen er omfattet af den delegerede kompetence. Som det bemærkedes af Nævnet i kendelsen om partsstatus, er der en nær sammenhæng mellem handel og notering.

Kravene til rigtigheden af og klagemulighederne over ...[fondsbørsen]s afgørelser om sletning fra notering, må derfor ikke kunne gøres illusoriske af, at der ikke er tilsvarende klagemuligheder over ...[fondsbørsen]s afgørelser vedrørende sletning fra handel. I modsat fald ville ...[fondsbørsen] overtræde sine pligter efter delegationsbekendtgørelsens § 4, stk. 2, til at iagttage almindelige forvaltningsretlige regler og god forvaltningsskik.

Det her anførte om Nævnets beføjelse til at prøve skønsmæssige spørgsmål gælder også for regelsæt, der er fastsat af ...[fondsbørsen] selv, og som uddyber de beføjelser, der er delegeret til ...[fondsbørsen] fra Finanstilsynet. Som Nævnet vil se nedenfor, har ...[fondsbørsen] selv fastsat nogle uddybende bestemmelser til nærmere forståelse af kriterierne for sletning; en vurdering ud fra disse principper hører derfor også ind under Nævnets kompetence.

3. Retsgrundlaget om sletning fra notering og sletning fra handel

Det retsgrundlag, der har betydning for sagens afgørelse, er følgende [mine understregninger], idet jeg på ny understreger, at der er væsentlig sammen-

hæng mellem sletning fra notering og sletning fra handel, jf. bemærkningerne ovenfor, og idet jeg vender tilbage til retsgrundlaget ved tvangsindløsning nedenfor:

3.1. Sletning fra notering – loven som uddybet ved bekendtgørelse

Sagens retsgrundlag om sletning fra notering er som følger:

Ifølge værdipapirhandelslovens § 22, stk. 2, fastsætter Finanstilsynet reglerne om blandt andet sletning fra notering.

Efter § 14, stk. 2, i bkg. nr. 1069 af 4. september 2007 (betingelsesbekendtgørelsen) ..., skal en anmodning om sletning fra notering tages til følge, medmindre Finanstilsynet (nu: ...[fondsbørsen]) finder, at ”sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse”

3.2. Sletning fra handel – loven som uddybet ved ...[fondsbørsen]s eget regelsæt

Sagens retsgrundlag om sletning fra handel er som følger:

Efter værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, skal ...[fondsbørsen] tage en anmodning om sletning fra handel til følge, og ikke hvis der er sandsynlighed for, at sletningen vil være til ”væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion”.

I ...[fondsbørsen]s regelsæt ”Regler for udstedere” af 26. november 2015 ... anføres det i punkt 2.9.:

”Hvis et selskab anmoder om sletning, skal denne anmodning, ifølge værdipapirhandelsloven, tages til følge, medmindre ... [fondsbørsen] på baggrund af en vurdering af selskabets tilstand og særlige situation finder, at sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.”

Videre anføres det i pkt. 2.9. om begrebet ”væsentlig skade for investorernes interesser”:

”Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser, vurderes det bl.a., om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet.”

Herefter hedder det i pkt. 2.9. om begrebet ”væsentlig skade for markedets ordentlige funktion”:

”Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, kontrolleres det bl.a. hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer der er i det pågældende selskab.”

4. Hvis B A/S havde været unoteret og ansøgte om notering - ville den blive børsnoteret

Det er efter klagerens opfattelse tankevækkende og i høj grad relevant i relation til selskabets anmodning om sletning, at hvis selskabet i dag havde været et unoteret selskab, der anmodede om notering på ...[fondsbørsen], ville det opfylde alle relevante kriterier for et blive børsnoteret.

Der er offentlig interesse omkring selskabet; det opfylder alle selskabs- og børslovgivningens krav til et børsnoteret selskab; det har en meget betydelig spredning af selskabets aktier, nemlig over 1.000 aktionærer i indland og udland – med en vis malice kunne man tilføje: trods alle den nye hovedaktionærs (kapitalfonden F K/S') bestræbelser for at få mindretalsaktionærerne til at forlade selskabet.

Det er således et i enhver henseende børseget selskab, der nu søger om tilladelse til at forlade ... [fondsbørsen], hovedsageligt efter ønske fra den nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S.

Vel at mærke: Et børseget selskab, som 1) ejer et færgeselskab i væsentlig fremgang og med stadigt mere positive børsmeddelelser (selskabsmeddelelser) fra selskabet, 2) har over 1.000 mindretalsaktionærer, betragtet i modsætning til over hovedaktionæren, kapitalfonden F K/S, som 1 ud af de således mere end 1.001 aktionærer, og som 3) har mindretalsaktionærer, der ejer 20 pct. af selskabets samlede aktiekapital (her betragtet som modsætning til tvangsindløsningsgrænsen, hvor der skal være under 10 pct. mindretalsaktionærer, for at hovedaktionæren kan gøre sig til enekapitalejer ved at tvangsindløse mindretalsaktionærerne).

Det er dermed efter klagerens opfattelse absurd, at et sådant – i meget høj grad børseget selskab – skal kunne få lov til at blive taget af ... [fondsbørsen], blot fordi dets nye hovedkapitalejer, kapitalfonden F K/S, ønsker noget sådant.

Det bør herved komme i betragtning, at ...[fondsbørsen] i sin accept af anmodningen afviste alle selskabets forretningsmæssige begrundelser for ansøgningen. Dermed fremstår ”ønsket” fra den nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, som hovedargumentet for at imødekomme selskabets anmodning om afnotering – ganske vist sammen med endnu et argument, nemlig i form af en henvisning fra ...[fondsbørsen] til bestyrelsens støtte til afnoteringen, men dette yderligere argument for at imødekomme ansøgningen er helt åbenbart forkert, idet der ikke foreligger nogen erklæring fra bestyrelsen om en sådan støtte.

Tværtimod har selskabets bestyrelsesformand på to generalforsamlinger – uanset opfordringer til at meddele bestyrelsens og sin egen stillingtagen – ikke entydigt udtalt en sådan, men i stedet udtalt, at afnoteringen er et ønske fra F K/S.

Derfor er reelt kun selve generalforsamlingsbeslutningen i selskabet tilbage som det eneste argument for at imødekomme anmodningen om afnotering – og netop dette argument (generalforsamlingens beslutning) kan ifølge

...[fondsbørsen]s egne Regler for udstedere, pkt. 9.2., ikke være grund nok til en imødekommelse af anmodningen.

5. Den nære sammenhæng mellem afnotering og tvangsindløsning

B A/S (selskabet) gør under sagen gældende, at spørgsmålet om tvangsindløsning er irrelevant.

På klagerens vegne gør jeg gældende, at intet kunne være mere forkert. Det ses af hele sagsforløbet, at selskabets nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, konsekvent stiler efter at blive eneaktionær i B A/S, og at der i denne forbindelse – for så vidt ganske åbenrigtigt fra den nye hovedaktionærs, F K/S', side – sker en klar sammenkædning af spørgsmålet om 1) sletning fra notering og 2) tvangsindløsning. Dette ses således klart af selskabets tilbud af 10. juli 2015, hvor det blandt andet hedder [mine understregninger]:

”Hvis Tilbudsgiver ved Gennemførelsen ejer eller erhverver 90 % eller mere af samtlige Aktier opgjort i overensstemmelse med punkt 3.7, vil Aktierne blive afnoteret fra ...[fondsbørsen] efter Gennemførelsen, og der vil blive gennemført Tvangsindløsning af minoritetsaktionærer i overensstemmelse med Selskabslovens §§ 70-72.”

6. Tilbudsprocessen vedrørende B A/S har tydeligvis været tilrettelagt med henblik på at kunne tvangsindløse mindretalsaktionærerne (selskabets og hovedaktionærens ”Plan A”)

Jeg gør på klagerens vegne gældende, at hele tilbudsprocessen omkring selskabet tydeligvis har været tilrettelagt med det mål for øje at kunne bringe mindretalsaktionærernes andel af selskabets aktiekapital ned under 1/10 af denne, således at den nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, opnåede ret efter selskabslovens § 70 som styret af artikel 15 i overtagelsesdirektivet, 2004/25 ... Man kan passende kalde dette primære mål for selskabets og dets hovedaktionærs ”Plan A”.

Hvis dette mål blev nået, ville den tilbudte kurs pr. definition skulle betragtes som ”rimelig”, jf. selskabslovens § 70, stk. 4 (direktivets artikel 15, stk. 5, *in fine*).

Facit (”Plan A”) ville dermed for den nye hovedaktionær blive, at der kunne ske tvangsindløsning af mindretallet på under 1/10, at den nye hovedaktionær herved blev eneejer af B A/S på en både hurtig og billig måde, at der ikke skulle betales en højere kurs herfor end den kurs, der blev tilbudt aktionærerne ved det gennemførte overtagelsestilbud, at syn og skøn vedrørende tilbuddets rimelighed nemlig ville være udelukket, jf. henvisningen i § 70, stk. 2, 3. led, *in fine*, og at sletning fra notering og handel herefter ville være en formssag, når selskabet efter en fremgangsmåde, som den nævnte, nu kun havde én ejer.

Det er således helt afgørende at sætte fokus på sammenhængen mellem 1) på den ene side pligten til at give tilbud (dvs. give en ret) til mindretalsakti-

onærererne ved overtagelse af kontrollen over et børsnoteret selskab, og 2) muligheden for i samme arbejdsgang at tvangsindløse minoritetsaktionærer-
ne (dvs. påføre dem en pligt).

Retsstillingen herom fremgår i Danmark i dag af selskabslovens § 70. Reg-
lerne styres af overtagelsesdirektivet, dvs. direktiv 2004/25.

Det vil ses, hvordan direktivet selv sammenkæder 1) den nye hovedaktio-
nærs pligt til at give identisk tilbud til mindretalsaktionærer, stort set sva-
rende til dansk rets mangeårige regler om pligtmæssigt tilbud ved overtagel-
se af kontrollen, med 2) den nye hovedaktionærs ret til at tvangsindløse
mindretalsaktionærer, som ikke ønsker at tage imod den nye hovedaktio-
nærs pligtmæssige indløsningstilbud, dog forudsat at den nævnte 9/10-
grænse nås, dvs. at selskabet står tilbage med en minoritet på under 10 pct.

Direktivets artikel 15 er i sin helhed sålydende [mine understregninger]:

1. Medlemsstaterne sikrer, at bestemmelserne i stk. 2-5 finder anvendelse
efter fremsættelse af et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele i
målselskabet vedrørende samtlige deres kapitalandele.
2. Medlemsstaterne sikrer, at tilbudsgiveren kan forlange, at alle indeha-
verne af de resterende kapitalandele skal sælge vedkommende disse ka-
pitalandele til en rimelig pris. Medlemsstaterne sikrer, at denne rettighed
finder anvendelse i følgende situationer:
 - a) hvis tilbudsgiveren har erhvervet kapitalandele, der udgør mindst 90
% af målselskabets stemmeberettigede kapital og 90 % af målselsk-
abets stemmerettigheder, eller
 - b) hvis tilbudsgiveren efter accept af tilbuddet har erhvervet eller har
indgået fast aftale om at erhverve kapitalandele, der udgør mindst 90
% af målselskabets stemmeberettigede kapital og 90 % af de stemme-
rettigheder, som var omfattet af tilbuddet.

I de tilfælde, der er nævnt i litra a), kan medlemsstaterne fastsætte et højere
minimum, som dog ikke må overstige 95 % af den stemmeberettigede kapi-
tal og 95 % af stemmerettighederne.

3. Medlemsstaterne sikrer, at der findes regler, som gør det muligt at be-
regne, hvornår tærsklen er nået.
Hvis målselskabet har udstedt flere klasser af kapitalandele, kan med-
lemsstaterne fastsætte, at retten til indløsning for tilbudsgiver kun kan
udøves i den klasse, i hvilken tærsklen i stk. 2 er nået.
4. Hvis tilbudsgiveren ønsker at udøve sin ret til indløsning, skal den på-
gældende gøre dette inden for tre måneder, efter at den i artikel 7 om-
handlede tilbudsperiode er udløbet.
5. Medlemsstaterne sikrer, at der garanteres en rimelig pris. Denne pris
skal antage samme form som modydelsen i tilbuddet eller bestå af kon-

tanter. Medlemsstaterne kan bestemme, at der i det mindste som alternativ skal tilbydes kontanter.

Efter et frivilligt tilbud i de under stk. 2, litra a) og b), nævnte tilfælde betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig, når tilbudsgiveren ved accept af tilbuddet har erhvervet mindst 90 % af den stemmeberettigede kapital, som var omfattet af tilbuddet.

Efter et obligatorisk tilbud betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig.” Direktivets regler om tvangsindløsning efter et gennemført overtagelsestilbud er implementeret ved selskabslovens § 70, således som denne blev udformet ved lov nr. 616 af 12. juni 2013, nemlig således:

- a) Den nye hovedaktionærs mulighed for at tvangsindløse efter et gennemført overtagelsestilbud findes i § 70, stk. 2, 3. pkt., som knytter sig til § 70, stk. 1, og som derfor forudsætter, at der er opnået mere end 9/10 af aktiekapitalen og mere end 9/10 af stemmerne i målselskabet, dvs. at der skal være tale om indløsning af en minoritet på under 10 pct.
- b) Reglen fra direktivet om, at den tilbudte kurs pr. definition er rimelig, stadig forudsat den nye hovedaktionær når op på de 9/10, genfindes i selskabslovens § 70, stk. 4.
- c) I konsekvens heraf er syn og skøn – som jo ellers er minoritetsaktionærers redningsplanke ved en tvangsindløsning – afskåret i netop den her beskrevne situation i kraft af de helt centrale 4 små ord ”... jf. dog stk. 4” efter omtalen af muligheden for syn og skøn i § 70, stk. 2, 3. led, hvorved der henvises til § 70, stk. 4, som (styret af direktivets artikel 15, stk. 5, sidste led) ophøjer kursen ved et gennemført overtagelsestilbud til pr. definition at være ”rimelig”, når 9/10-grænsen er nået.

Det forekommer indlysende, at den nye hovedaktionærs og selskabets handlemåde i nærværende sag må have været tilrettelagt med henblik på om muligt at få flest muligt af selskabets mindretalsaktionærer til at acceptere tilbuddet om indløsning, således at den nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, kunne nå op på 9/10 af aktiekapitalen og stemmerne og dermed opnå retten til at tvangsindløse den således tilbageværende minoritet på under 1/10 af kapitalen.

Dette ses af blandt andet følgende elementer i sagen:

- 1) Det fremhæves gang på gang i processen, at selskabet under alle omstændigheder vil blive søgt slettet fra notering og handel.
- 2) Der tales fx i bestyrelsens redegørelse af 14. august 2015 om ”F K/S’ og Tilbudsgivers erklærede hensigter om afnotering”.

- 3) For at ingen af mindretalsaktionærerne skal være i tvivl om, hvor ubekvemt og tabsgivende det vil være at blive tilbage i et unoteret selskab, udpensles det, at en sådan overgang fra at eje en noteret aktie til at eje en unoteret aktie vil gøre det "umuligt eller vanskeligt at sælge" aktien, jf. atter bestyrelsens udtalelse af 14. august 2015.

Trods disse gentagne bemærkninger vedrørende den erklærede hensigt om afnotering og den næsten totale afskæring af aktiens omsættelighed, dette vil medføre, lykkedes det ikke at kyse mindretalsaktionærerne væk i et sådant omfang, at deres andel af aktiekapitalen kom under 10 pct. Selskabet havde efter gennemførelsen af processen stadig mindretalsaktionærer, der ejede over 20 pct. af selskabets aktiekapital.

Og ikke nok med dét – så stærk var markedets tiltro til værdien af B A/S, at børskursen fortsatte med at stige. I det første tilbud af 10. juli 2015 blev der tilbudt 34 kr. pr. aktie. I tilbuddet af 7. august 2015 blev der tilbudt 40 kr. pr. aktie. Ved udgangen af 2015 var kursen 61,50 kr. pr. aktie. Pr. 12. maj 2016 var kursen 84,50 kr. pr. aktie.

Undervejs faldt aktien til 69,5 kr. pr. aktie, da ...[fondsbørsen] den 24. februar 2016 bekendtgjorde, at ...[fondsbørsen] imødekom anmodningen om sletning fra notering. Herved faldt aktien med over 28 pct. fra det ene øjeblik til det andet og med yderligere væsentlige fald de følgende handelsdage – hvilket på én og samme tid viser, at en unoteret aktie er langt mindre værd end en noteret aktie, og at markedet ganske enkelt ikke forud for ...[fondsbørsen]s annoncering kunne tro på en afnotering af et selskab med en minoritet på over 20 pct.

På én børsdag faldt markedsværdien af mindretalsaktionærernes aktier i selskabet således over 28 pct. Der tilførtes ikke herved selskabets nye hovedaktionær noget tab, idet selskabet som investeringsobjekt utvivlsomt havde samme værdi efter som før annonceringen om afnotering. Tabet på over 28 pct. ramte alene mindretalsaktionærerne, og jeg gør på klagerens vegne gældende, at dette også var hensigten fra hovedaktionærens side.

Efter at ...[fondsbørsen] havde imødekommet selskabets anmodning om sletning fra notering og handel, annoncerede selskabet, at den 21. april 2016 skulle være sidste noteringsdag; derefter ville B A/S være et unoteret selskab, dvs. uden den offentlighed om selskabets forhold, der som bekendt kræves i relation til noterede selskaber.

Kun 19 dage efter, at noteringen skulle være ophørt, udsendte selskabet selskabsmeddelelse nr. 305 af 10. maj 2016 fra B A/S ... hvori det blev meddelt, at selskabet havde vundet en udbudskonkurrence om ... for perioden 2018-2028, med mulighed for forlængelse til 2030.

En sådan sejr, der efter det oplyste vil medføre omtrent en fordobling af B A/S' aktiviteter, og omtales af bestyrelsesformanden som et "kvantespring", har jf. selskabet været under forberedelse i flere år. Selve udbuddet fandt sted ved bekendtgørelse af 4. november 2015 (2015/S 213-390348), og det

er sandsynligt, at selskabet ikke længe derefter må have besluttet sig for at deltage.

Værdien af kontrakten skal efter EU's udbudsregler angives i opslaget (bekendtgørelsen). Værdien er angivet til 3.673.000.200 kr. + moms.

Det ses ligeledes af bekendtgørelsen, at værdien reelt er højere, idet det nævnte beløb på over 3,6 milliarder kroner + moms er det tilskud, som vinderen af udbuddet (B A/S) modtager fra det offentlige som tilskud. Derudover tilkommer billetindtægter, betaling for salg af mad og drikkevarer etc. også B A/S.

B A/S forberedte og deltog således i denne budgivning sideløbende med, at selskabet først indledte salgsproces på egen hånd primo 2015, indgik i eksklusiv købstilbudsproces med F K/S i maj 2015 og efter gennemført tilbudsproces søgte om sletning fra notering, tilsyneladende uden at hverken ...[fondsbørsen] eller markedet fik besked herom, før B A/S faktisk fik tildelt kontrakten til over 3,6 milliarder kroner. Dette skete på trods af en uopfordret henvendelse fra ...[fondsbørsen] den 1. februar 2016 til selskabets bestyrelse om eventuelt manglende information i markedet, hvilket blev afvist af selskabet i brev af 4. februar 2016.

Udbudslovens § 5, stk. 1 og 2, om fortrolighed kræver ikke automatisk fortrolighed om alle aspekter af en udbudsrunde. Efter stk. 1 har tilbudsgiveren (B A/S) krav på, at ordregiveren ikke videregiver oplysninger, som tilbudsgiveren har meddelt ordregiveren som fortrolige. Efter stk. 2 kan ordregiveren pålægge tilbudsgiverne fortrolighed med hensyn til oplysninger, som ordregiveren har stillet til rådighed.

Ingen af disse bestemmelser ses at have afskåret B A/S fra at orientere kapitalmarkedet om selve sin intention om at indgive bud i tilknytning til den offentligt tilgængelige udbudsbekendtgørelse. Selv om selve indgivelsen havde været fortrolig, undskylder dette ikke selskabets handlemåde; det burde ikke, mens en sag af en så stor indtjeningsmæssig betydning for selskabet verserede, have arbejdet for at få selskabet slettet fra notering og handel.

Først ved selve indgivelsen af buddet ved budfristens allersidste dag den 18. april 2016 blev markedet oplyst om intention og realisering af budafgivelse. Denne information er altså holdt tilbage af selskabet indtil absolut sidste mulighed for offentliggørelse.

Dertil må det antages at være usandsynligt, at en professionel køber som kapitalfonden F K/S i sin due diligence-undersøgelse af B A/S op til fremsættelse af købstilbuddet 10. juli 2015 skulle have overset disse forhold. Selskabets nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, har derfor efter alt at dømme haft en væsentlig informationsfordel i forhold til mindretalsaktionærerne i selskabet.

7. Hvis tvangsindløsning ikke lykkedes, ville en afnotering kunne udmatte mindretalsaktionærerne og dermed alligevel bringe dem un-

der 1/10-grænsen for tvangsindløsning (selskabets og hovedaktionærens "Plan B")

Jeg gør som nævnt gældende, at slutmålet for selskabet og dets nye hovedaktionær ("Plan A") må have været, at der kunne ske tvangsindløsning af mindretallet på under 1/10, at den nye hovedaktionær herved blev enejer af B A/S på en både hurtig og billig måde, at der ikke skulle betales en højere kurs herfor end den kurs, der blev tilbudt aktionærene ved det gennemførte overtagelsestilbud, at syn og skøn vedrørende tilbuddets rimelighed nemlig ville være udelukket, jf. henvisningen i § 70, stk. 2, 3. led, *in fine*, og at sletning fra notering og handel herefter ville være en formssag, når selskabet efter en fremgangsmåde som den nævnte nu kun havde én ejer.

Jeg gør imidlertid endvidere gældende, at den stadig fastholdte og klart bekendtgjorte hensigt om afnotering samtidig fungerede som en "Plan B" for selskabet og hovedaktionæren. "Plan B" var ganske enkelt, at kunne man overtale ...[fondsbørsen] til at imødekomme en ansøgning om sletning fra notering og handel, uanset at selskabet havde mere end 1.000 mindretalsaktionærer med mere end 20 pct. af selskabets aktiekapital, så ville en sådan forvandling af likvide noterede aktier til illikvide unoterede aktier gøre mindretalsaktionærernes aktier "umulige eller vanskelige at sælge", jf. bestyrelsens egne ord i udtalelsen 14. august 2015.

Herved ville mindretallet være fastlåst i et selskab, hvor der ikke længere var et marked for handel med selskabets aktier, og følgen ville naturnødvendigt blive, at der kun var én reel måde for den enkelte mindretalsaktionær at komme ud af selskabsforholdet på, nemlig ved at sælge sine aktier enten til hovedaktionæren eller til selskabet selv.

Over tid ville følgen heraf atter blive, at antallet af mindretalsaktionærer med logisk nødvendig ville sive – for til sidst at ende med en situation, hvor mindretalsaktionærene var bragt under 1/10-grænsen og dermed kunne tvangsindløses, jf. atter selskabslovens § 70.

For selskabet og hovedaktionæren ville "Plan B" tage længere tid end "Plan A", men den ville ende på samme måde, nemlig med hovedaktionæren som selskabets eneaktionær.

Ved en sådan tvangsindløsning under "Plan B" ville der ganske vist kunne kræves syn og skøn efter selskabslovens § 70, stk. 2, 2. led, jf. § 67, stk. 3 (idet der jo nu ikke var nogen gennemført overtagelse at referere til vedrørende indløsningskursens rimelighed). Til gengæld ville kursen nu dreje sig om en unoteret aktie, hvor udgangspunktet selvsagt ikke kan være en børskurs, men derimod efter praksis ofte selskabets regnskabsmæssige indre værdi (nettoformue), eventuelt med visse korrektioner, jf. bemærkninger og praksis refereret hos Peer Schaumburg-Müller & Advokat A: Selskabsloven med kommentarer (2. udgave, 2014) s. 463 f. om indløsningskursen på unoterede aktier.

Dette ville – alt andet lige – få stor betydning ved værdiansættelsen af et selskab som B A/S, hvor forholdet mellem børskurs og indre værdi

(kurs/indre værdi) er meget højt – med en børskurs på 83 kr. pr. aktie pr. 12. maj 2016 er forholdet kurs/indre værdi 13,49, jf. dagbladet ... [fondsbørsen]s kursliste den 13. maj 2016.

Med andre ord vil kapitalmarkedet, så længe aktien er børsnoteret, give en pris på over 13 kr. for hver 1 kr., selskabet har i regnskabsmæssig egenkapital.

Det vil ses, at det herved vil kunne blive langt, langt billigere for hovedaktionæren at tvangsindløse mindretalsaktionærs aktier, hvis først selskabet er blevet til et unoteret selskab.

Vel er ”Plan B” således langsommere end ”Plan A”, men slutmålet om ene-ejerskab vil stadig blive opnået af hovedaktionæren, og tilmed med potentielt langt lavere udgifter til tvangsindløsning end under ”Plan A”.

Jeg gør gældende, at ...[fondsbørsen] – meget muligt uforvarende – herved er kommet til at medvirke til en handlemåde, som børs- og kapitalmarkeds-mæssigt er uhørt og uantagelig efter danske børsretlige begreber. Jeg gør samtidig gældende, at den eneste måde, dette kan og bør standses på, er ved at Erhvervsankenævnet ophæver ...[fondsbørsen]s imødekommelse af B A/Ss anmodning om sletning fra notering.

8. Beslutningen om sletning fra notering er til væsentlig skade for investorernes interesser

Som jeg citerede ovenfor fra ...[fondsbørsen]s ”Regler for udstedere” af 26. november 2015, gælder det ifølge punkt 2.9. blandt andet, at når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser, vurderes det bl.a., om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet.”

To anbringender fra klageren herom:

For det første bemærker jeg, at der i Mols-sagen faktisk er tale om, at ”visse aktionærer [vil få] urimelige fordele frem, for andre aktionærer.” Sagen er jo, at en minoritet på mere end 20 pct. af den samlede selskabskapital, og omfattende mere end 1.000 ud af selskabets mere end 1.001 aktionærer, dvs. alle andre end kapitalfonden F K/S, der er blevet selskabets nye hovedaktionær, lider meget betydelige tab som følge af den ansøgte sletning fra notering, idet alene meddelelsen om sletning fra notering fik aktiekursen til at falde med over 28 pct.

For det andet bemærker jeg, at både ”Plan A” og ”Plan B” er designet til at gøre selskabets nuværende hovedaktionær til dets eneaktionær, og vel at mærke på et tidspunkt, hvor der ad flere gange er foretaget opjusteringer af selskabets forventninger (blandt andet den 22. oktober 2015 og den 12. november 2015), ligesom der – navnlig – er en indtægt på over 3,6 mia. kr. + billet-, mad- og drikkevaresalg på vej til selskabet i kraft af det vundne udbud vedrørende

Der unddrages herved en gruppe på omkring 1.000 mindretalsaktionærer - som har en sådan kapitalmæssig størrelse (20 pct. af aktiekapitalen i selskabet), at den ikke kunne være tvangsindløst - deres retmæssige andel af disse meget betydelige merindtægter, der nu med sikkerhed vil tilflyde selskabet. Noget sådant er i den grad til skade for mindretalsaktionærerne, ligesom det tilfører hovedaktionæren en utilbørlig fordel på mindretalsaktionærernes bekostning, og derfor er det i strid med pkt. 9.2 i ...[fondsbørsen]s egne Regler for udstedere af aktier at imødekomme en anmodning om sletning i en sådan situation.

Denne utilbørlige skadevirkning rammer almindelige mennesker, der som investorer har købt små aktieposter i selskabet. Derimod rammer det ikke den nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, der ligesom andre kapitalfonde må have fokuseret sin investering i selskabet på selskabets virkelige værdier, og som derfor a) for sin egen investerings vedkommende er fuldstændig indifferent over for aktiekursens bevægelser, og som tværtimod b) modsat andre aktionærers behov blot ønsker sig den lavest mulige aktiekurs for at gøre det billigst muligt for hovedaktionæren at indløse de andre aktionærer.

Når det hedder i Reglernes pkt. 2.9. om begrebet ”væsentlig skade for investorernes interesser”, at det skal tillægges betydning, om en sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet, må man hertil svare, at ja – det vil give visse aktionærer (læs: den nye hovedaktionær, kapitalfonden F K/S) urimelige fordele frem for andre aktionærer (læs: selskabets mindretalsaktionærer, der ejer 20 pct. af aktiekapitalen i selskabet).

Derfor bør Erhvervsankenævnet følge klagerens påstand og ophæve ...[fondsbørsen]s beslutning om sletning fra notering.

9. Beslutningen om sletning fra notering er ydermere til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion

Som allerede citeret hedder det herefter i pkt. 2.9. om begrebet ”væsentlig skade for markedets ordentlige funktion” [min fremhævelse]:

”Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, kontrolleres det bl.a. hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer der er i det pågældende selskab.”

Dette er enkelt at besvare i nærværende sag, og jeg gør gældende, at dette kriterium, der er opstillet af ...[fondsbørsen] selv i dens eget regelsæt, ikke er blevet taget tilstrækkeligt i betragtning af ...[fondsbørsen] ved dennes afgørelse: Selskabet har mere end 1.000 mindretalsaktionærer, og de ejer tilsammen over 20 pct. af hele aktiekapitalen i selskabet.

Det er uhørt, at et selskab i en sådan situation, her foranlediget af en ny hovedaktionær, kapitalfonden F K/S, får lov af ...[fondsbørsen] til at lade selskabet slette fra notering.

Hundreder af mindretalsaktionærer, der har købt mindre aktieposter i B A/S til deres pensionsopsparing, er nu tvunget til (og tvinges nu af deres depotførende banker til) at gøre klar til at sælge deres aktier i B A/S, fordi man kun kan have pensionsopsparing anbragt i unoterede aktier, hvis man har pensionsopsparing for mindst 100.000 kr. i det pågældende selskab – og det har de fleste mennesker i Danmark jo ikke.

En sletning vil betegne en børs- og markedsretlig glidebane i forhold til det, der bør være normalsituationen i forbindelse med en sletning: Der bør rettes et så gunstigt tilbud til minoritetsaktionærene, at hovedaktionæren opnår mere end 90 pct. af kapitalen og dermed kan tvangsindløse de resterende under 10 pct. I nærværende sag har ...[fondsbørsen] tilladt en sletning trods en minoritet på oprindelig over 20 pct. af selskabets kapital, og dette er ikke meningen med forskrifterne om sletning.

Alternativt bør der være væsentlig opbakning fra minoriteten til afnoteringsplanerne, da det i nogle tilfælde (specielt ved selskaber med væsentlige økonomiske vanskeligheder) kan være en fordel at søge afnotering. I et sådan tilfælde vil det indlysende være i selskabets interesse, hvilket bekræftes af en eventuel opbakning fra minoriteten. Dette er i øvrigt tilfældet i nogle ...[fondsbørsen]s eksempler på afnoterede selskaber.

Ovenstående er samtidig en klar afvisning fra klagerens side af de i sagen fremførte argumenter om, at afnoteringer ikke kan finde sted i praksis, hvis man håndhæver en 90 pct. grænse.. De eksempler, ...[fondsbørsen] har fremlagt, viser, at der har været særlig baggrund for det i de tilfælde, hvor man har tilladt en afnotering med en minoritet over 10 pct. Denne baggrund har typisk været, at der var en særlig opbakning til afnoteringen blandt mindretalsaktionærene, fx pga. selskabets økonomiske situation.

Hvis sletning tillades i en situation som den foreliggende, underminerer det reelt tvangsindløsningsgrænsen på 90 pct. og erstatter – i strid med lovgivningsmagtens intentioner med tvangsindløsnings- og sletningsreglerne – 90 pct.-grænsen med en anden og langt lavere grænse, nemlig en 67 pct.-grænse, idet minoritetsaktionærene herefter aldrig kan vide sig sikre mod, at en hovedaktionær, der konkret behersker et flertal som til vedtægtsændringer, kan beslutte sletning og dermed fra dag til dag forvandle en hidtil likvid børsnoteret aktie til en illikvid unoteret aktie.

Forvandlingen sker reelt ikke med virkning fra den sidste handelsdag; den sker reelt med virkning fra det tidspunkt, hvor en intention om sletning er fremført og ikke kan afvises som en realitet af markedet. En sådan flytning af grænsen for tvangsindløsning og sletning fra 90 pct. til 67 pct. bør ...[fondsbørsen] og Finanstilsynet ikke medvirke til. – Undermineringen bliver kun større af det forhold, at de 90 pct. beregnes af hele selskabskapitalen, mens de 67 pct. beregnes af stemmer/kapital på den konkrete generalforsamling, dvs. typisk af et mindre beløb end hele selskabskapitalen.

Tvangsindløsningsreglerne er også tidligere blevet søgt omgået (læs: søgt gjort nemmere at anvende for en ny hovedaktionær). I en årrække fremvoksede der således en praksis, hvorefter børsnoterede selskaber med et dobbelt 9/10 flertal på en generalforsamling efter aktieselskabslovens § 79 (svarende til selskabslovens § 107) besluttede at indføre indløsningsregler i vedtægterne. Herved slap disse selskaber for at komme op på over 9/10 af hele aktiekapitalen for at kunne tvangsindløse mindretalsaktionærerne i medfør af aktieselskabslovens § 20 b (nu selskabslovens § 70); de skulle blot mønstre et flertal på 9/10 af den fremmødte kapital og 9/10 af de repræsenterede stemmer på den generalforsamling, der indføjede indløsningsreglen i vedtægterne.

...[fondsbørsen] godkendte dette i børsretlig sammenhæng, når blot der ikke forløb mere end nogle måneder fra vedtagelsen, og til selskabet besluttede den konkrete indløsning – men efter protest fra en mindretalsaktionær (ATP) i et selskab (TDC), der ville indføre en sådan indløsningsregel i vedtægterne, forkastede Erhvervsstyrelsen fremgangsmåden ud fra det selskabsretlige regelsæt, idet Erhvervsstyrelsen betragtede fremgangsmåden som en omgåelse af tvangsindløsningsreglerne.

Erhvervsstyrelsens standpunkt, hvorefter fremgangsmåden var en omgåelse af reglerne om tvangsindløsning, blev stadfæstet af Østre Landsret i UfR 2007.2546 Ø, TDC-dommen ...

I dommen er kernen i Erhvervsstyrelsens synspunkt gengivet således (UfR trykt udgave s. 2561 f., elektronisk udgave s. 12) [mine understregninger og tilføjelser]:

”Aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 3), kan ikke anvendes til at vedtage en vedtægtsbestemt tvangsindløsningsret for en hovedaktionær, der ikke opfylder betingelserne for tvangsindløsningsret i aktieselskabslovens § 20 b [nu selskabslovens § 70], og hvorved der sker en tilsidesættelse af de heri indeholdte væsentlige hensyn til minoritetsbeskyttelse, herunder (1) krav om besiddelse af 9/10 af samtlige aktier og ikke kun tilslutning fra 9/10 af de afgivne stemmer på generalforsamlingen, (2) tiltræden af selskabets bestyrelse, (3) krav til fastsættelse af indløsningskurs og -proces samt (4) gensidighed i form af en modsvarende ret for minoritetsaktionærer til at kræve sig indløst, jf. aktieselskabslovens § 20 d [nu selskabslovens § 73].”

