

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:54

2006-12-06

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 30 november 2006 en framställning från Advokatfirman Vinge på uppdrag av ett klientföretag.

Uttalandet offentliggjordes i januari 2014 i anonymiserad form.

BAKGRUND

I framställningen till nämnden anförs följande.

X AB (öBolagetö), är ett svenskt publikt aktiebolag noterat på den Nordiska börslistan, Mid-Cap.

Bolaget gav 2003 ut ett omfattande teckningsoptionsprogram som löper från och 2003 till och med den XX 2007. En innehavare har rätt att när som helst under löptiden teckna sig för en ny aktie per option.

Den totala omfattningen var vid utfärdandet att det totala antal nya aktier som programmet skulle medföra uppgick till XXX miljoner aktier. Samtidigt var den utestående aktiestocken YYY miljoner aktier. Under löptiden fram till idag är förhållandet så att det finns cirka ZZZ miljoner befintliga aktier och således [ungefär lika många] miljoner aktier som kommer att tecknas senast den XX 2007.

Bolaget är samtidigt kraftigt överkapitaliserat och har för avsikt att genomföra ett inlösenprogram som innebär att ett väsentligt belopp överförs till aktieägarna. Omräkningsreglerna för teckningsoptionerna medför att optionsinnehavarna normalt skulle kompenseras. Optionsprogrammets storlek innebär samtidigt att en sådan omräkning skulle öka den utestående aktiestocken i väsentlig omfattning (motsatt effekt till inlösen).

Vidare bör observeras att teckningskursen för de nya aktierna enligt optionsvillkoren uppgår till AA öre. Detta motsvarade aktiens nominella belopp vid teckningsoptionernas utgivande och motsvarar numera aktiernas kvotvärde. Villkoren för teckningsoptionerna, vilka är sedvanliga, innebär bl a att omräkning inte får föranleda en omräknad teckningskurs som understiger aktiens nominella belopp, något som numera torde förstås som att teckningskursen inte får understiga aktiens kvotvärde. Ett möjligt sätt att med stöd av optionsvillkoren åstadkomma kompensation utan en genom omräkning reducerad teckningskurs skulle då kunna vara att tillämpa s k dubbel antalsomräkning (se villkoren, §8, moment I). I så fall skulle den effekt som tagits upp i föregående stycke bli än mer uttalad.

För att undvika att teckningsoptionerna blir föremål för omräkning, men ändå erbjuda optionsinnehavarna likabehandling med aktieägarna, önskar Bolaget att samtidigt med inlösenprogrammet rikta ett erbjudande till optionsinnehavarna att bli inlösta i samma omfattning som aktieägarna. Den premie som aktieägarna erbjuds i förhållande till aktiekursen (uttryckt i absolut värde, ej relativt), kommer också att erbjudas till optionsinnehavarna. En optionsinnehavare kommer vidare att ha rätt att relativt sett få lika många optioner inlösta som aktieägaren får erbjudande om inlösen av aktier. Beslut härom skulle fattas på bolagsstämman,

varvid kan noteras att tidigare bolagsstämmor i Bolaget fattat enhälliga beslut om bemyndiganden om återköp av teckningsoptioner i marknaden. Även om dessa inte utnyttjats kan det således antas att aktieägarna i Bolaget skulle ställa sig bakom tanken att lämna ett återköps-erbjudande avseende teckningsoptioner i anslutning till ett aktieinlösenprogram.

Som utgångspunkt för de gällande villkoren för teckningsoptionerna kan några alternativa tillvägagångssätt tänkas. Syftet med dessa är således att lämna ett motsvarande erbjudande till optionsinnehavarna som det som aktieägarna får så att omräkning av teckningsoptionerna kan undvikas.

Gemensamt för dessa tillvägagångssätt är, som angivits ovan, att det i samband med ett frivilligt inlösenprogram riktat till Bolagets aktieägare, även riktas ett återköpserbjudande till optionsinnehavarna på motsvarande ekonomiska villkor. Detta skulle bl a innefatta att även optionsinnehavarna tilldelas rätter o i detta fall s k återköpsrätter o i proportion till antalet innehavda optioner. Återköpsrätterna kan sedan ej endast utnyttjas, utan också avyttras varigenom premien i återköpet kan realiseras, respektive tillköpas ifall optionsinnehavaren vill återförsälja fler optionsrätter än prorata-tilldelningen. Såvitt avser aktieåterköpserbjudanden har i marknaden modellen med återköpsrätter redan tillämpats, varigenom aktieägaren har erhållit en hantering som är likvärdig med den aktieägaren skulle ha erhållit via inlösenrätter i ett aktieinlösenprogram.

Härigenom skulle optionsinnehavarna hanteras rättvist och erhålla kompensation för den premie som aktieägarna erhåller i inlösenprogrammet, varför något behov av omräkning av teckningsvillkoren rent kommersiellt inte skulle uppkomma. För de fortsatta resonemangen kan här dessutom förutsättas, att såväl inlösenprogrammet avseende aktierna som återköpsprogrammet avseende teckningsoptionerna utformas på ett sådant sätt så att icke utnyttjade inlösenrätter/återköpsrätter enligt stämmobeslutet utnyttjas efter anmälningens utgång genom garantbanks försorg; värdet härav tillgodoförs de innehavare som varken utnyttjat rätten eller försålt den i marknaden. Modellen med garantbank och utnyttjande av rätter efter anmälningens utgång har redan tillämpats i marknaden vid frivilliga aktieinlösenprogram, och Bolagets rådgivare ser inga särskilda problem med att utsträcka modellen till frivilliga återköpserbjudanden avseende teckningsoptioner.

1. *Det första tillvägagångssättet* skulle vara att inte företa någon särskild åtgärd eller villkorsändring utan att man i stället skulle stödja sig på en ändamålsbaserad tolkning av avtalsvillkorens §8, enligt följande. I stället för att tillämpa optionsvillkorens moment H vari aktieinlösen adresseras, skulle man tillämpa moment F, andra stycket, jämfört med moment E. I moment E adresseras erbjudanden enligt företrädesprinciper riktade till aktieägarna, vilket i sig bör kunna omfatta frivilliga inlösenprogram där aktieägarna tilldelas inlösenrätter (jfr teckningsrätter vid företrädesemissioner samt inköpsrätter vid försäljning av dotterbolag enligt företrädesprinciper). Enligt moment E förutsätts vidare att aktieägare av emittentbolaget erbjuds övärdepapper eller rättigheterö, att jämföra med kontanter enligt inlösenprogrammet. Vid första påseende kunde kontant aktieinlösen därvid sägas falla utanför moment E, men även kontanta medel kan sägas utgöra en rättighet, och under en övergångsperiod kommer även aktieägarna att i avvaktan på utbetalning ha en fordran mot Bolaget på betalning, vilket i sig utgör en rättighet. (Som närmare diskuteras nedan skulle man också genom en enkel åtgärd, nämligen genom utgivande av skuldebrev som inlösenvederlag, kunna uppfylla det aktuella rekvisitet i moment E gällande övärdepapper eller rättigheterö).

Vidare kan observeras att moment H inte har obligatorisk tillämpning vid frivilliga inlösenprogram, utan endast på sådana inlösenprogram vars ekonomiska effekter liknar tvingande inlösenprogram. Just genom att teckningsoptionerna skulle få ett erbjudande som motsvarar vad aktieägarna får (se moment H, åttonde stycket) uppstår totalt sett inte någon sådan ekonomisk effekt att anledning föreligger att tillämpa moment H.

Under förutsättning att moment E således anses kunna tillämpas vid kontanta, frivilliga aktieinlösenprogram synes enligt redan gällande villkor Bolaget kunna tillämpa moment F, andra stycket. Med stöd av moment F kan optionsinnehavare erhålla ett erbjudande som motsvarar aktieägarnas erbjudande, ifall det erbjudandet bygger på företrädesprinciper. I förevarande fall skulle optionsinnehavarna erhålla nästan exakt samma erbjudande som aktieägarna, med vederbörligt beaktande av att justering sker för att de ännu inte betalt AA öre för den partiellt betalda aktie som deras teckningsoptioner för närvarande kan sägas utgöra i praktiken.

2. *Det andra tillvägagångssättet* kunde vara att komplicera transaktionsstrukturen enligt ovan genom att aktieägarna, i stället för kontanter, erhåller ett kortfristigt skuldebrev. Härigenom skulle än tydligare rekvisiten i moment E uppfyllas.
3. *Det tredje tillvägagångssättet* skulle vara att man genomför transaktionsstrukturen enligt ovan först efter villkorsändring, förslagsvis genom ett tillägg i moment F. Därigenom skulle tydliggöras att principerna i moment F får tillämpas efter Bolagets val även i samband med aktieinlösenprogram enligt företrädesprinciper. En sådan villkorsändring förutsätter *dels* ett särskilt godkännande på bolagsstämma i emittentbolaget *dels* att den enligt optionsvillkoren utsedda öBankenö med stöd av §§ 12 och 13 godkänner villkorsändringen för optionsinnehavarnas räkning. Det kan här antas att Banken kommer att lämna ett sådant godkännande eftersom den ytterligare kompensationsmöjligheten bör anses vara neutral för eller t o m vara till fördel för optionsinnehavarna. Skyldigheten för Bolaget att samråda med Banken (se §9 första stycket) bör också uppmärksammas i sammanhanget, tillsammans med den möjlighet som Banken i praktiken har att uppställa särskilda förutsättningar i samband med Bankens samtycke till villkorsändringen.

De tillvägagångssätt som berörts ovan torde ha olika fördelar och nackdelar vilka inte tas upp i detalj i denna framställning. Det kan dock noteras att det första alternativet ovan är det enklaste. Det andra alternativet aktualiserar formella prospektkrav med avseende på skuldebrevet ifråga, medan det tredje alternativet skulle förutsätta en särskild bolagsstämmoprövning m m, med därtill hörande ökad risk för stämmoklander och tidsförlust ifall klanderfristen om tre månader skall avvaktas.

I framställningen ställs tre frågor till Aktiemarknadsnämnden.

1. Är det förenligt med god sed att tillämpa moment E och F i sedvanliga optionsvillkor även vid kontanta, frivilliga aktieinlösenprogram, snarare än moment H, och härigenom undvika omräkning av teckningsoptionerna, under förutsättning att optionsinnehavarna erhåller ett motsvarande och ekonomiskt jämbördigt erbjudande att på frivillig basis återförsälja aktuellt antal teckningsoptioner pro rata?
2. Om en sådan tolkning av moment E som avses i föregående fråga inte skulle vara förenlig med god sed, är det då förenligt med god sed att tillämpa moment E (och F), snarare än moment H, ifall Bolaget i stället för kontant vederlag utger vederlag i form kortfris-

tiga skuldebrev? Kan i så fall löptiden för skuldebreven vara så kort som exempelvis en månad, eller hur lång bör löptiden vara för att inlösenvederlaget skall anses vara förenligt med god sed i anslutning till önskemålet att undvika omräkning av teckningsoptionerna?

3. Är det under alla omständigheter förenligt med god sed att med stöd av godkännande från stämman och öBankenö ändra optionsvillkoren på så sätt att moment F även uttryckligen anges omfatta kontanta, frivilliga aktieinlösenprogram, varefter ett motsvarande erbjudande till optionsinnehavarna enligt moment F skulle få utgöras av ett återköpserbjudande enligt ovan?

I samtliga av frågealternativen ovan är således syftet att erhålla svar på frågan om god sed om optionsvillkoren tillämpas (respektive, vad gäller fråga 3, om villkoren ändras och sedan tillämpas) på ett sådant sätt att någon omräkning av optionerna inte äger rum.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden saknar anledning att ingå i en detaljerad teknisk analys av de olika alternativens för- och nackdelar. Inte heller anser sig nämnden böra ta ställning i den avtals-tolkningsfråga som aktualiseras i det första av alternativen. Som nämnden ser saken är dock från synpunkten av god sed på aktiemarknaden det föreslagna tredje tillvägagångssättet att föredra, innebärande att beslut om ändring av villkoren för teckningsoptionerna fattas av bolagsstämman.

Aktiemarknadsnämnden har tidigare i flera uttalanden behandlat frågor om ändring av konvertibelvillkor (AMN 1988:6, 1992:7 och 1996:1). I ett icke offentliggjort uttalande under 2006 har liknande frågor behandlats.

Nämnden har i de nämnda uttalandena intagit ståndpunkten att det finns många skäl att vara återhållsam när det gäller ändringar av villkor för konvertibla förlagslån och att ändringar av villkoren för utestående konvertibler kan vara acceptabla endast om det föreligger speciella omständigheter.

Ändringar av villkor har godtagits av nämnden när de har tagit sikte på att skydda konvertibelinnehavarnas rätt vid en planerad exceptionell utdelning till aktieägarna. Som nämnden har sett det har de föreslagna villkorsändringarna varit en rimlig avvägning mellan konvertibelinnehavarnas och aktieägarnas rätt. Ändringarna har också varit av engångskaraktär.

Enligt nämndens mening kan samma synsätt tillämpas på teckningsoptioner.

De i det nu aktuella fallet föreslagna ändringarna av gällande villkor för teckningsoptioner syftar till att beakta optionsinnehavarnas berättigade intressen vid genomförandet av ett program för inlösen av aktier. Ändringarna är av engångskaraktär. Enligt nämndens mening är ändringar i sådant syfte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

Detta ärende har med stöd av 21 § stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden behandlats av ordföranden.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman