

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2011:21

2011-06-29

UTTALANDE

Aktiemarknadsnämnden finner att det förfarande som beskrivs i framställningen inte skulle vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

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

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 13 juni 2011 en framställning från Mannheimer Swartling Advokatbyrå AB som ombud för Ratos AB. Framställningen rör hantering av outnyttjade teckningsrätter i samband med företrädesemission.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

Ratos AB är noterat på NASDAQ OMX Stockholm och har ca 47 500 aktieägare. Ratos har ett stort antal mindre aktieägare; vid årsskiftet ägde ca 68 procent av aktieägarna – motsvarande ca 3 procent av aktiekapitalet – 500 aktier eller färre.

Ratos styrelse har av årsstämman 2011 bemyndigats att i samband med företagsförvärv fatta beslut om nyemission av Ratos-aktier med eller utan avvikelse från aktieägarnas företrädes-

rätt. Det är av stor betydelse för Ratos att kunna finansiera sina förvärv genom nyemission som komplement till lånefinansiering. Vid användning av nyemission för finansiering av förvärv kommer Ratos att eftersträva en effektiv kapitalstruktur och inte ta in större belopp än vad som behövs för aktuellt förvärv. Ratos tror inte att det är ändamålsenligt att genom emission skapa en finansieringsbuffert då det är svårt att generera avkastning på sådan buffert i paritet med avkastning på investerat kapital. Det är följaktligen viktigt att kunna anpassa emissionens storlek och tidplan till aktuellt förvärv. Av omsorg om aktieägarna är Ratos förstahandsalternativ inte att genomföra riktade emissioner.

I samband med företrädesemissioner är det alltid ett antal aktieägare som inte utnyttjar sina teckningsrätter, vare sig för att teckna aktier eller genom att sälja teckningsrätterna i marknaden. Värdet av de erhållna teckningsrätterna går då förlorat för aktieägaren. Skälen till att en aktieägare inte utnyttjar sina teckningsrätter kan naturligtvis vara många, men kan bero på sjukdom, resor, svårigheter att förstå erbjudandet eller kanske glömska. Ratos strävan efter en effektiv kapitalstruktur kan dessutom leda till att bolaget genomför fler, något mindre, emissioner. Aktieägarna kanske då inte utnyttjar sina teckningsrätter till följd av att dessa för enskilda aktieägare representerar ett lågt värde. Om det blir aktuellt med fler emissioner för att finansiera flera förvärv kan de ekonomiska effekterna av att teckningsrätter inte utnyttjas bli mer omfattande för såväl aktieägarna som bolaget. En emission som inte leder till att bolaget får in de medel man eftersträvar, gör att bolaget måste komplettera sin finansiering. Detta skulle kunna ske genom ytterligare emission eller genom annan finansiering. Varje företrädesemission eller annan kompletteringsfinansiering innebär administration och kostnader för bolaget samt därutöver tidsutdräkt med medföljande marknadsrisk.

Det är enligt Ratos önskvärt att finna modeller och försöka vidta åtgärder för att minska risken för att aktieägare ska vidkännas värdeförluster i samband med olika bolagsrättsliga förfaranden, bl.a. företrädesemissioner. Så görs också i samband med t.ex. inlösenprogram (jfr Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:6). Mot bakgrund av detta har Ratos i samråd med Handelsbanken försökt hitta en lösning för att möjliggöra att aktieägarna slipper vidkännas värdeförluster för icke utnyttjade teckningsrätter. Det förfarande som då föreslagits är följande.

Efter att teckningstiden för teckning med stöd av teckningsrätter (dvs. den tid som aktieägarna kan utnyttja sin företrädesrätt) löpt ut konstateras hur många teckningsrätter som inte utnyttjats. Dessa representerar ett värde som, om inget görs, innehavarna förlorar. Med utgångs-

punkt i det antal aktier dessa outnyttjade teckningsrätter skulle ha gett rätt till teckning av om de inte förfallit, lånar Handelsbanken motsvarande antal Ratos-aktier i marknaden och försöker under en till två bankdagar direkt efter teckningstidens utgång sälja de lånade Ratos-aktierna med ett sedvanligt likvidschema om tre dagar. När köpeskillingen för de sålda aktierna mottagits använder Handelsbanken beloppet för teckning och betalning av det antal aktier som inte tecknats av aktieägarna med stöd av teckningsrätter. Efter det att emissionen registrerats och Handelsbanken erhållit aktierna, löses aktielånet. Skälet till att det föreslås att Handelsbanken lånar aktier för att därefter sälja dem är att man bedömt att man uppnår en bättre prissättning och efterfrågan om man kan erbjuda aktier med leverans enligt sedvanligt likvidschema, snarare än teckningsrätter.

Handelsbanken betalar mellanskillnaden mellan den köpeskillning banken erhåller från aktiernas vidareförsäljning, efter avdrag för bankens kostnader för försäljningen och aktielånet och bankens ersättning för förfarandet (en viss procent av emissionskursen multiplicerad med det antal aktier banken placerar), till de aktieägare som vid utgången av teckningstiden innehade outnyttjade teckningsrätter i förhållande till deras innehav. Skulle Handelsbankens vidareförsäljning ske till ett pris som precis täcker kostnaderna för förfarandet kan Ratos komma att utge ersättning till banken.

Förfarandet omfattar samtliga aktieägare men det kan förväntas att de som i praktiken kommer i åtnjutande av det är mindre aktieägare.

Med undantag för den rätt att teckna som tillkommer Handelsbanken kommer genom det tänkta förfarandet ingen teckning att kunna ske utan stöd av teckningsrätter. Vid Handelsbankens vidareförsäljning av aktierna kan banken vända sig till vilken investerare som helst som anmäler intresse för aktien. Banken kan således sälja aktier även till investerare som redan är ägare i Ratos och till sina egna kunder. Eftersom samtliga aktieägare haft möjlighet att utnyttja sina teckningsrätter samt getts möjlighet att förvärva ytterligare teckningsrätter genom handel i marknaden, och därigenom öka sin procentuella ägarandel i bolaget, borde förfarandet inte vara problematiskt ur likabehandlingsperspektiv. Det är vidare inte ovanligt att aktieägare annars i företrädesemissioner kan teckna aktier även utan stöd av teckningsrätter (något som emissionsbeslutet i den nu tänkta strukturen inte skulle möjliggöra). I sådana fall kommer den del av emissionen som inte blivit tecknad med stöd av företrädesrätter att kunna tecknas av de aktieägare som tecknat utan stöd av teckningsrätter, utan att någon ersättning utgår till de personer vars teckningsrätter förfallit outnyttjade.

Handelsbankens åtagande är inte att betrakta som en emissionsgaranti utan skulle ske på s.k. best efforts-basis. Det finns således ingen garanti för aktieägarna att deras outnyttjade teckningsrätter inte kommer att förfalla och bli värdelösa.

Tanken är att det prospekt som upprättas med avseende på företrädesemissionen ska innehålla upplysning om förfarandet.

Förfarandet torde leda till att det blir fråga om två emissioner, en företrädesemission om högst [x] kronor och en efterföljande riktad emission till Handelsbanken om högst [y] kr med avräkning för de aktier som tecknats med stöd av teckningsrätter i företrädesemissionen. Bägge emissionerna faller inom ramen för det emissionsbemyndigande Ratos årsstämma fattat beslut om. Möjligheten för Handelsbanken att teckna aktier ska givetvis framgå av emissionsvillkoren och prospektet.

I framställningen hemställs att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om ovan beskrivna förfarande är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

ÖVERVÄGANDEN

Frågan i ärendet är om det förfarande som Ratos beskriver i framställningen är förenligt med god sed på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden har inte tidigare prövat något sådant förfarande.