Det, der blev bremsat af Erhvervsstyrelsen og Østre Landsret ved TDC-dommen i 2007, kunne man betegne som ”Omgåelse af tvangsindløsningsreglerne, version 1.0”. Det, som B A/S og dets nye hovedaktionær forsøger at gennemtrumfe i nærværende sag, kunne man passende betegne som ”Omgåelse af tvangsindløsningsreglerne, version 2.0”.

Version 2.0 er lige så meget i strid med de hensyn, der ligger bag tvangsindløsningsreglerne (som gengivet af Erhvervsstyrelsen i TDC-sagen), som fremgangsmåden i TDC-sagen var. Dengang forkastede Erhvervsstyrelsen og Østre Landsret omgåelsesforsøg version 1.0, og nu bør Erhvervsankenævnet tilsvarende forkaste omgåelsesforsøg version 2.0.

Ved nu at bremse omgåelsesforsøg version 2.0 bliver der ikke påført B A/S eller dets nye hovedaktionær nogen skade. De må blot opretholde den børs-notering, som selskabet har haft gennem en årrække, og lade markedet fastsætte kursen på aktien – i stedet for kunstigt at ville standse denne markeds mekanisme gennem en uretmæssig afnotering, der er til væsentlig skade for minoritetsaktionærerne i kraft af de vidtrækkende konsekvenser, en afnotering vil medføre for den betydelige del af selskabets aktionærer, der har takket nej til købstilbuddet, og som tillige yderst aktivt har ydet massiv modstand mod de fremsatte afnoteringshensigter. En modstand, der blandt manifesterede sig ved et usædvanligt stor fremmøde på selskabets ekstraordinære generalforsamling den 22. oktober 2015 og ved de usædvanligt mange stemmer, der blev afgivet imod forslaget om bemyndigelse til at søge afnotering. En modstand, der adskiller sig væsentligt fra alle de af ...[fondsbørsen] tidligere nævnte sammenlignelige afnoteringer.

Hvis der fortsat er et ønske hos selskabets hovedaktionær om at blive ene-ejer, kan selskabet fx iværksætte ét eller flere tilbagekøbsprogrammer, fx under anvendelse af forordning nr. 2273/2003 i tilknytning til direktiv 2003/6. Kommer mindretalsaktionærerne derved en dag under 1/10 af aktiekapitalen, kan der iværksættes tvangsindløsning – nu vel at mærke med de retssikkerhedsgarantier, en sådan indebærer, jf. Erhvervsstyrelsens bemærkninger i UfR 2007.2546 Ø, TDC.

Jeg kan derfor på klagerens vegne i det hele tilslutte mig, hvad én af Danmarks førende specialister i børs- og kapitalmarkedsret, advokat C, D, udtalte til erhvervspressen (FINANS den 24. juli 2015): ”Hvis ikke det lykkes for F K/S at få 90 pct. af aktierne, så taler sandsynligheden for, at så kan de heller ikke få selskabet afnoteret”.

Klarere og bedre kan det næppe udtrykkes, hvad der af markedet og førende aktører og rådgivere anses for ”korrekt børsjura” på dette område.

Også derfor bør Erhvervsankenævnet følge klagerens påstand og ophæve ...[fondsbørsen]s beslutning om sletning fra notering.”

Advokat C har ved skrivelse af 23. maj 2016 bemærket:

”...

Klagers indlæg af 16. maj 2016 (**”Klagers Indlæg”**) indeholder ikke nye argumenter af betydning for sagen.

Klagers Indlæg indeholder derimod en lang række synspunkter og påstande, der efter B A/S’ (**”B A/S”** eller **”Selskabet”**) opfattelse er uden betydning for sagen. B A/S ser derfor et behov for at præcisere, hvad Erhvervsankenævnet skal forholde sig til, jf. afsnit 1 nedenfor.

Klagers argumenter giver desuden anledning til visse uddybende bemærkninger, jf. afsnit 6-10

I afsnit 7 opsummeres begrundelsen for, at ...[fondsbørsen] afgørelse om at imødekomme anmodningen om afnotering er korrekt og bør tiltrædes af Erhvervsankenævnet.

1 *Erhvervsankenævnet skal tage stilling til afgørelsen om afnotering*

Indledningsvis skal det præciseres, at sagen drejer sig om afnotering og ikke om tvangsindløsning. Størstedelen af Klagers Indlæg vedrører spørgsmålet om ejendomsretten til aktier og om kursfastsættelse. Dette er helt irrelevant for spørgsmålet om afnotering, idet Selskabets hovedaktionær ikke har eller får mulighed for at tvinge minoritetsaktionærerne til at sælge deres aktier uden for reglerne om tvangsindløsning, og da en tvangsindløsning er uden sammenhæng med en afnotering. Hvis en tvangsindløsning senere måtte blive relevant, indeholder Selskabsloven regler herom, der sikrer korrekt kursfastsættelse.

For så vidt angår den kursfastsættelse, der fandt sted ved hovedaktionærens købstilbud i 2015, så er heller ikke denne relevant for den foreliggende sag. Værdipapirhandelsloven og tilhørende bekendtgørelser har udførlige regler til sikring af korrekt kursfastsættelse ved overtagelsestilbud – regler som alle er overholdt i det foreliggende tilfælde og som er påset af Finanstilsynet.

Relevant for Erhvervsankenævnets behandling er alene, at Værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3 og Betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2, fastslår, at et ønske om at slette et selskabs aktier fra handel og notering skal imødekommes, medmindre helt konkrete væsentlige omstændigheder tilsiger det modsatte.

Udgangspunktet er således klart. Erhvervsankenævnet skal derfor udelukkende forholde sig til, om der konkret foreligger forhold, der kan føre til en fravigelse af dette klare udgangspunkt.

2 *Klagers påstand vedrørende Selskabets egnethed til notering*

I Klagers Indlæg afsnit 3 anføres, at ”Hvis B A/S havde været unoteret og ansøgte om notering – ville det blive børsnoteret”.

Dette er uden relevans for en vurdering af, hvorvidt afnoteringen af Selskabets aktier er til væsentlig skade for investorerne og markedets ordentlige funktion. Afnotering er i henhold til de foreliggende regler ikke begrænset til selskaber, der er uegnede til at blive på ... [fondsbørsen].

Anmodningen om afnotering er begrundet i, at B A/S ikke har (eller forventer at få), behov for at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen], hvorfor Selskabet ikke har en interesse i fortsat børsnotering.

3 *Klagers påstand om den nære sammenhæng mellem afnotering og tvangsindløsning*

Klager sætter i sit indlæg lighedstegn mellem tvangsindløsning og afnotering. Dette er forkert.

Selskabet henviser til de tidligere fremførte argumenter for, at disse to situationer ikke kan sidestilles. Det skal fremhæves:

- At der hverken i værdipapirhandelsloven, selskabsloven eller andetsteds stilles særlige majoritetskrav for vedtagelse af en afnotering, herunder intet krav om en tvangsindløsningsmajoritet efter selskabsloven og det implementerede overtagelsestilbudsdirektiv.
- At der er afgørende forskel på at miste ejendomsretten over en aktie, hvilket selvsagt kræver øget beskyttelse, og en afnotering, hvor ejendomsretten til aktien bibeholdes, herunder de forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder, der er tilknyttet ejerskab af aktien.

I Klagers Indlæg afsnit 5 fremhæves et uddrag fra tilbudsdokumentet, hvoraf det fremgår, at F K/S ville søge selskabet afnoteret, såfremt man opnåede tvangsindløsningsmajoritet. Dette benyttes som argumentation for at sammenkæde spørgsmålet om afnotering og tvangsindløsning. Klager undlader imidlertid at fremhæve et lige så væsentligt afsnit i tilbudsdokumentet af 10. juli 2015, hvor det følger, at: *”Hvis Tilbudsgiver ved Gennemførelsen ejer eller erhverver mere end 75 %, men mindre end 90 % af samtlige Aktier opgjort [...], vil Aktierne stadig blive søgt afnoteret fra ...[fondsbørsen].”* F K/S har derfor fra tilbudsdokumentets offentliggørelse loyalt oplyst, at Selskabet ville blive forsøgt afnoteret uafhængigt af, om F K/S opnåede 90 % af Selskabets aktiekapital og stemmerettigheder. Uanset dette har mange af de nuværende aktionærer efterfølgende købt aktier – antageligvis begrundet i ikke-beskyttelsesværdige spekulative forhold.

Erhvervsankenævnet skal alene tage stilling til, hvorvidt ...[fondsbørsen]s imødekommelse af anmodningen om at slette B A/Ss aktier er til væsentlig skade for investorerne eller markedets ordentlige funktion og ikke til en eventuel fremtidig tvangsindløsning.

Det må i denne sammenhæng på det bestemteste afvises, at afnoteringen skulle være en omgåelse af tvangsindløsningsreglerne. Aktionærernes retsstilling i de to situationer kan og bør ikke sidestilles og er af gode grunde heller ikke sidestillet af lovgiver. Modsat en tvangsindløsning sker der ved en afnotering ingen forrykkelse eller nogen form for ændring i forholdet mellem F K/S og de øvrige aktionærer i relation til deres respektive økonomiske og forvaltningsmæssige rettigheder, og selskabslovens minoritetsbeskyttelsesregler vil være aldeles upåvirkede af en afnotering.

4 *Klagers påstand om, at minoriteten unddrages deres andel af betydelige merindtægter i Selskabet*

I Klagers Indlæg afsnit 6 behandles det forhold, at Selskabet er blevet valgt af Transport- og Byggeministeriet som kommende operatør af de bornholmske færgeruter. Dette er irrelevant for sagen. Det kan i øvrigt nævnes, at konkurrenten Danske Færger A/S har klaget over tildelingen.

B A/S er et selskab i drift, hvilket betyder, at der naturligt sker udvikling i forretningen, og dette vil selvsagt også være tilfældet, mens processen om afnotering af Selskabets aktier er i gang. Klager kan således ikke forudsætte, at Selskabet til skade for både aktionærer og øvrige interessenter sætter igangværende processer i stå. Den positive udvikling af Selskabets forretning kan ikke være et element i en vurdering af, hvorvidt selve afnoteringen er til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion. Dette er en del af B A/Ss ordinære drift, som fortsætter med eller uden en afnotering. Desuden vil de nuværende aktionærer via deres ejerskab af aktier i Selskabet også få del i en eventuel værditilvækst i Selskabet efter en afnotering.

I Klagers Indlæg antydes, at minoritetsaktionærerne ved en eventuel senere tvangsindløsning ikke er sikret en korrekt værdiansættelse, idet der mangler reference til en børskurs. Dette er forkert – og i øvrigt irrelevant – idet selskabsloven netop sikrer en uafhængig kursfastsættelse med domstolsprøvelse. Det bemærkes i øvrigt, at børskursen ikke ukritisk kan forventes lagt til grund. Der skal således altid foretages en konkret vurdering – uanset om Selskabet er noteret eller ej.

5 *Klagers påstand om, at minoritetsinteresser er tilsidesat og at afnotering giver F K/S en utilbørlig fordel*

Klager henviser til, at F K/S konsekvent har stilet efter at blive eneaktionær og henviser i den forbindelse til, at der skulle foreligge diverse planer om at ”kyse” mindretalsaktionærerne i et sådant omfang, at tvangsindløsning kan gennemføres. Dette kan kun betragtes som spekulationer fra Klagers side.

Afnoteringen er som nævnt ovenfor begrundet i, at B A/S ikke har, eller forventer at få, behov for at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen]. De årlige omkostninger og de interne ressourcer i forbindelse med den administration, der er forbundet med børsnoteringen, er derfor unødvendige for selskabet.

At F K/S har haft et helt legalt og, i forbindelse med et overtagelsestilbud, helt sædvanligt ønske om at blive eneaktionær i Selskabet, har ikke betydet, at F K/S dermed på nogen måde har tilsidesat minoritetsaktionærernes rettigheder. Som også fremhævet i ...[fondsbørsen]s indlæg af 3. maj 2016, og forarbejderne til værdipapirhandelsloven, er det således det selskabsretlige utilbørlighedskriterium, der er den relevante standard. I den foreliggende sag sker der en fuldstændig ligebehandling af aktionærerne. Klager har da heller ikke påberåbt sig, at der skulle være sket overtrædelse af de selskabsretlige minoritetsbeskyttelsesregler.

For så vidt angår pensionsdepoter bemærkes, at der ikke kan eller skal tages hensyn til aktionærers individuelle placering af midler samt, at Finanstilsynet i henhold til artikel i Jyllandsposten den 16. maj 2015, der er vedlagt som bilag, har oplyst, at de gældende regler herom påtænkes ændret pr. 1. juli 2016, således at der i tilfælde af afnotering vil være mulighed for, at de aktionærer, der måtte ønske dette, vil kunne beholde deres aktier i pensionsdepotet uden negative afgiftsmæssige konsekvenser.

Der er ingen faktuelle omstændigheder i sagen, der skulle begrunde, at F K/S opnår en utilbørlig fordel ved en afnotering af Selskabet, og Klager kan da heller ikke henvise til konkrete forhold, der skulle give F K/S utilbørlige fordele.

I den forbindelse kan det fremhæves, at Klager ikke har søgt at anfægte de trufne beslutninger efter selskabslovens regler om utilbørlige beslutninger, hvilket ville have været den korrekte fremgangsmåde, såfremt Klager måtte være af den opfattelse, at generalforsamlingen havde truffet en beslutning, der måtte medføre en utilbørlig fordel for en aktionær. Det er påfaldende, at Klager således søger at gøre noget, der basalt set er et anliggende mellem aktionærerne, til et forhold, der rammer Selskabet og markedet.

Det skal i øvrigt fremhæves, at bestyrelsen i sin redegørelse for købstilbuddet i 2015 klart giver aktionærerne oplysning om de generiske følger af afnoteringen – herunder med hensyn til handel efter en afnotering.

Når Klager i øvrigt anfører, at der ”bør” kunne stilles krav om tilslutning fra mere end 90 % af aktiekapitalen og betegner den manglende eksistens af et sådant krav som en ”glidebane” må det erindres, at lovgiver netop ikke har valgt at opstille et sådant krav. Tværtimod har lovgiver opstillet det udgangspunkt, at et selskabs anmodning om afnotering skal imødekommes, samt i øvrigt fastsat, at der ikke blot kan, men også skal, foretages et konkret skøn.

6 *Klagers påstand om, at kurstabet udgør en væsentlig skade for minoritetsaktionærerne*

Klager fremhæver kursnedgangen ved offentliggørelsen af beslutningen om afnotering som et hovedargument for, at afnoteringen er til væsentlig skade for investorernes interesse.

Som tidligere nævnt, og som også anført af ...[fondsbørsen] i dets indlæg af 3. maj 2016, kan kursstigningen i efteråret/vinteren 2015/2016 ikke umiddelbart forklares ud fra Selskabets forhold. Kursfaldet skal ses i lyset af den meget markante spekulation i perioden efter sommeren 2015.

Det skal i denne forbindelse endnu engang fremhæves, at den tilbudte kurs i selve købstilbuddet var i overensstemmelse med lovgivningens krav til overtagelsestilbud, og at en vurdering af den tilbudte kurs ikke er relevant for afgørelsen af, om afnotering vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion. Kurspåvirkning som følge af en afnotering kan i øvrigt ikke anses som en væsentlig skade, da det er en uundgåelig generisk følge af afnoteringen.

7 *...[fondsbørsen]s afgørelse er korrekt - Selskabets afsluttende bemærkninger*

Det er Selskabets klare vurdering, at ...[fondsbørsen]s afgørelse af 24. februar 2016 om at imødekomme Selskabets anmodning om at slette Selskabets aktier fra handel og officiel notering er korrekt.

Udgangspunktet efter værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3 og Betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2 er, at ...[fondsbørsen] skal imødekomme en anmodning om sletning fra handel og notering. Dette udgangspunkt kan alene fraviges, hvis der er konkrete omstændigheder, der sandsynliggør, at sletning vil være til væsentlig skade for (i) investorernes interesse eller (ii) markedets ordentlige funktion. Der skal således bortses fra de naturlige og sædvanlige skadevirkninger, der følger af en afnotering. ...[fondsbørsen] har som erfaren markedsaktør ikke vurderet, at sådanne omstændigheder var til stede.

...[fondsbørsen]s afgørelse er korrekt, da alle retlige krav for en afnotering er opfyldt, og da der ikke foreligger særlige grunde til at fravige lovens klare udgangspunkt, særligt henset til følgende:

A. Der foreligger ikke væsentlig skade for investorernes interesse, da:

- Beslutningen om at anmode ...[fondsbørsen] om afnotering er truffet med et klart flertal på 86,84 % af de fremmødte stemmer på en ekstraordinær generalforsamling i Selskabet;
- Der er af lovgiver ikke fastsat krav om særlig majoritet for vedtagelsen af en afnotering, ligesom det ikke er en individualrettighed for minoriteten i et selskab, at et selskabs aktier er optaget til handel og notering;
- En afnotering påvirker hverken F K/S' eller de øvrige aktionærernes ejendomsret til aktierne eller deres forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder og kan dermed ikke sidestilles med tvangsindløsning;
- Beslutningen på generalforsamlingen er klart ikke udtryk for majoritetsmisbrug efter selskabslovens § 108;
- En ændring af ...[fondsbørsen]s afgørelse om afnotering vil reelt indebære en tilsidesættelse af en lovlig generalforsamlingsbeslutning og indførelse af et vedtagelseskrav, som er ulovhjemlet i både værdipapirhandels- og selskabsloven;
- F K/S opnår ikke en utilbørlig fordel ved afnoteringen, idet afnoteringen er begrundet i manglende fordele ved at lade Selskabet forblive noteret, og minoritetsaktionærerne vil via deres fortsatte ejerskab også få del i en fremtidig værditilvækst i Selskabet;
- Det forhold, at der efter afnoteringen ikke længere vil være en handelsplads, hvor aktien omsættes, kan ikke anses som en væsentlig skade, da det er en uundgåelig generisk følge af afnoteringen, og da aktionærerne har haft og fortsat vil have mulighed for at afhænde deres aktier;
- Selskabet har til hensigt at opretholde et passende informationsniveau til investorerne, herunder udsendelse af fire årlige finansielle rapporter. I øvrigt skal det fremhæves, at manglende adgang til de oplysning-

ger, som børsnoterede selskaber er forpligtede til at afgive, ikke kan anses som en "væsentlig skade", da det er en uundgåelig generisk følge af afnoteringen;

- Kursnedgangen på aktien efter offentliggørelsen af ...[fondsbørsen]s afgørelse om afnotering skal ses i lyset af den kraftige og spekulative kursstigning på Selskabets aktier, der skete trods viden i markedet om, at Selskabet ville blive søgt afnoteret, og kurspåvirkning som følge af en afnotering kan ikke anses som en væsentlig skade, da det er en uundgåelig generisk følge af afnoteringen; og
- En række minoritetsaktionærer har købt aktier vel vidende, at Selskabet kunne blive afnoteret, og må betragtes som at have accepteret denne risiko ved købet, ligesom der i øvrigt ikke kan tages hensyn til aktionærers individuelle placering af midler, f.eks. i et pensionsdepot, og at reglerne om sådan placering desuden forventes ændret.

B. Der foreligger ikke væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, da:

- Kriteriet om markedets ordentlige funktion skal ses som en ordensforskrift relateret til markedets mekanismer, som ikke omfatter hensyntagen til, om der ved en afnotering bliver færre aktier til salg på en privat handelsplatform, eller i øvrigt, hvordan en afnotering vil påvirke det private aktiemarked som helhed;
- Antallet af aktionærer i et selskab kan ikke i sig selv begrunde, at en afnotering vil være til væsentlig skade, og der er tidligere set afnotering af selskaber med et højere antal minoritetsaktionærer;
- Mindre end 15 % af Selskabets aktier er i free-float, hvis der bortses fra Selskabets, F K/S' og G ApS' beholdning af aktier; og
- Det er hverken i minoritetsaktionærernes eller markedets interesse - herunder potentielle fremtidige investorer - at fastholde en notering af aktier, som det udstedende selskab ikke selv ønsker.

...

Afslutningsvist skal det for en god ordens skyld nævnes, at Selskabet fortsat er af den opfattelse, at Erhvervsankenævnet alene har kompetence til at tage stilling til spørgsmålet om sletning fra notering. Det er dermed Selskabets opfattelse, at Erhvervsankenævnet ikke har kompetence til at afprøve ...[fondsbørsen]s afgørelse om at imødekomme anmodningen om at slette Selskabets aktier fra handel, men at denne kompetence alene tilkommer Finanstilsynet og domstolene.

Endelig skal det fremhæves, at skønnet over, hvorvidt der foreligger hensyn til markedet og investorerne, der tilsiger en undtagelse fra lovens hovedregel, bedst udøves af ...[fondsbørsen] og sekundært af Finanstilsynet, idet

operatør og tilsynsmyndighed er tættere på markedet. Erhvervsankenævnet bør derfor udvise betydelig tilbageholdenhed med at tilsidesætte disses skøn og med at forbigå disse aktører/myndigheder.”

...[fondsbørsen] har ved indlæg af 25. maj 2016 yderligere anført:

” ...

1. Nævnets kompetence

Det er forsat ... [fondsbørsen]s vurdering, at Erhvervsankenævnet ikke har kompetence til at tage stilling til spørgsmålet om sletning fra optagelse til handel efter lov om værdipapirhandel mv. § 25, stk. 3. I overensstemmelse med lov om værdipapirhandel mv. (vphl) tilkommer den kompetence Finanstilsynet som rekursinstans og derefter domstolene. ... [fondsbørsen] finder det besynderligt, at den kendsgerning, at Finanstilsynet har delegeret området for officiel notering til ... [fondsbørsen], skal have den konsekvens, at også ... [fondsbørsen]s afgørelser truffet som operatør af et reguleret marked efter vphl § 25, stk. 3, skal anses som myndighedsudøvelse og dermed være underlagt forvaltningsmæssige principper samt ankeadgang til Erhvervsankenævnet. Det følger direkte af vphl § 88, stk. 1, at der ikke kan ske indbringelse for Erhvervsankenævnet af beslutninger truffet af en operatør af et reguleret marked efter vphl § 88, stk. 3. Afgørelser efter vphl § 25, stk. 3, falder i denne kategori.

VPHL § 88 er formuleret således (... [fondsbørsen]s understregninger):

§ 88. Afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til denne lov, regler udstedt i medfør af denne lov og forordninger udstedt i medfør af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Tilsvarende gælder for afgørelser truffet af Finanstilsynet i henhold til artikel 37-42 i Kommissionens forordning nr. 1031/2010 af 12. november 2010 (CO₂-auktionerings-forordningen), Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 236/2012 af 14. marts 2012 (shortsellingforordningen) og regler udstedt i medfør heraf, Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 (EMIR-forordningen) med de begrænsninger, der følger af forordningen, og bortset fra artikel 14 og 15 samt forordninger og regler udstedt i medfør af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 (EMIR-forordningen) samt Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014/EU af 23. juli 2014 (CSD-forordningen) samt forordninger og regler udstedt i medfør heraf. Bestemmelsen i 1. pkt. omfatter ikke afgørelser efter stk. 3 eller § 87. Bestemmelserne i dette stykke finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af Erhvervsstyrelsen på Finanstilsynets vegne, jf. § 83, stk. 2 og 3, og § 83 b, stk. 2-4, samt på afgørelser truffet af Danmarks Nationalbank efter § 57 a, stk. 7.

Stk. 2. Stk. 1 finder tillige anvendelse på afgørelser truffet af virksomheder, der udøver beføjelser på Finanstilsynets vegne.

Stk. 3. Afgørelser truffet af operatører af regulerede markeder, selskaber, der driver multilaterale handelsfaciliteter, clearingcentraler eller værdipapircentraler i henhold til denne lov eller regler udstedt i medfør af loven kan af den, som afgørelsen retter sig til, indbringes for Finanstilsynet senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.

Stk. 4. Erhvervsankenævnets afgørelser og afgørelser, Finanstilsynet træffer efter stk. 3, kan af den, som afgørelsen retter sig til, ved et sagsanlæg senest 8 uger efter, at afgørelsen er meddelt den pågældende, indbringes for domstolene.

Det fremgår således tydeligt af bestemmelsen, at det er Finanstilsynet, der er den relevante rekursinstans, og at Finanstilsynets afgørelse herefter kan indbringes for domstolene.

Det ville formentlig ikke have været muligt for Erhvervsankenævnet, at udstrække sin kompetence efter reglerne om officiel notering til også at omfatte ... [fondsbørsen]s afgørelse efter vphl § 25, stk. 3, såfremt Finanstilsynet oprindeligt havde beholdt kompetencen vedrørende officiel notering selv og ikke havde delegeret denne til ... [fondsbørsen]. Det skal nævnes, at ... [fondsbørsen] oprindeligt påtog sig denne delegation – i øvrigt uden at opkræve Finanstilsynet betaling for at varetage denne begrænsede myndighedsudøvelse – alene for at gøre det administrativt nemmere for nye selskaber, der skal optages til handel. Intentionen var således, at en udsteder ikke behøvede at ansøge Finanstilsynet om optagelse til officiel notering i forlængelse af processen overfor ... [fondsbørsen] vedrørende optagelse til handel. Da optagelse til officiel notering siden implemeteringen af MiFID og transperansdirektivet primært har været anset som en formalitet, gav dette mening. Det har aldrig været ... [fondsbørsen]s opfattelse, at ... [fondsbørsen] ved at acceptere denne delegation, dermed skulle acceptere, at ... [fondsbørsen]s kompetencer, rettigheder og pligter efter andre bestemmelser i værdipapirhandelsloven – herunder vphl § 25, stk. 3, ville blive ændret. Det er således ... [fondsbørsen]s holdning, at den af lovgiver tiltænkte model, hvorefter det først er det regulerede marked og dernæst Finanstilsynet, som er de to parter, der er tættest på markedet, der skal foretage vurderingen efter vphl § 25, stk. 3, ikke burde være sat ud af kraft. Derfor kan ... [fondsbørsen] tiltræde det af B A/S fremførte i B A/Ss indlæg af 23. maj 2016, hvorefter Erhvervsankenævnet bør udvise en betydelig tilbageholdenhed med at tilsidesætte skøn/forbigå den relevante myndighed – især på et område, hvor lovgiver ikke har tillagt Erhvervsankenævnet kompetence hertil.

I klagers indlæg er fremført en række argumenter, der skulle tale imod en sletning af selskabet fra optagelse til handel og optagelse til officiel notering. Det er ... [fondsbørsen]s vurdering, at ingen af disse argumenter bør føre til, at ... [fondsbørsen]s beslutning om at imødekomme selskabets anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering omgøres.

2. Klager anfører, at hvis B A/S havde været unoteret og ansøgte om notering, så ville det blive børsnoteret

... [fondsbørsen] skal hertil anføre, at det er muligt, men at ... [fondsbørsen] ikke har foretaget denne omfattende vurdering. Bl.a. ville der være usikkerhed omkring, hvorvidt spredningskravet vil være opfyldt, hvis selskabet havde skullet optages til handel på nuværende tidspunkt. Efter ... [fondsbørsen]s opfattelse, som er baseret på tal oplyst af B A/S i sin anmodning om sletning, var der på tidspunktet for opgørelsen (opgjort pr. den 9. november 2015) en spredning af selskabets aktier i offentligheden på ca. 21,10 % (19,64 % hvis egne aktier fratrækkes). Kravet til aktiernes spredning i offentligheden er 25 %. Der ses mere lempeligt på den løbende opfyldelse af dette krav, når et selskab er optaget til handel end i forbindelse med selve optagelsen til handel. Det er således usikkert, hvordan dette forhold ville blive behandlet, såfremt selskabet havde skullet optages til handel i dag.

Det er imidlertid irrelevant for spørgsmålet om sletning, om selskabet havde kunnet optages til handel i dag. Reglen i § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel har ikke til formål kun at tillade sletning af selskaber, der ikke længere egner sig til optagelse til handel eller i al væsentlighed ikke opfylder betingelserne for optagelse til handel. Til det formål findes reglen i vphl § 25, stk. 1, hvorefter ... [fondsbørsen] kan slette eller suspendere et værdipapir fra handel på et reguleret marked, hvis værdipapiret ikke længere opfylder det regulerede markeds regler, forudsat at en sådan sletning/suspension ikke vil være til væsentlig skade for investorernes eller værdipapirmarkedets ordentlige funktion.

Under samme punkt anfører klager, at selskabet har over 1000 mindretalsaktionærer, der ejer 20 % af selskabets samlede aktiekapital. Hertil skal ... [fondsbørsen] henvise til sit indlæg af 3. maj 2016, hvori ... [fondsbørsen] lægger til grund, at ... [fondsbørsen] har valgt at se bort fra de investorer, der har investeret i aktien på et tidspunkt, hvor de var fuldt oplyste om F K/S' intention om at søge selskabet slettet fra optagelse til handel og officiel notering, når ... [fondsbørsen] skulle tage stilling til spørgsmålet om væsentlig skadesvirkning. Ud fra ... [fondsbørsen]s opgørelse betyder dette således, at ud af de ca. 20 % minoritetsaktionærer, der af klager lægges til grund, er det alene de ca. 11,31 %, der var aktionærer forud for offentliggørelsen af intentionen om at søge selskabet slettet (den 10. juli 2015). De investorer, der har valgt at investere i selskabet efterfølgende har altså kunnet indkalkulere risikoen for sletning forud for beslutningen om at ville investere i selskabet. Derfor forekommer det ikke rigtigt at medtage hensynet til disse investorer i vurderingen af skadesvirkningen for investorerne.

Af klagers indlæg fremgår endvidere, at det er "helt åbenbart forkert", når ...[fondsbørsen] i sin afgørelse har henvist til bestyrelsens støtte til afnoteringen, idet der ikke foreligger nogen erklæring fra bestyrelsen om en sådan støtte. Dette er ikke korrekt. ... [fondsbørsen] har lagt den anmodning

om sletning til grund, som ... [fondsbørsen] har modtaget fra selskabet dateret den 4. december 2015. Heri fremgår det under punkt 2 på side 3, at *"F K/S' ønske om sletning af B A/Ss aktier fra handel og notering er begrundet i et ønske om at skabe de bedste rammer for B A/Ss videre udvikling. Bestyrelsen i B A/S støtter forslaget, under hensyntagen til, at B A/S ikke har planer om at foretage kapitalrejsning via ... [fondsbørsen], hvorfor selskabet ikke har behov for børsnoteringen...."*. ... [fondsbørsen] har derfor taget til efterretning og lagt til grund, at selskabets beslutning, som angivet af selskabet i dets anmodning til ... [fondsbørsen] om sletning, støttes af bestyrelsen i B A/S. Selskabets anmodning om sletning var vedlagt som bilag 3 til B A/Ss indlæg vedrørende realiteten i sagen dateret 3. maj 2016. ... [fondsbørsen] må således også på dette punkt tilbagevise klagers anbringender.

3. Klages påstand om sammenhæng mellem afnotering og tvangsindløsning

Som det fremgår af ... [fondsbørsen]s indlæg af 3. maj 2016, er der ikke en sådan nær sammenhæng mellem reglerne om sletning fra optagelse til handel og officiel notering i lov om værdipapirhandel og tvangsindløsningsreglerne i selskabslovgivningen, som anført af klager. Kun på ét punkt er der en kobling, og det er i forhold til ... [fondsbørsen]s praksis, hvorefter ... [fondsbørsen] altid imødekommer en anmodning om sletning, når der er opnået fuldt ejerskab eller mulighed for tvangsindløsning efter selskabslovgivningen. I disse tilfælde accepteres sletning uden yderligere prøvelse af spørgsmålet om væsentlig skadesvirkning. Bortset fra dette tilfælde, er der ingen sammenhæng mellem de to lovgivningers regler om henholdsvis tvangsindløsning og sletning fra optagelse til handel. Det samme gør sig gældende i forhold til praksis. Erhvervsankenævnet skal alene tage stilling til, om ... [fondsbørsen]s beslutning om at imødekomme anmodningen om at slette B A/Ss aktier fra optagelse til handel og officiel notering er til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion. Klagers gennemgang af forholdet mellem tvangsindløsningsreglerne og overtagelsestilbudsreglerne er derfor ikke relevante, da selskabet ikke befinder sig i en tvangsindløsningssituation. ... [fondsbørsen] kan her i det hele tiltræde det af B A/S anførte i punkt 3 i selskabets indlæg af 23. maj 2016.

Ligeledes er klagers gennemgang af og henvisning til TDC-sagen irrelevant, idet den sag angik adgangen til tvangsindløsning og ikke sletning fra optagelse til handel og officiel notering.

4. Klagers påstand om, at sletning fra optagelse til handel og officiel notering giver F K/S en utilbørlig fordel på bekostning af de øvrige aktionærer.

Som gennemgået i ... [fondsbørsen]s indlæg af 3. maj 2016, er der ikke noget i ... [fondsbørsen]s gennemgang af sagen, der har medført, at ... [fondsbørsen] har fundet, at F K/S skal anses for at have fået en utilbørlig

fordel på bekostning af minoritetsaktionærerne. Det fremgår heller ikke konkret af klagers indlæg af 16. maj 2016, hvori denne fordel skulle bestå. Der henvises primært til det kurstab på ca. 28 % til kurs 69,5, som opstod på baggrund af meddelelsen om, at ... [fondsbørsen] imødekom selskabets anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering.

Som tidligere anført af ... [fondsbørsen] (afsnit 4 i ... [fondsbørsen]s indlæg af 3. maj 2016) har kursudviklingen i B A/S været ganske bemærkelsesværdig i perioden efter F K/S' intention om at søge B A/S slettet fra optagelse til handel og officiel notering blev offentliggjort. Den store stigning er især indtruffet efter anmodningen om sletning fra optagelse til handel og officiel notering blev indleveret til ... [fondsbørsen] den 4. december 2015. Som anført af ... [fondsbørsen] i ovennævnte indlæg (side ...) er der ikke offentliggjort oplysninger fra selskabet, der kan begrunde den store kursstigning. Ligeledes har selskabet overfor ... [fondsbørsen] den 4. februar 2016 bekræftet, at selskabet ikke mente, at der manglede kursrelevante oplysninger i markedet. Det er således ikke muligt for ... [fondsbørsen] at konkludere præcist, hvad det er, der har drevet denne kraftige kursudvikling. Kursudviklingen kan være præget af den faldende oliepris og/eller spekulation om bl.a. spørgsmålet om sletning fra optagelse til handel og officiel notering, muligheden for konkurrerende bud, ønsket om at ville kunne blokere for en tvangsindløsning mv. Derudover har der under hele forløbet været meget medieomtale og udtalelser om selskabet, der kan have påvirket kursudviklingen. Det kan således ikke konkluderes med nogen form for sikkerhed, at kursstigningen alene skyldes markedets stærke tiltro til værdien af B A/S. Dertil kommer, at ... [fondsbørsen] ikke lægger til grund for en afgørelse om sletning, hvorledes kursen kan forventes at udvikle sig efterfølgende.

At kursen falder 28 % ved meddelelsen om imødekommelsen af selskabets anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering, skal således ses i lyset af den store og uforklarlige stigning, der har været i aktien i perioden op til ... [fondsbørsen]s afgørelse. Derudover vil det være forventeligt, at der ses et kursfald, når det besluttet at et selskab kan slettes, da et selskabs aktier herefter normalt må anses som værende mindre likvide. Som tidligere anført af ... [fondsbørsen], følger dette naturligt af en sletning, og dette kan ikke juridisk set betragtes som en væsentlig skadesvirkning. Ligeledes er det værd at erindre, at det står en aktionær frit for at forblive i selskabet efter en sletning fra optagelse til handel og officiel notering. Aktionærerne tvangsindløses netop ikke. Kursfaldet har således ikke betydning for de aktionærer, der ønsker at forblive aktionærer i selskabet efter sletning fra optagelse til handel og officiel notering.

I forhold til diskussionen omkring investering med pensionsmidler, henvises til ... [fondsbørsen]s indlæg af 3. maj side 28 samt til EAN kendelse af 30/4-2013, side 12-13, hvori Finanstilsynet i en anden sag har kommenteret på netop dette spørgsmål.

Det skal bemærkes, at ... [fondsbørsen]s afgørelse blev betinget af, at selskabet skulle sikre fremsættelsen af et nyt købstilbud på vilkår svarende

til det af F K/S tidligere fremsatte pligtmæssige tilbud, medmindre lovgivningen foreskrev en højere kurs. Denne betingelse blev stillet for at stille alle aktionærer lige med hensyn til muligheden for at kunne komme ud af aktien til minimum samme kurs som det forudgående købstilbud ved en sletning. Eftersom markedskursen var - og stadig er - højere end kursen i købstilbuddet, kunne/kan aktionærer, der måtte ønske at sælge inden sletning fra optagelse til handel og officiel notering, opnå en højere kurs ved at sælge i markedet.

Klager gennemgår i sit indlæg af 16. maj en såkaldt plan A og B, som F K/S skulle have opereret efter i sine bestræbelser på at blive ene-ejer af B A/S og få B A/S slettet fra optagelse til handel og officiel notering på ... [fondsbørsen]. ... [fondsbørsen] har ingen bemærkninger til eller viden om, hvad F K/S eller B A/S selv måtte have gjort sig af overvejelser herom. ... [fondsbørsen] tager alene udgangspunkt i, om betingelserne for at blive slettet fra optagelse til handel (og heri implicit fra optagelse til notering) i vphl § 25, stk. 3, er opfyldt. ... [fondsbørsen] deltager derfor ikke i spekulation omkring, hvilke strategiske overvejelser F K/S eller selskabet måtte have gjort sig i den forbindelse. Når klager således anfører, at "...[fondsbørsen] – meget vel uforvarende – herved er kommet til at medvirke til en handlemåde, som børs- og kapitalmarkedsretligt er uhørt og uantagelig efter danske børsretlige begreber", så er det en kritik som ... [fondsbørsen] klart må afvise. ... [fondsbørsen] skal alene forholde sig til vphl § 25, stk. 3, og til hvorvidt der foreligger en skadesvirkning så væsentlig for investorerne eller markedets ordentlige funktion, at en sletning skal nægtes trods bestemmelsens udgangspunkt om, at en anmodning om sletning skal tages til følge.

Klager anfører endvidere, at gruppen af minoritetsaktionærer undrages "deres retsmæssige andel af disse meget betydelige merindtægter, der nu med sikkerhed vil tilflyde selskabet". Her referes især til det netop vundne udbud vedrørende Hertil skal ... [fondsbørsen] anføre, at der er tale om et forhold, der er indtruffet efter ... [fondsbørsen]s beslutning om at imødekomme selskabets anmodning om sletning. B A/S har, som tidligere anført, bekræftet overfor ... [fondsbørsen] den 4. februar 2016, at B A/S ikke mente, at der manglede kursrelevante oplysninger i markedet. Ligeledes har ... [fondsbørsen] ikke på det foreliggende grundlag fundet anledning til at konkludere, at selskabet ikke har overholdt sin oplysningsforpligtelse i den konkrete situation omkring [fondsbørsen] har i øvrigt bemærket, at der af B A/Ss konkurrent er indgivet en klage over tildelingen, og at der således er tale om et forhold, der endnu ikke er endeligt afklaret. Samtidig forholder det sig også sådan, at en aktionær kan vedblive med at være aktionær i selskabet også efter en sletning fra optagelse til handel, og dermed vil sådanne aktionærer via deres fortsatte ejerskab få andel i eventuelle fremtidige værditilvækster i selskabet.

Samlet set, er det ... [fondsbørsen]s vurdering, at intet af det af klager anførte, giver anledning til at konkludere, at F K/S skulle have opnået en utilbørlig fordel på bekostning af minoritetsaktionærerne, og at der dermed skulle foreligge en væsentlig skadesvirkning for investorerne.

5. Klagers påstand om at sletning er til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion

Klager anfører, at ... [fondsbørsen] ikke har taget tilstrækkelig stilling til, om en sletning fra optagelse til handel og officiel notering vil være til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion. ... [fondsbørsen] er ikke enig heri. ... [fondsbørsen] har forholdt sig til mængden af mindretelsaktionærer og deres andel af aktiekapitalen i selskabet. Bl.a har ... [fondsbørsen] anført, at mængden af aktionærer i B A/S ikke er specielt højt sammenlignet med tidligere sager om afnotering. Samtidig har ... [fondsbørsen] forholdt sig til, at der ved en vurdering af spørgsmålet om væsentlig skadesvirkning ikke skal tages udgangspunkt i samtlige minoritetsaktionærer, men kun i den andel, som var aktionærer forud for F K/S offentliggørelse af intentionen om at søge selskabet slettet fra optagelse til handel og officiel notering. Dermed er den anførte mængde på ca. 20 % ikke i sig selv interessant. Dette er beskrevet nærmere i ... [fondsbørsen]s indlæg af 3. maj 2016.

... [fondsbørsen] skal ikke her igen forholde sig til klagers påstand om, at en sletning af B A/S vil underminere tvangsindløsningsgrænsen på 90 % samt at en sletning vil betegne en børs- og markedsretlig glidebane. For ... [fondsbørsen]s argumenter herom henvises til ... [fondsbørsen]s indlæg af 3. maj 2016.

Samtidig skal ... [fondsbørsen] anføre, at det i længden ikke er i hverken investorernes eller markedets interesse at fastholde en optagelse til handel og officiel notering, som selskabet ikke selv ønsker. ... [fondsbørsen] finder her, at den generelle interesse i at opretholde en optagelse til handel og officiel notering ikke i sig selv er tilstrækkeligt til at begrunde et afslag på en anmodning om sletning fra optagelse til handel og officiel notering under henvisning til en væsentlig skadesvirkning for markedets ordentlige funktion.

Endelig skal det anføres, at B A/S er et small cap-selskab, og derfor ikke indgår i indeks som eksempelvis OMXC20 og OMXC20CAP. Ligeledes handles der ikke afledte finansielle instrumenter (derivater/certifikater) baseret på B A/S på ... [fondsbørsen]. Derfor er der ikke basis for at medtage disse momenter i en vurdering af, om en sletning fra optagelse til handel og officiel notering vil medføre en væsentlig skadesvirkning for markedets ordentlige funktion.

6. ... [fondsbørsen]s afsluttende bemærkninger

Der er med klagers indlæg af 16. maj 2016 ikke fremkommet nye informationer, der sandsynliggør, at en sletning fra optagelse til handel og optagelse til officiel notering vil være til væsentlig skade for investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion, i den forstand som dette reguleres af vphl § 25, stk. 3.

Som anført af ... [fondsbørsen] i sit indlæg af 3. maj 2016 er det ikke ...

[fondsbørsen]s opgave i en konkret sag om anmodning om sletning efter vphl § 25, stk. 3, at tage stilling til, om det lovgivningsmæssige udgangspunkt er korrekt og yder den beskyttelse, der findes relevant. ... [fondsbørsen] må forholde sig konkret til det gældende lovgivningsmæssige udgangspunkt i sin sagsbehandling. Baseret her på, er det forsat ... [fondsbørsen]s holdning, at ... [fondsbørsen]s beslutning om at imødekomme B A/Ss anmodning om sletning fra optagelse til handel og optagelse til officiel notering, er korrekt.”

Advokat A er ved skrivelse af 1. juni 2016 fremkommet med følgende afsluttende skriftlige bemærkninger:

” ...

KLAGERENS ANBRINGENDER

1. Anmodningen fra B A/S om sletning fra notering burde ikke være imødekommet af ...[fondsbørsen], idet sletningen ikke er i investorernes eller værdipapirmarkedets interesse, jf. kriteriet i § 14, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 om betingelserne for officiel notering af værdipapirer (betingelsesbekendtgørelsen).
2. Sletning fra notering er nært forbundet med sletning fra handel. Derfor bør der ved sletning fra notering tillige tages hensyn til betingelserne for sletning fra handel, herunder om der er sandsynlighed for, at sletningen vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, jf. værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, om sletning fra handel. Herom gør klageren gældende, at klageren blot skal sandsynliggøre en skadevirkning som nævnt, og at en sådan skadevirkning faktisk er sandsynliggjort, hvorimod der ikke skal føres fuldt bevis for skadevirkningen, hvilket da normalt heller ikke vil være praktisk muligt. På baggrund af den sandsynliggjorte skadevirkning burde anmodningen om sletning fra notering ikke være imødekommet, og den bør derfor ophæves.
3. Af samme årsag - den nære sammenhæng mellem sletning fra notering og sletning fra handel - burde pkt. 9.2, 5. afsnit, i ...[fondsbørsen] Regler for udstedere af aktier af 26. november 2015 være taget i betragtning ved imødekommelsen af anmodningen om sletning fra notering. Det burde således nærmere være efterprøvet, om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, og om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer. Det gøres gældende, at mindretallets interesser ikke er blevet tilstrækkeligt varetaget, og at sletning vil give visse aktionærer (hovedaktionæren) urimelige fordele frem for andre aktionærer (de over 1.000 minoritetsaktionærer med 20 pct. af aktiekapitalen).
4. En sletning fra notering vil give selskabets hovedaktionær, F K/S, urimelige fordele frem for minoritetsaktionærerne, idet en sletning medfører en faktisk omsættelighedsbegrænsning og dermed en ned-

gang i minoritetsaktiernes formueværdi, hvorimod hovedaktionæren, som har stemt for sletningen fra notering, og som virker for at blive eneejer af selskabet, ikke påvirkes af den nævnte faktiske omsættelighedsbegrænsning.

5. De oplysninger, der siden ...[fondsbørsen]s afgørelse er fremkommet om B A/Ss budgivning på og tildeling af bornholmsruterne, og hvorved der over en periode på 10 eller 12 år vil tilflyde selskabet et offentligt tilskud på 3,7 milliarder kroner plus retten til indtægterne ved salg af billetter, madvarer og drikkevarer fra ruterne i samme tidsrum, fører i sig selv til, at et selskab, der er i en sådan situation, og som har over 1.000 minoritetsaktionærer med 20 pct. af kapital og stemmer, ikke kan slettes fra notering til skade for en sådan minoritets interesser. Også derfor er ...[fondsbørsen]s afgørelse forkert, og den bør også derfor ophæves.
6. Der er heller ikke som foreskrevet i pkt. 2.9., 6. afsnit, i Regler for udstedere foretaget den fornødne kontrol af, hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer der er i selskabet. Et selskab, som har over 1.000 minoritetsaktionærer med 20 pct. af selskabets aktiekapital, og som ikke er kriseramt eller i øvrigt befinder sig i en helt ekstraordinær situation, er ikke egnet til sletning fra notering. En sådan sletning er til væsentlig skade for minoritetsaktionærernes interesser og til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, herunder for tilliden til og forudsigeligheden på kapitalmarkedet. Både markedet og de enkelte minoritetsinteresser skal således kunne stole på, at en hovedaktionær ikke vilkårligt kan berøve minoritetsaktionærerne væsentlige dele af værdien af deres aktier ved at indføre en faktisk omsættelighedsbegrænsning, således som det bliver tilfældet ved en sletning fra notering.
7. En imødekommelse af B A/S' anmodning sletning fra notering vil derfor i det hele a) være i strid med betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2, idet sletningen ikke er i investorernes eller værdipapirmarkedets interesse, b) være i strid med værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, idet der er en sandsynlighed for, at sletningen vil være til væsentlig skade for investorernes interesser og markedets ordentlige funktion, c) være i strid med pkt. 2.9., 5. afsnit, i Regler for udstedere, idet minoritetsinteresserne ikke er blevet tilstrækkeligt varetaget, ligesom sletningen vil give hovedaktionæren urimelige fordele frem for andre aktionærer i selskabet, og d) være i strid med pkt. 2.9., 6. afsnit, i Regler for udstedere, idet ...[fondsbørsen] ikke har taget tilstrækkeligt i betragtning, hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer der er i selskabet. Af disse grunde, både hver for sig og samlet, burde anmodningen om sletning ikke være imødekommet, og den bør derfor ophæves.
8. ...[fondsbørsen] afgørelse, der er truffet under udøvelse af delegerede offentligretlige kompetencer, lider tillige af andre væsentlige retsmangler, idet a) der er taget uvedkommende hensyn i form af et be-

kvemmelighedshensyn, hvorefter ...[fondsbørsen] ikke ønsker et selskab noteret mod dets vilje, ligesom b) ...[fondsbørsen] har forsømt at inddrage og efterprøve de hensyn, som retsreglerne omkring afgørelsen forpligter ...[fondsbørsen] til at tage i betragtning. Jeg gør herved gældende, at der foreligger en sådan mangel i henseende til afgørelsens tilblivelse og indhold, at dette i sig selv må føre til ophævelse af den påklagede afgørelse.

9. Når der er gennemført et pligtmæssigt tilbud i medfør af værdipapirhandelslovens § 31, kan selskabets nye hovedaktionær foretage tvangsindløsning af minoritetsaktionærerne i medfør af selskabslovens § 70, jf. herved § 70, stk. 2, 3. pkt., men kun hvis den nye hovedaktionær ejer mere end 90 pct. af kapitalen og ligeledes mere end 90 pct. af stemmerne. Denne grænse må ikke sættes lavere end 90 pct. og ikke højere end 95 pct., jf. artikel 15, stk. 2, litra a), i direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud. Det vil være udtryk for omgåelse af selskabslovens § 70 og overtagelsesdirektivets artikel 15, hvis en hovedaktionær, der ikke opfylder det nævnte 90 pct.-krav, kan true minoritetsaktionærerne med egenmægtigt at indføre en faktisk omsættelighedsbegrænsning og dermed gennemføre væsentlige begrænsninger af værdien af deres aktier ved at begære selskabet slettet fra notering. Gennem en sådan trussel om afnotering vil hovedaktionæren kunne gøre minoritetsaktionærernes ret til frit at bestemme, om de vil acceptere et købstilbud eller ej, illusorisk. I nærværende sag forstærkes dette forhold yderligere af, at hovedaktionærens pligtmæssige købstilbud blev efterfulgt af to frivillige købstilbud fra hovedaktionæren, stadig uden at hovedaktionæren nåede over den grænse på 90 pct. af kapital og stemmer, som kræves af loven og direktivet, for at tvangsindløsning kan finde sted. I hvert fald under sådanne omstændigheder burde anmodningen om sletning ikke være imødekommet, og den bør derfor ophæves.
10. Ligesom tidligere forsøg på omgåelse af reglerne om tvangsindløsning er blevet bremset af Erhvervsstyrelsen og domstolene, bør også omgåelsesforsøget i nærværende sag bremses, hvilket nu kun kan ske ved at ophæve ...[fondsbørsen] beslutning om at imødekomme anmodningen om sletning fra notering. Hvis en hovedaktionær vil gøre sig til eneejer af et børsnoteret selskab, må dette enten ske ved køb af minoritetsaktier eller ved at blive ejer af så stor en del af selskabet, at reglerne om tvangsindløsning med de deri indeholdte retssikkerhedsgarantier for minoritetsaktionærerne finder anvendelse. Tidligere afviste omgåelsesforsøg bestod i at indføre en vedtægtsmæssig indløsningsregel (med 90 pct. af stemmer og kapital på en generalforsamling, men uden at hovedaktionæren ejede over 90 pct. af hele aktiekapitalen). Denne form for omgåelse blev standset af Erhvervsstyrelsen, der herved pegede på, at den nævnte metode tilsidesatte de væsentlige hensyn til minoritetsbeskyttelse, der er indeholdt i reglerne om tvangsindløsning, herunder muligheden for et sagkyndigt syn og skøn, samt gensidighed i form af en modsvarende ret for minoritetsaktionærer til at kræve sig indløst, ligeledes med mulighed for sag-

kyndigt syn og skøn over aktiernes værdi, jf. nu selskabslovens § 73 om indløsning efter krav fra minoritetsaktionærer. Domstolene stadfæstede Erhvervsstyrelsens afvisning af det nævnte omgåelsesforsøg, jf. UfR 2007.2546 Ø, TDC. – Fremgangsmåden i nærværende sag er udtryk for et nyt omgåelsesforsøg, nemlig i form indførelsen af en faktisk omsættelighedsbegrænsning for minoritetens aktier gennem sletning af selskabet fra børsnotering. Under disse omstændigheder burde anmodningen om sletning ikke være imødekommet, og den bør derfor ophæves.

11. Endelig gør jeg gældende, at myndighederne, herunder ...[fondsbørsen] under udførelsen af delegerede offentligretlige kompetencer, ikke må medvirke til, at der sker krænkelse af grundlæggende rettigheder, herunder af artikel 1 i tillægsprotokol nr. 1 til Den Europæiske Menneskerettighedskonvention. Denne bestemmelse beskytter som bekendt ejendomsretten, idet den foreskriver, at enhver fysisk eller juridisk person har ret til respekt for sin ejendom. Selv om der naturligvis kan ske visse indgreb i ejendomsretten, fx gennem tvangsindløsning efter klare og forudsigelige regler og med de fornødne retssikkerhedsgarantier, viser praksis i tilknytning til protokolens artikel 1, at i særdeleshed vilkårlige indgreb i ejendomsretten kan stride mod artikel 1. Jeg gør på klagerens vegne gældende, at en vilkårlig reduktion af værdien af minoritetsaktionærernes interesser i et selskab, fx gennem en vilkårlig beslutning om sletning fra børsnotering, med deraf følgende vilkårligt og væsentligt værdifald i minoritetsaktionærernes aktier, og med en tilsvarende vilkårlig tilførsel af merværdier til en hovedaktionær, strider mod protokollens artikel 1. – Disse forhold indebærer for det første, at en beslutning om noget sådant bør ophæves, mens dette endnu kan ske. Det indebærer endvidere, at sagen ikke blot vil kunne prøves af danske domstole, men også af Domstolen i Strasbourg. Det indebærer endelig, at der kan blive tale om et erstatningsansvar for det offentlige i medfør af konventionens artikel 41, hvis beslutningen ikke ophæves, og det tilsigtede vilkårlige indgreb i ejendomsretten dermed får lov til at stå ved magt.

KLAGERENS AFSLUTTENDE SKRIFTLIGE BEMÆRKNINGER

Som bekendt højtideligholder vi, at det i år er 400 år siden, William Shakespeare afgik ved døden. I ”Hamlet” lod han prins Hamlet sige, at der er mere mellem himmel og jord, end hvad øjet ser. Som det vil ses nedenfor, passer dette udsagn ganske udmærket på nærværende sag.

Ligeledes for 400 år siden stiftedes Danmarks første aktieselskab, ostindisk kompagni. I dets vedtægt (”Oktroj”) var der et krav om ligebehandling af aktionærerne (”Participanterne”), idet selskabet ikke måtte ”giøre denn ehne meehre til fordeel endh denn anndenn”, jf. Advokat A: Generalforsamling og beslutning, s. 29. Også dette påbud om ligebehandling er særdeles relevant i nærværende sag, jf. nedenfor.

Nu 400 år senere skal Nævnet afgøre en sag, der er både principiel og historisk, og som skal trække grænsen mellem brug og misbrug af majoritet-smagt i et børsnoteret selskab. Det er dog vigtigt at understrege, at selv om sagen eventuelt ikke afgøres som en principiel sag, er der stof nok i sagen til en helt konkret afgørelse, der fører til ophævelse af den påklagede beslutning fra ...[fondsbørsen]. Allerede de oplysninger, der siden ...[fondsbørsen]s afgørelse er fremkommet om B A/Ss budgivning på og til-delning af bornholmsruterne, og hvorved der over en periode på 10 eller 12 år vil tilflyde selskabet et offentligt tilskud på 3,7 milliarder kroner plus retten til indtægterne ved salg af billetter, madvarer og drikkevarer fra ruterne i samme tidsrum, er i sig selv tilstrækkelige til at begrunde en ophævelse af ...[fondsbørsen]s afgørelse. Et selskab, der er i en sådan situation, og som har over 1.000 minoritetsaktionærer med 20 pct. af kapital og stemmer, kan ikke slettes fra notering til skade for en sådan minoritets interesser.

Det er principperne i selskabsrettens generalklausul, der herved er til prøvelse, dvs. forbuddet mod dispositioner, der vil give visse aktionærer en utilbørlig fordel frem for andre aktionærer, jf. nærmere min doktordisputats herom, som jeg forsvarede for præcis 25 år siden: ”Selskabsmasken; loyalitetspligt og generalklausul i selskabsretten”. Forbuddet mod sådan urimelig forskelsbehandling (selskabslovens § 108, tidligere aktieselskabslovens § 80) genfindes i pkt. 2.9, 5. afsnit, i ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere af aktier.

Dette vigtige retsområde – den fair balance mellem flertallets og mindretallets interesser – har interesseret mig i alle de mellemliggende 25 år, og nærværende sag er et alvorligt eksempel på, hvor galt det kan gå, når der ikke er en fair balance mellem disse interesser.

Tilsyneladende er der i nærværende sag truffet beslutninger af én offentligretlig aktør: Finanstilsynet, og af én privatretlig aktør: ...[fondsbørsen]. Hvad øjet imidlertid ikke umiddelbart ser, er, at det faktisk er to offentligretlige aktører, der har truffet beslutninger.

Den ene aktør, ...[fondsbørsen], udøver nemlig en delegeret offentligretlig kompetence og skal derfor agere som en offentlig myndighed, der skal iagttage myndighedsprincipper om ligebehandling, god forvaltningsskik mv. - Jeg gør gældende, at ...[fondsbørsen] ikke har levet op til de delegerede offentligretlige forpligtelser, der fulgte med de delegerede kompetencer, blandt andet pligten til iagttagelse af ligebehandling.

Den anden aktør, Finanstilsynet, har for en årrække siden delegeret sin kompetence vedrørende notering og afnotering til ...[fondsbørsen], og Finanstilsynet ville i nærværende sag end ikke realitetsbehandle klagen; Finanstilsynet vil gerne afgive mere generelle indlæg om retstilstanden, men disse må ifølge Finanstilsynet selv ikke ”betragtes som værende indgivet til støtte for hverken klageren eller den indklagede myndighed [dvs. ...[fondsbørsen]]”, jf. Finanstilsynets e-mail af 1. juni 2016 til Nævnet...

Tilsyneladende er der i sagen kun to private parter: klageren og det børsnoterede selskab, B A/S. Hvad øjet imidlertid ikke umiddelbart ser, er, at der

reelt også er en tredje part. Bag det børsnoterede selskab står nemlig selskabets nye hovedaktionær, F K/S, som – uden formelt at have anmodet om partsstatus – alligevel er klagerens reelle modpart. Det er således først og fremmest F K/S' interesser, det børsnoterede selskab har varetaget gennem sin beslutning om afnotering. Det er ikke klagerens eller de mere end 1.000 andre mindretalsaktionærers interesser, der er blevet varetaget – og det er bestemt heller ikke kapitalmarkedets ”ordentlige funktion”, der er blevet varetaget, jf. herved værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3.

F K/S er en såkaldt kapitalfond. Den har juridisk form af et kommanditselskab, F K/S. Kommanditselskabets komplementar er en erhvervsdrivende fond, mens kommanditisterne er investorer, der konkret er inviteret indenfor i denne kapitalfond, og som i sagens natur forventer at tjene på kapitalfondens investeringer.

Personligt deler jeg ikke den kritik, der ofte ses fremført over for kapitalfonde og deres aktiviteter. Kapitalfonde kan udmærket gøre nytte ved at købe, forandre/sanere og derefter sælge virksomheder. De skal blot følge selskabsrettens og kapitalmarkedsrettens spilleregler, hvilket jeg ikke mener er sket i nærværende sag.

Man bør endvidere gøre sig klart, at kapitalfonden primært virker i sin egen og sine egne investorers økonomiske interesse. Dens intention er at købe en virksomhed så billigt som muligt og efterfølgende sælge den så dyrt som muligt. Salget kan ske gennem en (ny) børsintroduktion eller gennem et privat salg.

Kapitalfonden er ikke en industriel investor af mere blivende karakter, men en finansiel investor af mere midlertidig karakter. Allerede ved sin indtræden må den derfor nødvendigvis begynde at forberede sin udtræden.

En kapitalfond, der overtager kontrollen over et børsnoteret selskab, har tre muligheder:

1. Kapitalfonden kan affinde sig med en fortsat børsnotering, og at der er mindretalsaktionærer i det overtagne selskab. Herefter er det fortsat kapitalmarkedet, der regulerer, hvad mindretallets aktier i det børsnoterede selskab til enhver tid er værd.

2. Kapitalfonden kan stile efter at blive eneaktionær, enten straks ved sin overtagelse af kontrollen, dvs. gennem et tilstrækkelig attraktivt tilbud til mindretalsaktionærerne, eller gennem senere opkøb i markedet, i begge tilfælde med det sigte at komme op over 90 pct. af kapital og stemmer i det børsnoterede selskab, så mindretalsaktionærerne kan tvangsindløses. I disse tilfælde er der dé helt centrale retssikkerhedsgarantier, at hvis blot en enkelt mindretalsaktionær ønsker det, skal der udpeges uafhængige, sagkyndige skønsmænd, som da fastlægger værdien af mindretalsaktionærernes aktier, og at minoritetsaktionærerne selv kan forlange sig indløst, jf. i det hele Erhvervsstyrelsens yderst præcise og rammende bemærkninger i UfR 2007.2546 Ø, TDC.

3. Kapitalfonden kan fremføre argumenter for en afnotering, hvoraf det klart fremgår, at en sådan beslutning er i selskabets og alle aktionærers interesse, ikke blot i hovedaktionærens egen interesse. Herved må kapitalfonden som hovedaktionær søge at opnå en udstrakt tilslutning til – eller i det mindste ingen væsentlig aktiv modstand mod – en beslutning om afnotering (og det er en sådan situation med udbredt aktionært tilslutning til afnotering, der karakteriserer de af ...[fondsbørsen] fremførte eksempler, helt modsat nærværende sag).

Men også her er der i nærværende sag noget mere, end hvad øjet umiddelbart ser, idet F K/S ser ud til at ville efterprøve en 4. fremgangsmåde, nemlig følgende:

4. Uden blot at have nærmet sig de mere end 90 pct. af kapital og stemmer, men med kontrol over kun 80 pct., og ligeledes med mere end 1.000 mindretalsaktionærer med 20 pct. af kapital og stemmer, bekendtgjorde F K/S hurtigt efter sin overtagelse af kontrollen, at man ville søge selskabet afnoteret. For at sikre sig, at enhver mindretalsaktionær havde forstået konsekvenserne af, at man får en likvid børsnoteret aktie forvandlet til en illikvid unoteret aktie, understregede F K/S i sine tilbud til mindretalsaktionærerne, hvor byrdefuld en sådan forvandling er.

Jeg gør på klagerens vegne gældende, at denne 4. mulighed indebærer et forsøg på omgåelse af de retssikkerhedsgarantier, der ellers skal beskytte mindretallet, og at dette omgåelsesforsøg burde være standset af ...[fondsbørsen], hvilket nemt kunne være gjort, nemlig gennem et afslag på anmodningen om afnotering.

F K/S burde have båret den fulde udgift ved at blive eneaktionær, nemlig først gennem opkøb til markedspriser og dernæst gennem tvangsindløsning, med de hertil knyttede retssikkerhedsgarantier for mindretallet i form af sagkyndigt, uafhængigt skøn over værdien af aktierne. Gennem forsøget på at få lov til at anvende ”den 4. metode” søger F K/S at slippe for at bære den fulde udgift ved at blive eneaktionær.

Først burde F K/S have skaffet sig den fornødne ejerandel, dvs. over 90 pct. af kapitalen og stemmerne. Dernæst kunne man tvangsindløse, med de hertil knyttede retssikkerhedsgarantier. Endelig måtte man afnotere. Denne korrekte fremgangsmåde søger man i stedet at omgå ved at søge en afnotering hastet igennem, idet man herved udnytter det forhold, at en afnotering efter de gældende regler ikke udløser noget krav om et fagkyndigt syn og skøn. (Modsat den fremtidige retstilstand, der lægges op til af Finanstilsynet i et høringsbrev af 13. april 2016, ”... hvorefter reglerne om sletning uanset valget mellem forskellige mulige flertalskrav mv. foreslås udformet sådan, at der altid skal fastlægges en kurs af en uafhængig vurderingsmand). Ved således tidsmæssigt at prøve at sætte en afnotering foran en tvangsindløsning søger man at omgå de helt centrale retssikkerhedsgarantier, der er forbundet med reglerne om tvangsindløsning.

Det kan næppe udtrykkes stærkere og klarere, end det er udtalt af direktøren for Dansk Aktionærforening, Jens Møller Nielsen, i et interview i Aktionæren 2016, nr. 2, s. 36 ... [min understregning]:

”For rigtig mange private aktionærer er en afnotering i praksis lig med en tvangsindløsning. Derfor er det totalt uacceptabelt, at en kapitalfond, som ikke har villet betale en tilstrækkeligt høj kurs for de 90 procent på ordentlig vis, nu får fri bane til at chikanere de sidste aktionærer ud”.

Hvis et selskab slettes fra notering, bliver dets aktier illikvide. Den minoritetsaktionær, der før sletningen ejede en likvid børsnoteret aktie, vil efter sletningen være ejer af en illikvid unoteret aktie. Det er videnskabeligt påvist af førende danske økonomividenskabelige forskere, at en illikvid aktie er omkring 30 pct. mindre værd end en likvid aktie (alt andet lige, dvs. når man uændret fastholder alle øvrige faktorer i selskabet, bortset fra spørgsmålet om likvid/illikvid). Jeg henviser herved til en videnskabelig artikel i Ledelse & Erhvervsøkonomi 2006, nr. 3, s. 157 ff. af Christian Petersen, Thomas Plenborg & Finn Schøler: ”Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”...

Det fremgår af de pågældende eksperters forskning, som understøttes af andre undersøgelser, jf. noteapparatet i artiklen, at den manglende faktiske omsættelighed (dvs. ikke en juridisk, men en de facto omsættelighedsbegrænsning) medfører, at der skal indregnes en ”likviditetsrabat” ved værdiansættelsen.

Jeg henviser særligt til artiklens s. 168, tabel 10, de øverste 4 linjer. Heraf fremgår det, hvilken gennemsnitlig likviditetsrabat (der for en lægmandsbetragtning vel snarere burde hedde: ”illikviditetsrabat”) forskellige kategorier af investorer gennemsnitligt forlanger. Totalen for alle kategorier af investorer er 31,3 pct. i rabat for en illikvid aktie. Private-equity-fonde (dvs. kapitalfonde, således som F K/S i nærværende sag er), forlanger i gennemsnit en likviditetsrabat på 35,0 pct.

Med andre ord vil en likvid aktie, der bliver illikvid, herved normalt tabe mindst 30 pct. af sin værdi. Dette tab rammer minoritetsaktionærerne, men det rammer ikke en kapitalfond, der – som i nærværende sag – ønsker at blive enejer og dermed have selskabet for sig selv. Jeg mener, at Nævnet kan lægge disse 30 pct. til grund som det typiske værditab for minoriteten ved en tvangsindløsning.

Det ændrer ikke herpå, at børskursen måske i tiden frem til afnoteringen kravler opad, for i det øjeblik afnoteringen træder i kraft, bliver den tidligere børskurs jo irrelevant, og minoriteten står tilbage med aktier, der vil være meget vanskelige at sælge, og hvor værditabet ved afnotering og illikviditet derfor er en realitet.

De mindst 30 pct. værdinedgang ved overgangen fra likvid til illikvid aktie, som er videnskabeligt påvist, jf. foran, stemmer ganske godt med erfaringerne fra nærværende sag, idet børskursen på B A/S faldt med 28 pct. på

den første børsdag, der fulgte efter, at ...[fondsbørsen] havde godkendt selskabets anmodning om sletning fra notering.

Disse forhold understreger rigtigheden af klagerens anbringender om, at sletningen ikke er i investorernes og værdipapirmarkedets interesse, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2, at sletningen tværtimod er til væsentlig skade for selskabets minoritetsaktionærer, jf. værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, og at sletningen giver visse aktionærer (F K/S) urimelige fordele frem for andre aktionærer (minoritetsaktionærerne), jf. pkt. 2.9, 5. afsnit, i ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere, dvs. i strid med generalklausulen (urimelighedsreglen) i pkt. 2.9., 5. afsnit, i ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere, der er formuleret med selskabsrettens generalklausul som forbillede (selskabslovens § 108, tidligere aktieselskabslovens § 80).

...

B A/S har ganske udmærkede fremtidsudsigter. Der er foretaget flere opjusteringer, og selskabet er ”i historisk god form og har for nylig præsenteret det bedste regnskab i rederiets historie”, jf. bemærkningerne i B A/Ss selskabsmeddelelse af 18. april 2016, ... hvor selskabet samtidig bekendtgjorde, at selskabet samme dag havde afgivet tilbud på bornholmsruterne.

Hvad særligt angår bornholmsruterne bemærker jeg på klagerens vegne:

B A/S har i årevis forberedt et tilbud på bornholmsruterne. Den 18. april 2016, dvs. 3 dage før afnoteringen skulle træde i kraft, indgav B A/S tilbud på disse, jf. ovenfor om selskabsmeddelelsen af 18. april 2016. På den ordinære generalforsamling den 21. april 2016 (der således efter planen skulle have været den sidste noteringsdag for selskabet) afgav B A/S tilbud på bornholmsruterne, og den 10. maj 2016 vandt B A/S udbuddet og fik tildelt ruterne for en 10- eller 12-årig periode. Herved udløses der tilskud til B A/S fra det offentlige på over 3,7 milliarder kroner, hvortil kommer indtægterne fra salg af billetter, mad og drikkevarer i perioden på mindst 10-12 år. Et kvantespring for B A/S (bestyrelsesformandens egne ord), der i sig selv vil fordoble selskabets aktiviteter.

Af referatet for B A/Ss ordinære generalforsamling den 21. april 2016 (der som nævnt efter planen skulle have været sidste noteringsdag for selskabet) fremgår det, s. 6, 1. afsnit, ... at bestyrelsens formand, U, i sin beretning til generalforsamlingen blandt andet sagde følgende i tilknytning til selskabsmeddelelsen 3 dage tidligere om, at selskabet havde indgivet bud på bornholmsruten [min understregning]:

”Dette er nu ikke et nyt projekt for B A/S; faktisk har B A/S også budt på betjeningen af ... i 2009, men var ikke på daværende tidspunkt i stand til at stille den nødvendige garanti over for ministeriet, hvorfor projektet blev opgivet. Der har derfor gennem flere år været udført et betydeligt arbejde i rederiets organisation med henblik på at afgive et nyt tilbud, oprindeligt i 2015, men efter ministeriet udsatte budgivningen, i 2016. Såfremt færgebetjeningen af disse ruter tildeles B A/S, vil det give mulighed for at kvantespring for rederiet i relation til volumen, ...”

Det er således dette selskab, B A/S, der gennem flere år, og således også gennem hele 2016, har forberedt sig på at afgive bud på ..., hvilket ville betyde et kvantespring fremad for B A/S, hvis selskabet vandt udbuddet.

Dette arbejde, der meget muligt kunne give selskabet en særdeles lukrativ 10- eller 12-årig opgave med et statstilskud på 3,7 milliarder kroner, foruden de ordinære indtægter fra sejlads, billetsalg, salg af mad og drikkevarer mv. (et "kvantespring" fremad), var således i gang,

da F K/S overtog kontrollen over selskabet,
da der blev rettet både et pligtmæssigt tilbud og to frivillige tilbud til minoritetsaktionærerne,
da det måtte konstateres, at der stadig var over 1.000 minoritetsaktionærer med over 20 pct. af kapital og stemmer,
da selskabet den 4. december 2015 ansøgte ...[fondsbørsen], om afnotering, og
da ...[fondsbørsen] tillod dette ved den under nærværende sag anfægtede beslutning af 24. februar 2016.

Tre (3) kalenderdage efter, at B A/S den 18. april 2016 indgav sit bud på ruten, nemlig den 21. april 2016, skulle der efter planen indtræde den sidste noteringsdag på ... [fondsbørsen] for B A/S.

Nitten (19) kalenderdage efter generalforsamlingen den 21. april 2016, der som nævnt skulle have været sidste noteringsdag, kunne B A/S bekendtgøre, at selskabet havde vundet udbuddet til de 3,7 milliarder kr. plus indtægter fra billetter, mad og drikkevarer om bord i en periode på 10-12 år.

Det er efter min opfattelse helt uforståeligt,

at ...[fondsbørsen] ikke i forbindelse med behandlingen af B A/S' ansøgning af 4. december 2015 om sletning fra notering spurgte selskabet, om der var væsentlige, kursrelevante begivenheder på vej, som selskabet endnu ikke havde offentliggjort (og ligeledes uforståeligt, at ...[fondsbørsen], hvis man havde spurgt og fik det svar, at selskabet ville byde på bornholmsruten, ikke da gav afslag, eller i det mindste gav afslag for tiden på anmodningen om afnotering),

at ...[fondsbørsen] ikke efter modtagelsen af selskabets børsmeddelelse den 18. april 2016 om at have indgivet bud på ruten, tog forbehold over for selskabet om at genoverveje sin beslutning om at imødekomme anmodningen om sletning, eller direkte tilbagekaldte tilladelsen, og

at ...[fondsbørsen] ikke efter selskabets børsmeddelelse den 10. maj 2016 om at have vundet budgivningen på ruten insisterede på en nærmere forklaring fra selskabet, samt af egen drift tog skridt til at tilbagekalde tilladelsen til afnotering.

Begivenhedsforløbet efterlader et klart indtryk af, at der ikke har været taget nogen form for hensyn til de over 1.000 minoritetsaktionærer, der tilsammen ejer over 1/5 af B A/S, men hvis aktier fra det ene sekund til det andet forvandles fra likvide børsnoterede aktier til illikvide unoterede aktier, hvis en sletning fra notering får lov til at træde i kraft.

Det gælder i særlig grad, da det må anses for almindeligt kendt, at en likvid aktie, der bliver illikvid gennem afnotering, mister 30 pct. af sin værdi, jf. de ovenfor nævnte publicerede forskningsresultater af Christian Petersen, Thomas Plenborg & Finn Schøler: ”Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”. Disse forskeres resultater bygger på holdninger og prisfastsættelse, som er almindeligt kendt.

Q, som klageren samarbejder med om klagesagen, har i 3 mails til selskabets bestyrelsesformand, U, stillet følgende spørgsmål:

”Jeg kan forstå, at arbejdet med at byde på ... har stået på længe. Kan du som bestyrelsesformand afvise, at F K/S har haft kendskab til B A/Ss planer om at byde på ... inden gennemførelsen af det pligtmæssige købstilbud den 27. september 2015? Her tænkes der både som led i F K/S’ due diligence samt øvrige dialog med B A/S.”

Dette centrale spørgsmål er hidtil forblevet ubesvaret. B A/S **opfordres** herved til at besvare spørgsmålet over for mig senest 5 dage før den mundtlige forhandling i Nævnet den 4. juli 2016. Hvis opfordringen ikke efterkommes, vil jeg anmode Nævnet om at lægge til grund, at selskabets hovedaktionær, F K/S, havde en viden som den nævnte den 27. september 2015, da F K/S afgav det pligtmæssige tilbud til aktionærerne i B A/S.

Besvarelsen af dette spørgsmål i relation til F K/S er imidlertid ikke afgørende for udfaldet af nærværende sag, hvor det ikke kun er hovedaktionærens viden, der er afgørende, men først og fremmest det noterede selskabs egen viden – og selskabet B A/S som sådant vidste begribeligvis, at det gennem flere år havde stræbt efter at opnå bornholmsruterne og nu var tættere på end nogensinde.

Alle disse væsentlige aktiviteter, merværdier mv. er det i sagens natur mere komfortabelt for en ny hovedaktionær at eje 100 pct. end kun at eje 80 pct. af. Med den valgte omgængelsesmetode, hvor afnotering søges hastet igennem, undgår man at betale dét, som et eneejerskab burde have kostet at opnå gennem en regelret og loyal fremgangsmåde i form af opkøb i markedet og/eller gennem et tilstrækkeligt fair købstilbud, så der blev opnået over 90 pct. af aktierne og stemmerne, samt efterfølgende tvangsindløsning med hertil knyttede retssikkerhedsgarantier.

Der foreligger herved et forsøg på omgåelse af den beskyttelse, som mindretalsaktionærer er tiltænkt fra lovgivningsmagtens side.

Jeg gør på denne baggrund gældende,

- at hensynet til mindretalsinteresserne ikke er blevet tilstrækkeligt varetaget, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2,
- at en sletning vil give hovedaktionæren, F K/S, utilbørlige/urimelige fordele på mindretalsaktionærernes bekostning, jf. pkt. 2.9, afsnit 5, i ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere,
- at en sletning derfor vil være til væsentlig skade for mindretalsaktionærernes interesser, jf. værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3,
- at der ved beslutningen om sletning ikke er taget tilstrækkeligt hensyn til, hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer der er i selskabet (over 1.000 mindretalsaktionærer med ca. 20 pct. af kapital og stemmer), jf. pkt. 9.2., 6. afsnit, i ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere,
- og
- at en sletning ikke er i værdipapirmarkedets interesse, jf. betingelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 2, men tværtimod vil være til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, jf. værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3.

Endvidere henviser jeg til, at andre, tidligere forsøg på omgåelse af den beskyttelse, som lovgivningsmagten har tilsikret mindretalsaktionærer, er blevet afvist af Erhvervsstyrelsen og domstolene, jf. TDC-dommen i UfR 2007.2546 Ø.

Her udtalte Erhvervsstyrelsen om den ”smarte” måde, hvorpå man dengang søgte at omgå reglerne om tvangsindløsning:

”Aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 3) [reglen om indførelse af indløsningsregler i vedtægterne, nu selskabslovens § 107] kan ikke anvendes til at vedtage en vedtægtsbestemt tvangsindløsningsret for en hovedaktionær, der ikke opfylder betingelserne for tvangsindløsningsret i aktieselskabslovens § 20 b [nu selskabslovens § 70], og hvorved der sker en tilsidesættelse af de heri indeholdte væsentlige hensyn til minoritetsbeskyttelse, herunder (1) krav om besiddelse af 9/10 af samtlige aktier og ikke kun tilslutning fra 9/10 af de afgivne stemmer på generalforsamlingen, (2) tiltræden af selskabets bestyrelse, (3) krav til fastsættelse af indløsningskurs og -proces samt (4) gensidighed i form af en modsvarende ret for minoritetsaktionærer til at kræve sig indløst, jf. aktieselskabslovens § 20 d [nu selskabslovens § 73] [min understregning]”.

...[fondsbørsen], der ellers er kendt som en velfungerende fondsbørs, må i forbindelse med sin beslutning om at imødekomme B A/S’ anmodning om afnotering antages at have overset, at vi her står med et nyt forsøg på omgåelse af de ”væsentlige hensyn til minoritetsbeskyttelse” (Erhvervsstyrelsens ord fra TDC-sagen), der ligger i indløsningsreglerne.

Hvis ...[fondsbørsen] nemlig havde gennemskuet, at der her søgtes hastet en afnotering igennem for at omgå indløsningsreglerne, så måtte ...[fondsbørsen] have standset dette forsøg på omgåelse. I stedet har ...[fondsbørsen] fejlagtigt imødekommet anmodningen uden at beskytte den

væsentlige andel af selskabets aktionærer, der fortsat ønsker selskabet børs-noteret.

Det hensyn, som ...[fondsbørsen] nævner i sit processkrift: at man som børs ikke ønsker at have et selskab noteret ”mod dets vilje”, må vige for de her nævnte hensyn til forebyggelse af omgåelse. Det bekvemmelighedshensyn, som ...[fondsbørsen] herved påberåber sig, er i modstrid med de hensyn, som ...[fondsbørsen] burde have taget i betragtning, jf. det foran nævnte regelværk.

Hvis et sådant bekvemmelighedshensyn måtte have lov til at være afgørende, var der jo ingen grund til at opretholde de langt mere nuancerede forskrifter om de nærmere betingelser for sletning, som er citeret ovenfor. I så fald kunne det nævnte bekvemmelighedshensyn i sig selv afgøre sagen. Det, F K/S i 2016 overtog kontrollen over, var og er nu engang ikke blot et selskab, men et børsnoteret selskab.

På denne baggrund gør jeg yderligere gældende, at ...[fondsbørsen]s afgørelse – der som nævnt skal bedømmes forvaltningsretligt/offentligretligt – lider af alvorlige retsmangler, allerede fordi a) der er taget uvedkommende hensyn, ligesom b) det er forsømt at inddrage og efterprøve de hensyn, som regelværket forpligter ...[fondsbørsen] til at tage i betragtning. Jeg gør gældende, at der herved foreligger en sådan mangel i henseende til både tilblivelse og indhold, at dette i sig selv må føre til ophævelse af den påklagede afgørelse.

...[fondsbørsen]s formodninger, således som disse er fremført i ...[fondsbørsen]s indlæg under sagen for Nævnet, hvorefter der skulle ligge ”spekulation” til grund for de stigende kurser på aktierne i B A/S, er forbavsende læsning, og rigtigheden heraf bestrides på klagerens vegne. ...[fondsbørsen] – der jo ellers selv eksisterer på baggrund af samfundets ønsket om et velfungerende kapitalmarked – ignorerer herved fuldstændig, at der har været flere opjusteringer fra selskabets side, og at det derfor er helt almindelige, fundamentale markedsforhold, der bevæger aktiekursen.

Sammenfattende gør jeg gældende, at når ...[fondsbørsen] ikke standsede omgåelsesforsøget, må dette i stedet standses af Nævnet. Ved at ophæve ...[fondsbørsen]s beslutning sætter Nævnet sagen tilbage på det sted, hvor sagen burde have befundet sig - nemlig dér, hvor selskabets nye hovedaktionær, F K/S, må tage stilling til, om F K/S 1) ønsker at fortsætte med mindretalsaktionærer i et fortsat børsnoteret B A/S, om F K/S 2) hellere vil stile efter at blive eneaktionær, hvilket da vil skulle ske på den af loven foreskrevne måde, dvs. gennem opkøb, tvangsindløsning efter de herom gældende forskrifter - og derefter en fornyet ansøgning om afnotering, eller 3) om F K/S hellere vil søge at opnå udbredt tilslutning til - eller dog ingen væsentlig modstand - imod en sletning.

Den 4. vej, som F K/S søger at benytte sig af i nærværende sag, nemlig at presse mindretallet ud af selskabet ved at indføre en faktisk omsættelig-

hedsbegrænsning via en afnotering, er derimod udtryk for et forsøg på omgåelse af lovens mindretalsbeskyttelse - og dermed naturligvis ikke farbar. Erhvervsankenævnet bør derfor i det hele følge klagerens påstand og ophæve ...[fondsbørsen]s beslutning om sletning fra notering.”

Finanstilsynet er ved et indlæg af 10. juni 2016 fremkommet med følgende bemærkninger til sagen:

” ...

1. Finanstilsynets indledende bemærkninger

For så vidt angår den af ...[fondsbørsen] truffe afgørelse om sletning fra officiel notering er kompetencen til at træffe afgørelse herom delegeret til ...[fondsbørsen] i medfør af § 83 a, stk. 1, nr. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. § 1 i bekendtgørelse nr. 1214 af 12. oktober 2007 om delegation af beføjelser til ...[fondsbørsen] og ... (”delegationsbekendtgørelsen”).

...[fondsbørsen]s afgørelser herom kan indbringes for Erhvervsankenævnet, jf. § 88, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. og § 7 i delegationsbekendtgørelsen. Finanstilsynet har således ingen rolle i denne type af sager.

For så vidt angår den af ...[fondsbørsen] truffe afgørelse om sletning fra handel følger det af § 88, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., at afgørelser truffet af operatører af regulerede markeder, selskaber, der driver multilateral-råle handelsfaciliteter, clearingcentraler eller værdipapircentraler i henhold til denne lov eller regler udstedt i medfør af loven kan indbringes for Finans-tilsynet af den, som afgørelsen retter sig til, senest 4 uger efter, at afgørelser meddelt den pågældende. Indbringelsen kan tillægges opsættende virkning.

Erhvervsankenævnet traf ved kendelse af 14. april 2016 beslutning om at meddele K partsstatus i forhold til ...[fondsbørsen]s beslutning om sletning af B A/S fra handel og notering, jf. § 84 b, stk. 2, nr. 6, jf. § 83 a, stk. 5, i lov om værdipapirhandel m.v. sammenholdt med § 1, stk. 2, og § 6, stk. 3, i delegationsbekendtgørelsen.

Erhvervsankenævnet fandt under de givne omstændigheder og under hensyntagen til behovet for hurtigst mulig afklaring af spørgsmålet om sletningen, at hverken § 88, stk. 3, eller § 88, stk. 4, er til hinder for, at sagen ikke hjemvises til Finanstilsynet til realitetsbehandling. Erhvervsankenævnet vil herefter af de anførte grunde foretage realitetsbehandling af sagen.

Finanstilsynet har på den baggrund ikke haft lejlighed til som rekursinstans for ...[fondsbørsen]s afgørelse om sletning fra handel at tage stilling til ...[fondsbørsen]s afgørelse herom af 24. februar 2016.

Finanstilsynet kan på den baggrund alene udtale sig generelt om ovennævnte bestemmelse og praksis herom og således ikke om realiteten i den konkrete sag. Finanstilsynet kan af samme grund ikke indtræde i sagen til støtte

for klageren eller den indklagede myndighed, jf. § 10, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 1154 af 18. december 1994 om Erhvervsankenævnet.

2. Det retlige grundlag

Sletning af aktier fra handel på udstederens anmodning følger af § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., som har følgende ordlyd:

”Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, anmodning om sletning fra handelen, skal operatøren af det regulerede marked tage anmodningen til følge. Sletning kan dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.”

§ 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. blev senest ændret ved L 20 fra 2006. Det fremgår af de specielle bemærkninger til bestemmelsen, at:

”De foreslåede stk. 3 og 4 viderefører de gældende bestemmelser i stk. 3 og 4, med de konsekvensrettelser, der følger af, at reglerne om optagelse til notering og om fondsbørser og autoriserede markedspladser ændres. Endvidere er der i stk. 3 sket en sproglig tilpasning til det foreslåede stk. 1”.

Den gældende § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. har således baggrund i bestemmelser vedrørende officiel notering.

Den oprindelige bestemmelse – § 26, stk. 3, i lov nr. 1072 af 1995 om værdipapirhandel m.v. – havde følgende ordlyd:

”Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er noteret på en fondsbørs, anmodning om sletning fra noteringen, skal anmodningen tages til følge, medmindre ...[fondsbørsen] finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.”

Det fremgår af de specielle bemærkninger til bestemmelsen i L 71 fra 1995, at:

”I overensstemmelse med den gældende praksis på ...[fondsbørsen] forudsættes det, at ...[fondsbørsen], der jf. nedenfor skal foretage den samlede vurdering, altid indhenter investorernes stillingtagen til en sletning. Det er fundet væsentligt at fremhæve, at det bærende hensyn er, hvorvidt en sletning er i investorernes, låntagernes og værdipapirmarkedets interesse.”

Bestemmelsen har baggrund i artikel 14 i direktiv 79/279 af 5. marts 1979 om samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs, der omhandler sletning fra officiel notering. Dette direktiv blev i 2001 afløst af direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 om betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs. Bestemmelsen om sletning fra officiel notering fremgår af artikel 18, stk. 2.

Ved gennemførsel af MiFID I ved L 20 fra 2006 blev reglerne om officiel notering suppleret med reglerne om optagelse til handel. Reglerne om officiel notering har siden bl.a. fremgået af bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 om betingelserne for officiel notering af værdipapirer.

3. Finanstilsynets fortolkning af § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.

3.1. Ordlydsfortolkning

Det ses af bestemmelsens ordlyd, at udgangspunktet for enhver anmodning fra et udstederselskab om sletning af dennes aktier fra handel på et reguleret marked er, at markedsoperatøren har pligt til at imødekomme en sådan anmodning.

Som undtagelse til udgangspunktet indeholder bestemmelsen et forbud for markedsoperatøren mod at imødekomme anmodningen i det tilfælde, hvor der er sandsynlighed for, at sletningen vil være til væsentlig skade for investorerne interesser eller markedets ordentlige funktion.

Ovenstående betyder således, at en sletning godt kan imødekommes, selv om sletningen medfører uvæsentlig skade for investorerne interesse eller markedets ordentlige funktion.

En uvæsentlig skade kan f.eks. bestå i, at investorerne – efter sletning af aktier fra handel – underlægges begrænsninger i forhold til anvendelse af pensionsmidler. Netop dette er behandlet i Erhvervsankenævnets kendelse af 30. april 2013, hvori Erhvervsankenævnet stadfæstede Finanstilsynets afgørelse af 6. november 2012.

Af bestemmelsen ses, at det er markedsoperatøren, der har kompetencen til at foretage denne vurdering, idet markedsoperatøren beslutter, om en anmodning om sletning kan imødekommes eller afvises.

Bestemmelsen indeholder imidlertid ingen kriterier eller retningslinjer for, hvilke konkrete forhold og omstændigheder operatøren kan og skal lægge vægt på ved den samlede sandsynlighedsafvejning af, om eventuelle skadesvirkninger ved sletningen kan anses for at være ”væsentlige” – og dermed have en sådan karakter, at undtagelsen (afvisning) opvejer udgangspunktet (imødekommelse).

3.2. Markedsoperatørens pligt til sikring af, at potentielle skadesvirkninger ikke er væsentlige

Det er Finanstilsynets vurdering, at bestemmelsen indeholder et forholdsvist vidt skøn for markedsoperatøren til selv at fastsætte ovennævnte kriterier eller retningslinjer. Det skyldes, at der ikke i loven eller lovbemærkningerne findes konkrete forhold og omstændigheder, som nærmere præciserer, hvad der kan anses for at medføre en sandsynlig væsentlig skadesvirkning for investorerne interesser eller markedets ordentlige funktion.

I yderpunkterne er det Finanstilsynets vurdering, at en markedsoperatør på den ene side ikke ukritisk og uden at forholde sig til de mulige konsekvenser ved at imødekomme en anmodning om sletning fra handel kan imødekomme en sådan anmodning. Det skyldes, at markedsoperatøren i dette tilfælde ikke forholder sig til, om sletningen med en vis grad af *sandsynlighed* kan antages at medføre *væsentlige* skadesvirkninger til ugunst for investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion ved sletningen.

Omvendt er det Finanstilsynets vurdering, at en markedsoperatør heller ikke kan opstille så mange kriterier og betingelser for at imødekomme en anmodning om sletning, at sletningen i praksis ikke kan lade sig gøre. Det skyldes, at dette i så fald vil stride mod bestemmelsens udgangspunkt – at en anmodning om sletning skal imødekommes.

Det er på denne baggrund Finanstilsynets vurdering, at med henblik på at iagttage og håndtere de ved sletningen potentielle/sandsynlige skadesvirkninger kan markedsoperatøren – inden for rammerne af § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. – opstille de kriterier og betingelser, som markedsoperatør finder nødvendige for at sikre sig, at markedsoperatøren både opfylder bestemmelsens udgangspunkt (imødekommelse af anmodningen) og udelukker sandsynligheden for, at imødekommelsen medfører væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

3.3. *Praksis*

Finanstilsynet har kun én gang tidligere foretaget en vurdering af, om en markedsoperatør – i forbindelse med en anmodning fra et udstederselskab om sletning af dennes aktier fra handel på et reguleret marked – havde overholdt § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.

Sagen udsprang af en undersøgelse som led i Finanstilsynets generelle tilsynsvirksomhed og således ikke som led i Finanstilsynets særlige egenskab af rekursinstans, jf. § 88, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.

Ved undersøgelsen undersøgte Finanstilsynet, hvilke kriterier og hensyn markedsoperatøren havde lagt til grund, da denne accepterede udstederens anmodning om sletning.

I den pågældende sag havde markedsoperatøren imødekommet en anmodning om sletning fra udstederen, hvor en storaktionær i selskabet på tidspunktet for anmodningen om sletning besad ca. 71,31 pct. af aktierne og stemmerettighederne. Imødekommelsen var betinget af en række forhold, herunder;

At udstederen sikrede sig, at den pågældende storaktionær fremsatte et nyt købstilbud til aktionærerne i udstederen.

At det nye købstilbud blev fremsat på vilkår svarende til vilkårene for en tvangsindløsning ved et købstilbud. Det betød konkret, at tilbudskursen mindst skulle svare til den højeste pris betalt af storaktionæren for køb (di-

rekte eller indirekte) af aktier i udstederen gennem de seneste seks måneder før købstilbuddet.

At aktionærene i udstederen blev gjort opmærksom på konsekvenserne ved sletningen – herunder at aktionærene efterfølgende ikke ville modtage samme grad af informationer, og at der ikke ville være noget officielt marked for udstederens aktier.

Finanstilsynet fandt ved undersøgelsen ikke grundlag for at konkludere, at markedsoperatørens kontrolforanstaltninger, som indeholdt i operatørens forretningsgange, til varettagelse af beskyttelseshensynene efter § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. udgjorde en overtrædelse af reglerne i lov om værdipapirhandel m.v.

Finanstilsynet anerkendte dermed markedsoperatørens brug af konkrete kriterier og betingelser med henblik på at sikre, at markedsoperatøren både opfylder udgangspunkt i § 25, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. (imødekommelse af anmodningen) og samtidig udelukker sandsynligheden for, at imødekommelsen medfører *væsentlig* skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

I den konkrete sag lagde Finanstilsynet bl.a. vægt på 1) fremmødet på selskabets generalforsamling, samt tilslutningen til forslaget om sletning¹, 2) at aktionærene i udstederen af tre omgange, via købstilbud fremsat af selskabets største aktionær, havde haft mulighed for at afhænde deres aktier til markedskurs eller over, samt 3) selskabets økonomiske situation (der var i den konkrete sag tale om et nødlidende selskab).

Finanstilsynet vurderede samtidig, at såfremt markedsoperatøren ikke havde imødekommet udstederens anmodning om sletning, ville dette have været til væsentlig ulempe for det flertal af de øvrige aktionærer, som til generalforsamlingen stemte for sletningen, eller som forholdte sig passive.”

Advokat C her den 14. juni 2016 besvaret en provokation fra klager på følgende måde:

”Klager har afgivet et skriftligt indlæg dateret 1. juni 2016.

Det pågældende indlæg indeholder ikke nye argumenter af betydning for sagen.

Klagers indlæg indeholder side 14 en provokation rettet mod B A/S (”selskabet”), i det klager opfordrer Selskabet til at besvare følgende spørgsmål:

”Jeg kan forstå, at arbejdet med at byde på ... har stået på længe. Kan du som bestyrelsesformand afvise, at F K/S har haft kendskab til B A/Ss planer om at byde på ... inden gennemførelsen af det pligtmæssige købstilbud den 27. september 2015? Her tænkes der både som led i F K/S’ due diligence samt øvrige dialog med B A/S.”

Spørgsmålet bedømmes som aldeles irrelevant for det spørgsmål, der foreligger til afgørelse for Erhvervsankenævnet. Dette anfører Klager i øvrigt selv samme sted i sit indlæg, hvor det anføres, at

”Besvarelsen af dette spørgsmål i relation til F K/S er i øvrigt ikke afgørende for udfaldet af nærværende sag...”

På denne baggrund findes det ikke relevant at kommentere det anførte forhold.

Det skal pointeres at Erhvervsankenævnet udelukkende skal tage stilling til spørgsmålet om afnotering. Klager bruger meget plads på irrelevante forhold, herunder på spørgsmål om tvangsindløsning og kursfastsættelse. Det er derfor vigtigt på ny at pointere

- At der ikke foreligger en tvangsindløsning – aktionærerne kan beholde deres aktier,
- At kursfastsættelse blev påsat af Finanstilsynet i forbindelse med godkendelsen af tilbudsdokumentet, og dette kan ikke inddrages under nærværende sag.

Endelig indikerer Klagers mange henvisninger til Selskabets bud på ..., at Klager indirekte gør gældende, at Selskabet ikke har overholdt oplysningsforpligtelserne. Berettigelsen heraf bestrides, men forholdet henhører i øvrigt ikke under Erhvervsankenævnet til afgørelse. Det bemærkes desuden, at ...[fondsbørsen] i sit indlæg af 25. maj 2016 nævner, at ”... [fondsbørsen] ikke på det foreliggende grundlag [har] fundet anledning til at konkludere, at selskabet ikke har overholdt sin oplysningsforpligtelse i den konkrete situation omkring ...”.

Afslutningsvis skal det fremhæves, at kompetencen til at behandle nærværende sag fremgår klart af VHPL § 88. At Erhvervsankenævnet har tiltaget sig kompetence til at behandle spørgsmålet om sletning fra optagelse til handel strider direkte mod den klare ordlyd i VHPL § 88. stk. 3. Når Erhvervsankenævnet på trods heraf vælger at behandle sagen, er det vigtigt, at Erhvervsankenævnet udviser betydelig tilbageholdenhed med at tilsidesætte de skøn, der rettelig bør foretages af ...[fondsbørsen] og Finanstilsynet. Som anført af såvel ...[fondsbørsen] som af Finanstilsynet i deres indlæg, så er det klare udgangspunkt, at en begæring om afnotering skal imødekommes.”

Der har den 4. juli 2016 været afholdt mundtlig forhandling i sagen, hvor der i det væsentligste blev procederet i overensstemmelse med de afgivne processkrifter.

Ankenævnet udtaler:

Det af ...[fondsbørsen] og B A/S anførte kan ikke føre til en ændring af nævnets afgørelse af 14. april 2016, hvori det blev fastslået, at nævnet anser sig for kompetent til at træffe afgørelse, jf. ankenævnets kendelse af 14. april 2016.

Spørgsmålet om sletning fra handel og notering på et reguleret marked på baggrund af en anmodning fra udstederen af et værdipapir er reguleret i værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, bekendtgørelse nr. 1069 af 4. september 2007 (betingelsesbekendtgørelsen) § 14, stk. 2, samt ...[fondsbørsen]s regler for udstedere af aktier pkt. 2.9.

Af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, fremgår:

”Stk. 3. Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, anmodning om sletning fra handelen, skal operatøren af det regulerede marked tage anmodningen til følge. Sletning kan dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.”

Betingelsesbekendtgørelsen § 14, stk. 2, har følgende ordlyd:

”Stk. 2. Fremsætter en udsteder af værdipapirer anmodning om ophævelse af en officiel notering, skal anmodningen tages til følge, medmindre Finanstilsynet finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse.”

Beføjelserne efter § 14, stk. 2, er i medfør af værdipapirhandelslovens § 83 a, stk. 1, nr. 2, ved bekendtgørelse nr. 1214 af 12. oktober 2007 (delegationsbekendtgørelsen) delegeret til ...[fondsbørsen].

I ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere af aktier pkt. 2.9. anføres det:

”... [fondsbørsen] kan i overensstemmelse med § 25 i Lov om værdipapirhandel træffe afgørelse om sletning fra handel”.

I lovbemærkningerne til bestemmelsen om sletning i § 25, stk. 3, (daværende § 26, stk. 3) i den oprindelige lov om værdipapirhandel fra 1995 lovforslag L 71 af 9. november 1995 er der blandt andet anført:

”...

Mens det for en udsteder er frivilligt at søge værdipapirer optaget til notering på en fondsbørs, har en udsteder, der har fået værdipapirer optaget til notering, ikke automatisk krav på at få en anmodning om sletning af et værdipapir fra noteringen imødekommet. En udsteders anmodning om sletning skal dog, jf., stk. 3, imødekommes, medmindre den pågældende fondsbørs ud fra en samlet vurdering finder, at sletningen ikke vil være i investorenes, låntagers og værdipapirmarkedets interesse.

...

Sletning vil kunne nægtes, såfremt bestyrelsen for en fondsbørs har formodning om, at dette vil være til skade for aktionærerne eller er egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning.”

Ved den seneste ændring af bestemmelsen i § 25, stk. 3, i forbindelse med implementeringen af MiFID-direktivet i 2007 er det i lovbemærkningerne i L 20 af 4. oktober 2006 anført:

”De foreslåede stk. 3 og 4 viderefører de gældende bestemmelse i stk. 3 og 4, med de konsekvensrettelser, der følger af, at reglerne om optagelse til notering og om fondsbørser og autoriserede markedspladser ændres. Endvidere er der i stk. 3 sket en sproglig tilpasning til det foreslåede stk. 1.”

Der ses i forarbejderne til bestemmelsen i § 25, stk. 3, alene at være angivet få kriterier for den væsentlighedsvurdering, der efter bestemmelsen skal foretages af skadevirkningen for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Af den vejledning til bestemmelsen, som fremgår af ...[fondsbørsen]s Regler for udstedere af aktier, og som ifølge ...[fondsbørsen]s oplysninger blandt andet er baseret på tidligere sager, hvor et selskab har anmodet om sletning, anføres det vedrørende væsentlighedsvurderingen:

”...

Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser, vurderes det bl.a., om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller selskabet. Forslaget om sletning skal fremsættes som et separat punkt på dagsordenen på en generalforsamling, og ... [fondsbørsen] lægger i sin vurdering bl.a. vægt på aktionærdeltagelsen og på eventuelle indsigelser fra aktionærerne. En generalforsamlingsbeslutning om at slette selskabet fra handel på ... [fondsbørsen] begrundes derfor ikke i sig selv en sletning.

Når ... [fondsbørsen] tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, kontrolleres det bl.a. hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer, der er i det pågældende selskab.
...

Det retlige udgangspunkt og hovedreglen er således, at fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked anmodning om sletning fra handelen, skal operatøren af det regulerede marked tage anmodningen til følge. Er der tale om uvæsentlig skade, skal anmodningen om afnotering tages til følge i overensstemmelse med hovedreglen.

Manglende tilstedeværelse af en markedsplads for aktierne, og det faktum, at selskabet ikke længere vil være underlagt oplysningsforpligtelser, er ikke i sig selv forhold, som kan statuere væsentlig skade for investorernes interesser, da sletningen af et selskab fra handel på baggrund af en anmodning fra udsteder af værdipapiret i modsat fald ville umuliggøres, og da det ville være i direkte modstrid med ordlyden og formålet med § 25, stk. 3.

På B A/S' ekstraordinære generalforsamling den 22. oktober 2015, hvor hovedaktionæren F K/S havde fremsat forslag om sletning af selskabet fra handel og notering, deltog der aktionærer repræsenterende 92,28 % af selskabets kapital og stemmer. Dette svarer til 238 aktionærer ud af selskabets på daværende tidspunkt samlede antal navnenoterede aktionærer på 1.347, heraf 73 ved fysisk tilstedeværelse. Det af F K/S fremsatte forslag om selskabets sletning fra handel og notering blev vedtaget med 86,84 % af det samlede antal afgivne stemmer. Af de 238 deltagende aktionærer stemte 5 for, 5 stemte blankt, mens 228 aktionærer, der repræsenterede 13,15 % af stemmerne, stemte imod.

Blandt de på generalforsamlingen deltagende aktionærer var der 9 minoritetsaktionærer, som tog ordet og talte imod forslaget om selskabets sletning fra handel og notering.

Den usikkerhed, der har været rejst om selskabets værdi, er ikke tilstrækkelig til at kunne konkludere, at F K/S har opnået en urimelig fordel på bekostning af de øvrige aktionærer eller selskabet.

Kursen på aktien i B A/S er steget væsentligt siden F K/S' fremsættelse af det frivillige offentlige købstilbud den 10. juli 2015 på 34 kr. pr. aktie - og det senere tillæg til købstilbuddet med forhøjelse af tilbudskursen til 40 kr. pr. aktie samt det efterfølgende pligtmæssige købstilbud på 40 kr. pr. aktie. Ankenævnet er enig med ...[fondsbørsen] i, at "det ikke er muligt for ... [fondsbørsen]" eller andre "at konkludere præcist, hvad det er, der har drevet den kraftige kursudvikling" men noterer sig, at aktionærerne har haft mulighed for at sælge sine aktier til de væsentligt højere kurser.

Ankenævnet finder, at der ikke er grundlag for at tilsidesætte de skøn, som ...[fondsbørsen] har udøvet, og som ligger til grund for ...[fondsbørsen]s afgørelse. Der er herved lagt vægt på de kontrolforanstaltninger til sikring af beskyttelseshensynene i lovgivningen, der er indgået i afgørelsen, og som Finanstilsynet som led i sin generelle tilsynsvirksomhed har anerkendt som tilstrækkelige kontrolforanstaltninger til sikring af beskyttelseshensynene i § 25, stk. 3, 2. pkt. i lov om værdipapirhandel m.v., i forbindelse med ...[fondsbørsen]s vurderinger ved et selskabs anmodning om sletning, jf. det af ...[fondsbørsen] til ankenævnet fremsendte indlæg af 3. maj 2016.

Nævnet bemærker hertil, at de selskabsretlige minoritetsbeskyttelsesregler er iagttaget ved afnoteringen, og bemærker, at minoritetsaktionærerne efter afnoteringen fortsat er omfattet af de selskabsretlige minoritetsbeskyttelsesregler.

Ankenævnet lægger endvidere vægt på, at hovedaktionæren og andre i forbindelse med afnoteringen har fremsat i alt 4 frivillige købstilbud og et pligtmæssigt tilbud, og at aktionærerne således har haft mulighed for at afhænde deres aktier frem til afnoteringen til de tilbudte kurser og eller til de væsentligt højere noterede kurser.

Ankenævnet stadfæster derfor ...[fondsbørsen]s afgørelse af 24. februar 2016.

