

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:07**

**2005-03-11**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 25 februari 2005 en framställning från Baker & McKenzie Advokatbyrå på uppdrag av X.

### **BAKGRUND**

Beträffande bakgrunden till framställningen lämnas följande redogörelse, som i allt väsentligt är hämtad ur framställningen till nämnden.

Många mindre och medelstora bolag inom t.ex. bioteknik och teknologi där verksamheten består i att utveckla en teknik eller en produkt är att beteckna som s.k. förväntningsbolag. Dessa bolag har en begränsad likviditet och intjäningsförmåga i en nära framtid. Bolagen har därför ett återkommande behov av att skaffa nytt kapital till dess att den aktuella produkten eller tekniken är tillräckligt utvecklad för att kunna avsättas kommersiellt. Dessa bolag har sällan möjlighet att erhålla lånefinansiering och är därför hänvisade till att skaffa kapital från aktieägarna och utomstående investerare. Ett förväntningsbolag brukar således med jämna mellanrum genomföra nyemissioner av aktier för att stärka sin finansiella ställning och få in kapital för den fortsatta driften.

För att säkerställa att ett förväntningsbolag erhåller tillräckligt kapital vid en nyemission är det av stor betydelse att flertalet av de aktier som emitteras tecknas. Ett sätt att åstadkomma detta är att bolaget skaffar garantier från ett antal investerare innebärande att dessa åtar sig att teckna en viss andel av de emitterade aktierna.

Bolaget kan erlægga en garantiprovision i kontant form till de investerare som går in som garanter. Det medför emellertid en kostnad för bolaget och är, enligt framställning-

en, dessutom möjligt att göra endast om garanterna inte är aktieägare i bolaget. En alternativ metod har därför utvärderats innebärande att garanterna erbjuds möjlighet att delta i en till dem riktad emission av ytterligare aktier. Metoden beskrivs nedan.

#### *Metod för säkerställande av tilldelning vid garanterad emission*

Bolagsstämman i ett aktiemarknadsbolag, nedan kallat Bolaget, beslutar om en nyemission av aktier med företrädesrätt för aktieägarna. Emissionskursen bestäms enligt gängse praxis på aktiemarknaden med utgångspunkt i börskurs, likviditet och volatilitet i aktien samt med hänsyn tagen till övriga emissionsvillkor, vilket vanligen innebär en viss rabatt jämfört med börskursen. Under teckningstiden har samtliga aktieägare möjlighet att inge anmälan om teckning av ytterligare aktier utan företrädesrätt.

Målsättningen inför emissionen är att erhålla garantier respektive avsiktsförklaringar, nedan kallade Garantierna, från ett antal investerare, nedan kallade Garanterna, att teckna mer än hälften av de emitterade aktierna. Garanterna består av dels befintliga aktieägare, dels nya aktieägare (nedan kallade Nya Aktieägarna). De Nya Aktieägarna utgör en förutsättning för att uppnå att en tillräckligt hög garanterad andel av emissionen innan den offentliggörs.

För det fall företrädesemissionen övertäcknas har bolagsstämman bemyndigat styrelsen att besluta om en riktad nyemission av ytterligare aktier motsvarande 10 till 20 procent av antalet aktier i Bolaget efter genomförd företrädesemission. Emissionskursen skall vara densamma som i företrädesemissionen. Den av styrelsen beslutade nyemissionen skall riktas till de aktieägare som var berättigade att delta i företrädesemissionen och som tecknat aktier i denna emission men vilkas intresse att teckna aktier inte kunnat tillgodoses fullt ut inom ramen för företrädesemissionen samt till Nya Aktieägare som ingett anmälan om teckning utan företrädesrätt. Skälet till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt är huvudsakligen att uppfylla en viss andel av de Garantiåtaganden som varit nödvändiga för företrädesemissionens genomförande.

För det fall intresset att teckna aktier utan företrädesrätt ryms inom styrelsens bemyndi-

gande att emittera ytterligare aktier kommer emissionen att riktas till befintliga aktieägare och Nya aktieägare i enlighet med ingivna intresseanmälningar.

För det fall intresset att teckna aktier utan företrädesrätt inte ryms inom styrelsens be- myndigande kommer det antal aktier som befintliga aktieägare och Nya Aktieägare har anmält intresse att teckna utan företrädesrätt att fördelas av styrelsen i den riktade ny- emissionen enligt följande.

- a) De aktieägare vars aktieinnehav på avstämningsdagen understeg en handelspost skall utöver det antal aktier som tecknats med företrädesrätt äga rätt att teckna samtliga ak- tier som de anmält intresse att teckna, dock maximalt ett antal aktier som motsvarar en handelspost reducerat med det antal aktier som aktieägaren innehade på avstäm- ningsdagen.
- b) Återstående intresse från aktieägare som fått tilldelning enligt a) och aktieägare med innehav uppgående till eller överstigande en handelspost på avstämningsdagen (inklusive Garanter som var aktieägare på avstämningsdagen) får tilldelning av ytterligare aktier utöver de aktier som erhållits i företrädesemissionen med en pro rata andel i förhållande till anmält intresse, dock maximerat till innehavet på avstämningsdagen ("Justerat Intresse").

Det sammanlagda Justerade Intresset utgörs av summan av:

- (i) återstående intresse från ägare vars innehav understeg en handelspost på avstämnings- dagen, dock maximerat till innehavet på avstämningsdagen;
- (ii) intresse från ägare vars innehav uppgick till eller översteg en handelspost på avstäm- ningsdagen (inklusive Garantier från befintliga aktieägare), dock maximerat till inneha- vet på avstämningsdagen; och
- (iii) garantier från Nya Aktieägare.

Pro rata andelen bestäms av det sammanlagda Justerade Intresset i förhållande till reste- rande antal aktier som kvarstår att allokera i den riktade nyemissionen efter fördelning enligt a).

Detta kan åskådliggöras med följande exempel.

- Totalt antal aktier att fördela i den riktade nyemissionen: 100 000 aktier.
- Fördelning till aktieägare enligt a): 5 000 aktier.
- Justerat Intresse för aktieägare vars innehav understeg en handelspost på avstämningsdagen: 10 000 aktier.
- Justerat Intresse från aktieägare som innehar en handelspost eller mer på avstämningsdagen: 180 000 aktier.
- Garantier från Nya Aktieägare enligt c) nedan: 20 000 aktier.
- Pro rata andel för fördelning enligt b) =  $(100\ 000 - 5\ 000) / (10\ 000 + 180\ 000 + 20\ 000) = 45,2\ %$ .

I ovanstående exempel sker således fördelning till aktieägare enligt b) med 45,2 % av det justerade intresset att teckna aktier.

c) Fördelning till Nya Aktieägare sker med samma pro rata andel som till befintliga aktieägare enligt b) ovan av garanterat belopp, d.v.s. i ovanstående exempel med 45,2%.

Fördelningsprinciperna beskrivs dels i handlingarna inför bolagsstämmans beslut om företrädesemission och bemyndigande till styrelsen om riktad nyemission, dels i det prospekt som skickas till samtliga aktieägare.

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs att nämnden uttalar huruvida den ovan beskrivna metoden för att garantera en företrädesemission är förenlig med god sed på aktiemarknaden.

## **ÖVERVÄGANDEN**

På den svenska aktiemarknaden förekommer det sedan länge att bolag, inför en emission av aktier med företrädesrätt för aktieägarna, innan emissionen offentliggörs införskaffar s.k. teckningsförbindelser från en eller flera större aktieägare i vilka dessa utfäster sig att teckna sin andel i emissionen. Det förekommer också att ett bolag införskaffar en s.k. emissionsgaranti från en eller flera ägare eller från någon utomstående part, vari dessa utfäster sig att teckna aktier som inte tecknas med företrädesrätt. Framställningen avser emissionsgarantier av det sistnämnda slaget.

Särskilt i s.k. förväntningsbolag innebär en emissionsgaranti ett risktagande från garanternas sida, eftersom dessa gör en förlustaffär, om börskursen skulle falla under emissionskursen under teckningstiden med följd att skyldigheten att teckna aktier aktualiseras, medan de för det fall att börskursen överstiger emissionskursen får räkna med att emissionen blir fulltecknad och att alltså garanterna inte i någon nämnvärd utsträckning får möjlighet att teckna några aktier eller, om de också är aktieägare i bolaget, teckna fler aktier än som följer av företrädesrätten.

Aktiemarknadsnämnden finner inte anledning att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ifrågasätta förfarandet med emissionsgarantier eller det förhållandet att bolaget betalar en marknadsmässig ersättning för garanternas risktagande, varvid emissionskursens nivå i förhållande till börskursen när garantin utfärdas liksom bolagets allmänna risknivå naturligtvis måste beaktas. I motsats till vad som antagits i framställningen anser nämnden inte att det finns något hinder mot att sådan marknadsmässig ersättning utgår även till garantier som redan är aktieägare i bolaget. Nämnden vill emellertid framhålla att ersättning bör utgå endast för garantier som är avsedda att binda garanterna och inte för oförbindande avsiktsförklaringar.

I de allra flesta fall betalas garantiersättning kontant men det har i praxis också i enstaka fall förekommit att, såsom enligt den metod som nu underställts nämnden, garantiprovision utgått i form av en möjlighet för garanterna att teckna aktier i en samtidigt med företrädesemissionen genomförd riktad emission. Från bolagets synpunkt kan detta arrangemang sägas ha den fördelen att bolaget, efter vad som uppges i framställningen, inte belastas med någon kostnad för garantiprovisionen. Inte heller drabbas aktieägarna av någon utspädning i annat fall än då teckning sker i den riktade emissionen. Garanterna får emellertid möjlighet till en vinst som svarar mot deras risktagande i det fallet att börskursen utvecklas på ett fördelaktigt sätt. Värdet av en sådan garantiprovision blir beroende av börskursen när garanterna erhåller tilldelning i den riktade emissionen.

Aktiemarknadsnämnden har från sina utgångspunkter inte några principiella invändningar mot att garantiersättning betalas i annan än kontant form. Nämnden vill emellertid erinra om de särskilda restriktioner som med hänsyn till aktiebolagslagen och god sed på marknaden gäller för riktade emissioner, särskilt med avseende på emissionskursen. Som nämnden påpekat i principuttalandet AMN 2002:02 har i den aktiebolagsrättsliga litteraturen antagits att en

nyemission utan företrädesrätt för aktieägarna med framgång kan klandras med stöd av den aktiebolagsrättsliga generalklausulen (9 kap. 37 § ABL), om inte emissionskursen överensstämmer med aktiernas värde före emissionen eller åtminstone ligger mycket nära detta värde. I den mån börskursen ger uttryck för ett etablerat marknadsvärde på aktierna, bör därför, konstaterade nämnden i samma uttalande, vid prissättningen i samband med riktade emissioner, avvikelser till de befintliga aktieägarnas nackdel – bortsett från vad som kan hänföras till marknadsmässig emissionsrabatt – inte ske annat än i händelse av synnerligen starka och helt speciella skäl.

Som nämnden utvecklat i uttalandet AMN 2002:2 har lagstiftaren vidare givit uttryck för en mycket restriktiv syn på emissioner riktade till vissa aktieägare i ett bolag. Även om det i och för sig inte finns anledning att uppställa strängare krav från synpunkten av god sed på aktiemarknaden måste, som nämnden framhöll i det nämnda uttalandet, principiellt sett gälla att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt aktiebolagslagen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Det är inte möjligt att som marknadsmässig rabatt vid en riktad emission godta rabatter på tillnärmelsevis den nivå som brukar förekomma vid företrädesemissioner i förväntningsbolag, och om en eller flera av garanterna också är aktieägare i bolaget måste förutsättningarna för en riktad emission med rabatt vara än mer restriktiva. Redan av dessa skäl finns det knappast något utrymme för att låta garantiprovision utgå i form av en möjlighet för garanterna att teckna aktier i en riktad emission. Nämnden saknar anledning att gå in på frågan om det skulle vara möjligt att för ändamålet genomföra en apportemission.

Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden vill nämnden vidare framhålla vikten av att det är möjligt för aktieägarna att förstå och förutse effekterna av ett arrangemang som syftar till att garantera en emission. Det ankommer visserligen under alla förhållanden på bolagets styrelse att noggrant förvissa sig om att den ersättning som betalas är marknadsmässig, men aktieägarna måste också kunna bilda sig en egen uppfattning om rimligheten i styrelsens bedömning. Detta medför särskilda svårigheter vid en metod av det slag som avses i framställningen eftersom den dels är svår att åskådliggöra i det beslutsunderlag som aktieägarna skall ha inför bolagsstämman, dels mycket svårförutsebar till sina effekter eftersom ersättningens storlek blir beroende av börskursen när aktierna i den riktade emissionen tilldelas.

Enligt nämndens mening är av nu anförda skäl ett arrangemang av det slag som avses i framställningen normalt inte förenligt med god sed på aktiemarknaden.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit: Johan Munck (ordförande), Leif Thorsson (vice ordförande), Carl-Johan Åberg (vice ordförande), Ulf Aspenberg, Jan-Mikael Bexhed och Peter Bäärnhielm.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog