

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2009:13**

**2009-05-25**

### **INLEDNING**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 15 april 2009 en framställning från NASDAQ OMX Stockholm AB (Stockholmsbörsen) med anledning av att Nordea Bank AB ("Nordea") i ett emissionsprospekt den 16 mars 2008 avseende en företrädesemission av aktier i Nordea villkorat emissionen på följande sätt: "Företrädesrättsemissionen är villkorad av att inga omständigheter har uppstått (före Teckningsperiodens utgång) som, enligt Styrelsens rimliga bedömning, kan medföra att genomförandet av Företrädesrättsemissionen väsentligen försvåras. Företrädesrättsemissionen kan sålunda återkallas." I emissionsprospektet redogjordes också för effekterna om villkoret skulle aktualiseras: "I sådant fall kommer alla Teckningsrätter att förfalla och bli värdelösa, utförda teckningar och tilldelningar av Nya Aktier att bortses ifrån, alla BTA och interim-FDR att annulleras och erlagd teckningsersättning att återbetalas."

Stockholmsbörsen hemställer att nämnden prövar huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att villkora företrädesrättsemissionen så att den kan återkallas under angivna förutsättningar varvid alla teckningsrätter – inklusive teckningsrätter köpta på börsen - blir värdelösa. Stockholmsbörsen erinrar i sammanhanget om att ett fullföljandevillkor i samband med ett offentligt uppköpserbjudande ska vara så utformat att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej och en återkallelse kan ske endast om villkoren inte uppfyllts (punkten II.4 och II.5 i Take-over reglerna)

### **NORDEAS YTTRANDE**

Nordea har beretts tillfälle att yttra sig över framställningen och har därvid anfört i huvudsak följande.

### *Inledning och bakgrund*

Den 10 februari 2009 offentliggjordes Nordeas styrelses beslut, som förutsatte efterföljande godkännande vid bolagsstämma, om nyemission av aktier med företrädesrätt för Nordeas aktieägare. Emissionen förväntades inbringa omkring EUR 2,5 miljarder till Nordea. Extra bolagsstämma skulle hållas den 12 mars 2009. Det belopp som aktiekapitalet skulle ökas med, det antal aktier som skulle emitteras och det belopp som skulle betalas för varje ny aktie/teckningskursen per ny aktie, skulle bestämmas av styrelsen senast den 11 mars 2009 (jfr 13 kap. 5 § 8 aktiebolagslagen, ABL).

Nordea hade vid tidpunkten för offentliggörandet av emissionen den 10 februari 2009 teckningsgarantier samt positiva uttalanden från aktieägare motsvarande cirka 49 procent av emissionen och åtaganden från de nämnda bankerna att garantera återstoden av emissionen. Dessa åtaganden var dock inte helt villkorlösa.

Styrelsens beslut omfattade tre alternativ för genomförandet av emissionen. Motivet till denna struktur var de synnerligen osäkra förhållanden som till följd av den globala finanskrisen förelåg beträffande utvecklingen på aktie- och kapitalmarknaderna. Genom alternativen gavs styrelsen flexibilitet när den cirka en månad efter det första offentliggörandet av emissionen skulle bestämma de slutliga villkoren för emissionen. Flexibiliteten tog främst sikte på att styrelsen, när den senast den 11 mars 2009 skulle fastställa teckningskursen i emissionen, inte skulle begränsas av en eventuell kraftig börsnedgång i allmänhet och därmed även en nedgång i Nordeas börskurs. Styrelsens emissionsbeslut innehöll även det villkor som Börsen ställt frågor om. Villkoret innebar att emissionen kunde återkallas om omständigheter uppstod före teckningsperiodens utgång som enligt styrelsens rimliga bedömning kunde medföra att genomförandet av emissionen väsentligen försvårades.

Den 11 mars 2009 offentliggjordes de av styrelsen bestämda slutliga emissionsvillkoren. I anslutning därtill ingick Nordea avtal med staten (genom Riksgäldskontoret) varigenom staten, på vissa villkor, åtog sig att teckna sin pro rata-andel av emissionen. Vidare ingick Nordea garantiavtalet med de internationella bankerna, varigenom dessa åtog sig att, på sedvanliga villkor, garantera resterande delar av emissionen (som inte omfattades av åtaganden

från befintliga aktieägare). Det bör noteras att de internationella bankernas garantier och statens åtagande, under vissa förutsättningar, kunde bortfalla. Mot bakgrund av det osäkra ekonomiska läget och turbulensen på aktiemarknaderna var det trots dessa garantier sålunda inte helt säkert att teckningsåtagandena och garantierna skulle infrias, exempelvis vid en akut allmän finansiell kris.

#### *Liknande villkor förekommer på aktiemarknaden sedan lång tid*

Villkor av ifrågavarande slag, som under vissa omständigheter gör det möjligt att återkalla en emission, förekommer vid emissioner såväl i publika/noterade bolag som i privata bolag och både vid företrädesemissioner och vid riktade emissioner. Såvitt Nordea känner till har ett sådant villkors överensstämelse med god sed på värdepappersmarknaden aldrig ifrågasatts. Därtill kommer att varken i regler fastställda av Börsen eller i regler fastställda av något annat organ är dylika villkor behandlade såvitt avser emissioner. En analogisk tillämpning av Börsens Takeover-regler låter sig inte heller göras.

Det finns inte något hinder enligt ABL att villkora ett emissionsbeslut på sätt Nordea gjort. Finansinspektionen har inte heller haft några invändningar mot detta villkor. Vidare har Bolagsverket accepterat villkoret och registrerat emissionen.

Utöver att villkoret i enlighet med gällande regelverk offentliggjordes och hölls tillgängligt för aktieägarna inför bolagsstämman återgavs det också i emissionsprospektet med en redogörelse för effekterna om villkoret aktualiserades. Detta avsnitt hade också en egen rubrik i emissionsprospektets innehållsförteckning. Det bör noteras att de eventuella riskerna förknippade med villkoret tydligt angavs i emissionsprospektet.

#### *Skälen till att villkoret förekom i emissionsbeslutet och situationer då villkoret hade kunnat aktualiseras*

Det aktuella villkoret måste ses i ljuset av de synnerligen osäkra förhållanden som förelåg beträffande bland annat utvecklingen på aktie- och kapitalmarknaderna och den allmänna synen på finansiella institut – vilka påverkades av omständigheter som i allt väsentligt låg utanför Nordeas kontroll – då frågan om en nyemission i Nordea blev aktuell. Nordea önskade därför stor flexibilitet när det gällde emissionen och villkoren för emissionens genomförande

och ville i en exceptionell situation ha möjlighet att avbryta emissionen och eventuellt kunna återkomma med en ny emission på andra villkor. Enligt styrelsens bedömning låg det såväl i Nordeas som Nordeas aktieägares intresse att det fanns dels en stor flexibilitet för emissionens genomförande, varför tre alternativ till emissionens genomförande beslutades, dels en möjlighet att under vissa omständigheter kunna återkalla emissionen, varför det aktuella villkoret togs med i emissionsbeslutet. Eftersom det inte var möjligt att förutse hur marknaderna skulle utvecklas fick villkoret en generell lydelse i linje med den etablerade utformningen av sådana villkor, dock med tillägg av ett inskränkande väsentlighetsrekvisit. Dessutom förutsatte utnyttjandet av villkoret en rimlighetsbedömning. Villkoret skulle således kunna åberopas endast i synnerligen exceptionella situationer.

En specifik situation där det hade kunnat vara aktuellt att återkalla emissionen vore om en akut allmän finansiell kris och allmän börsnedgång inneburit att de internationella bankernas garantier fallit bort och Nordeas börskurs fallit under den i emissionen fastställda teckningskursen. Skulle i en sådan situation teckningskursen vid teckningsperiodens utgång vara högre än börskursen skulle det för Nordeas aktieägare framstå som ett bättre alternativ att förvärva aktier över börsen än att teckna aktier i emissionen. Väldigt få skulle då delta i emissionen och Nordea skulle inte få in något nämnvärt belopp genom emissionen.

Om garantiåtagandena hade bortfallit skulle dessutom Nordea med stor sannolikhet ha varit skyldigt att upprätta ett tilläggsprospekt enligt 2 kap. 34 § lagen om handel med finansiella instrument. Som följd av tilläggsprospektet skulle de aktieägare som anmält sig för teckning av aktier haft rätt att återkalla sin teckningsanmälan inom fem arbetsdagar från offentliggörandet av tilläggsprospektet. Risken är dock stor att många mindre aktieägare skulle missa att utnyttja rätten att återkalla teckningen medan större och mer professionella ägare skulle utnyttja sin ångerrätt. Om emissionen inte återkallades skulle således de aktieägare som tecknat aktier till en teckningskurs som är högre än börskursen – och inte utnyttjat sin ångerrätt – komma att fullgöra teckningen trots att det hade varit förmånligare att köpa aktier över börsen och trots att aktieägarnas och de internationella bankernas åtaganden inte skulle infrias samtidigt som de ägare som utnyttjat ångerrätten sluppit från sin teckning. Risken för denna konsekvens elimineras dock genom återkallelsevillkoret.

Motsvarande effekt skulle ha uppstått för dem som förvärvat teckningsrätter vilka teckningsrätter i en sådan situation skulle sakna värde eftersom börskursen understeg emissionskursen.

Ett eventuellt återkallande av emissionen skulle således inte i sig innebära att teckningsrätterna blev värdelösa utan den effekten uppnås per automatik den dag börskursen faller under teckningskursen. En sådan kursfallsrisk förekommer alltid på aktiemarknaden och har inget samband med ett eventuellt återkallande av emissionen. I detta sammanhang bör understrykas att avsikten med villkoret inte varit att det skulle användas i en situation där teckningsrätterna alltfjämt hade ett värde.

## ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är upptagna till handel på en reglerad marknad (aktiemarknadsbolag) eller av en aktieägare i ett sådant bolag, som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett aktiemarknadsbolag kan bli föremål för nämndens bedömning.

Den i framställningen ställda frågan rörande ett visst villkor i Nordeas emission är av det slag som omfattas av nämndens kompetens. Nämndens uppgift är att bedöma om ett sådant villkor är förenligt med god sed på aktiemarknaden. Nämnden utgår därvid från att villkoret är förenligt med aktiebolagslagen.

Det omtvistade villkoret ska enligt Nordea ses i ljuset av de synnerligen osäkra förhållanden som förelåg beträffande bland annat utvecklingen på aktie- och kapitalmarknaderna och den allmänna synen på finansiella institut – vilka påverkades av omständigheter som i allt väsentligt låg utanför Nordeas kontroll – då frågan om en nyemission i Nordea blev aktuell. Nordea önskade därför stor flexibilitet när det gällde emissionen och villkoren för emissionens genomförande och ville i en exceptionell situation ha möjlighet att avbryta emissionen och eventuellt kunna återkomma med en ny emission på andra villkor.

I enlighet härmed gavs villkoret följande lydelse: ”Företrädesrättsemissionen är villkorad av att inga omständigheter har uppstått (före Teckningsperiodens utgång) som, enligt Styrelsens rimliga bedömning, kan medföra att genomförandet av Företrädesrättsemissionen väsentligen försvåras. Företrädesrättsemissionen kan sålunda återkallas.”

Nordea har som exempel på en specifik situation där det hade kunnat vara aktuellt att återkalla

emissionen anført en akut allmän finansiell kris och allmän börsnedgång som inneburit att de internationella bankernas garantier fallit bort och Nordeas börskurs fallit under den i emissionen fastställda teckningskursen. Det omtvistade villkoret hade emellertid ett mycket vidare tillämpningsområde än så och gav enligt ordalagen styrelsen en generell möjlighet att återkalla emissionen om någon, till sin art icke närmare angiven, omständighet hade uppstått före teckningsperiodens utgång som, enligt styrelsens rimliga bedömning, kunde medföra att genomförandet av företrädesrättsemissionen väsentligen försvårades. Det framgår inte vad som skall förstås med orden ”rimlig” och ”väsentlig”.

Nordea har i sitt yttrande anført att avsikten med villkoret inte varit att det skulle användas i en situation där teckningsrätterna alltjämt hade ett värde. Någon sådan begränsning framgår emellertid inte av villkoret.

Enligt nämndens bedömning utesluter inte ordalagen att styrelsen skulle ha kunnat återkalla emissionen även när börskursen översteg teckningskursen, vilket i så fall skulle ha fått till effekt bl.a. att investerare som köpt teckningsrätter i marknaden i ett slag förlorade vad de betalat för sina teckningsrätter. En sådan ordning är inte godtagbar. Ett villkor om återkallelse av en emission ska vara så utformat att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej.

Nordea kan därför inte undgå kritik för det sätt på vilket det omtvistade villkoret utformades. Enligt nämndens mening borde Nordea dessutom ha uppmärksammat börsen på villkoret och väckt frågan om det borde bekantgöras i handelssystemet.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Bo Svensson (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Lars Bredin, Peter Bäärnhielm, Kajsa Lindståhl, Jan Stenberg och Cecilia Vieweg.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Bo Svensson

Rolf Skog