Aktiebolagslagen (2005:551, ABL) innehåller inga bestämmelser om hantering av en situation med outnyttjade teckningsrätter på det sätt som beskrivs i framställningen, men däremot finns i 11 kap. 9 § ABL en bestämmelse som gör det möjligt att i emissionsbeslutet bestämma att s.k. överskjutande teckningsrätter ska säljas genom bolagets försorg. De medel som flyter in genom en sådan försäljning ska, efter avdrag för försäljningskostnaderna, fördelas mellan de aktieägare som annars skulle ha haft rätt att teckna de nya aktierna. Bestämmelsen motiveras av att en försäljning av enstaka teckningsrätter kan medföra kostnader som inte står i rimlig proportion till teckningsrättens värde.

För sammanläggning av aktier finns en liknande bestämmelse, som innebär att s.k. överskjutande aktier i ett bolag, vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad, ska säljas på

bolagets bekostnad. Betalningen som flyter in vid försäljningen ska fördelas mellan dem som ägde aktierna (4 kap. 50 § ABL).

Värt att notera är att dessa bestämmelser och den situation som framställningen tar sikte på skiljer sig åt på så sätt att aktiebolagslagens bestämmelser hanterar situationer som uppkommer till följd av att emissionsvillkoren eller villkoren för sammanläggning ger upphov till överskjutande teckningsrätter eller aktier, medan åtgärden i framställningen syftar till att kompensera aktieägare som kanske genom egen förskyllan riskerar att lida en förlust.

I AMN 2006:6 behandlades ett förfarande som syftade till att kompensera aktieägare som underlåtit att acceptera ett erbjudande om inlösen av aktier. Förfarandet innebar att en bank skulle köpa så många aktier på marknaden som aktieägarnas outnyttjade inlösenrätter skulle ha gett rätt till inlösen av. Därefter skulle bolaget lösa in de aktier banken köpt till samma inlösenbelopp per aktie som bolaget betalade i inlösenerbjudandet, varefter banken skulle ersätta de aktieägare vars inlösenrätter förfallit. Aktiemarknadsnämnden utgick från att bolagsstämman till fullo informeras om förfarandet och uttalade att förfarandet inte stred mot god sed på aktiemarknaden eftersom bankens medverkan till förmån för de aktieägare som inte reagerade på erbjudandet ingick bland förutsättningarna för inlösenförfarandet.

I det nu aktuella fallet är syftet med åtgärden från Ratos sida att skydda de aktieägare som av olika skäl inte utnyttjar sina teckningsrätter från att lida förlust. Det är ett syfte som nämnden i och för sig har viss förståelse för. Det tilltänka förfarandet reser emellertid också frågor.

Till skillnad från vad som är brukligt vid företrädesemissioner ska varken aktieägare eller någon annan kunna teckna aktier utan stöd av teckningsrätter. Det ska i stället ankomma på banken att låna upp och vidareöverlåta aktier svarande mot vad som inte tecknats med stöd av teckningsrätt, varefter bolaget ska göra en riktad emission till banken av motsvarande antal aktier. Banken ska emellertid i sin placering av aktierna ifråga inte vara underkastad de aktiebolagsrättsliga restriktioner som gäller för riktade emissioner och inte heller någon av bolagsstämman beslutad fördelningsprincip av det slag som enligt 13 kap. 4 § ABL ska finnas för en styrelses hantering av aktieteckningar som sker utan stöd av teckningsrätter. Tvärtom, ska banken enligt framställningen kunna placera dessa aktier hos vilken investerare (inkl. aktieägare) som helst som anmäler intresse för aktien. Enligt nämndens mening inger förfarandet redan i nu nämnda hänseenden sådana betänkligheter att det från synpunkten av god sed på aktiemarknaden inte kan anses godtagbart, särskilt inte i ljuset av att det problem med outnytt-

jade teckningsrätter som förfarandet avser att lösa i de allra flesta emissioner torde vara begränsat.

Aktiemarknadsnämnden vill emellertid inte utesluta att det finns andra sätt att tillgodose det syfte som avses i framställningen.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Peter Bäärnhjelm, Ossian Ekdahl och Nina Macpherson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog

Annica Sandberg