

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:18

2015-06-16

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 12 juni 2015 en framställning från Advokatfirman Vinge som ombud för AB Geveko. Framställningen rör god sed vid företagsförvärv.

FRAMSTÄLLNING

Geveko (öBolagetö) är ett svenskt bolag vars aktie av serie B är noterad på Nasdaq Stockholm. Det totala antalet aktier i Bolaget uppgår till 16 878 132, varav 2 880 000 aktier av serie A och 13 998 132 aktier av serie B. Aktie av serie A berättigar till tio röster och aktie av serie B berättigar till en röst. Baserat på gällande börskurs är Bolagets värde cirka 42 milj. kr.

Bolaget är verksamt inom produktion och försäljning av vägmarkeringsprodukter samt entreprenadtjänster. Bolaget har fem produktionsenheter belägna i Sverige, Norge, Danmark, Storbritannien och Tyskland. Försäljning av vägmarkeringsmaterial utgörs av termoplastiskt material, vatten- och lösningsmedelsburen färg, flerkomponent-produkter och prefabricerade termoplastprodukter samt glaspärlor som ingår i vägmarkeringsmaterial. Entreprenadverksamhet bedrivs genom helägda bolag i Norden och uppdragen varierar i omfattning från ettårskontrakt till fleråriga funktionsentreprenader.

Bolaget har befunnit sig i en finansiellt svår situation under lång tid (cirka fem år) och har löpande brutit mot villkoren i låneavtalen med dess huvudbank, Handelsbanken (öBankenö). En uppsägning av krediterna skulle leda till ett omedelbart obestånd och konkurs. Bolaget har löpande försökt hitta olika lösningar för att komma till rätta med sina finansiella problem och Banken har hittills underlåtit att säga upp krediterna förutsatt att Bolaget hittar en långsiktig lösning på sin kapitalstruktur alternativt ägarstruktur. Banken anser att Bolaget är i behov av ett tillskott av kapital i storleksordningen 150-200 milj. kr.

Bolaget har under det senaste året arbetat på en lösning som innebär en försäljning av den del av verksamheten som producerar och säljer vägmarkeringsprodukter (öFörsäljningenö). Även om förhandlingarna har kommit långt har dessa dock ännu inte resulterat i ett undertecknat avtal.

Bolaget har nyligen kontaktats av ett nordiskt riskkapitalbolag (öInvesterarenö) som uttryckt intresse för att investera i Bolaget samt överta kontrollen över Bolaget. Investerarens förslag kan sammanfattas enligt följande.

- Bolagets styrelse beslutar att föreslå en extra bolagsstämma att besluta om en kontant nyemission varigenom Bolaget tillförs totalt 200 milj. kr (öNyemissionenö). Nyemissionen ska med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt riktas till Investeraren som ovillkorligt och oåterkalleligt ska ha förbundit sig att teckna samtliga aktier i emissionen.
- Efter genomförd Nyemission kommer Investeraren att äga mer än 90 procent av det totala antalet aktier i Bolaget. Investeraren kommer, förutsatt att Nyemissionen genomförs, ovillkorligt och oåterkalleligt förbinda sig att, på sätt och tid som föreskrivs i 3 kap. 6 § LUA, till undvikande av budplikt, påkalla tvångsinlösen av minoritetsaktierna med ett yrkande om ett lösenbelopp om lägst 4 kr per aktie (öInlösenförfarandetö).
- Omedelbart efter genomförd nyemission kommer bolagets styrelse att ansöka om att bolagets aktie ska avnoteras hos Nasdaq Stockholm.
- Omgående efter det att bolagets aktie har avnoterats hos Nasdaq Stockholm kommer Investeraren att lämna ett erbjudande till samtliga minoritetsaktieägare att förvärva deras aktier till ett pris om 4 kr per aktie (öErbjudandetö).
- Aktieägarna kommer inför den extra bolagsstämman att ha erhållit information enligt ovan.

Bolagets styrelse har gjort följande överväganden.

Styrelsen har under lång tid löpande undersökt förutsättningarna att genomföra en företrädesemission för att långsiktigt stärka det egna kapitalet med 150-200 milj. kr och därmed relationen med banken. Styrelsen har i detta arbete varit i kontakt med Bolagets större aktieägare och andra potentiella investerare. Under rådande omständigheter och med beaktande av kapitalbehovet anser sig styrelsen ha undersökt samtliga rimliga möjligheter att genomföra en framgångsrik företrädesemission. En förträdesemission skulle behöva garanteras och förutsättningarna för att få ihop ett garantikonstium bedöms som mycket begränsade. Dessutom

skulle kostnaden för en emissionsgaranti bli betydande.

För det fall Försäljningen eller Nyemissionen inte genomförs kommer Banken med stor sannolikhet att säga upp Bolagets kreditavtal, vilket kommer att medföra att Bolaget kommer på obestånd och ansökan om konkurs omgående behöva ges in.

Styrelsen har bedömt att Nyemissionen och Erbjudandet sammantaget är ekonomiskt fördelaktigare för Bolaget och dess aktieägare än Försäljningen. Banken har även uttalat att den ser Nyemissionen som ett långsiktigt stärkande av Bolagets kapitalstruktur och tillräcklig för en fortsatt kreditrelation.

Eftersom Nyemissionen förutsätter en ändring av bolagsordningen kommer kallelse till extra bolagsstämma att utfärdas tidigast sex och senast fyra veckor före stämman. Besluten om Nyemissionen och ändring av bolagsordningen förutsätter för sin giltighet att dessa biträds med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.

På fråga har Investeringen förklarat att denne inte är beredd att som alternativ till en riktad nyemission lämna ett offentligt uppköpserbjudande om 4 kr per aktie med sedvanliga villkor, bl. a. att erbjudandet accepteras av aktieägare med mer än 90 procent av aktierna i Bolaget. Styrelsens har bedömt att det finns en risk att ett villkor om 90 procents anslutning inte skulle uppfyllas. Skulle Investeringen återkalla sitt erbjudande på grund av bristande anslutning föreligger en betydande risk att Försäljningen inte kvarstår som en alternativ lösning varvid Banken med stor sannolikhet skulle säga upp krediterna med en konkurs för Bolaget som följd.

Vad avser teckningskursen i Nyemissionen (cirka 1,03 kr per aktie) har styrelsen gjort följande överväganden. Bolagets börskurs motsvarar idag ca 2,50 kr per aktie. Vid bedömningen av Bolagets värde bör enligt styrelsens uppfattning även beaktas Bolagets skuldsättning, bristande lönsamhet och det negativa egna kapitalet (minus 7,50 kr per aktie), vilka faktorer pekar på att aktiens faktiska värde understiger börskursen. Ytterligare faktorer som påverkar aktiens värde negativt är aktiens betydande volatilitet, bristande likviditet samt den negativa påverkan på marknadsvärdet som en placering av en större aktiepost typiskt sett har. Styrelsen väger även in att befintliga aktieägare tillförsäkras 4 kr per aktie i det förestående inlösenförfarandet och det efter avnoteringen följande erbjudandet, vilket innebär en betydande premie jämfört med dagens börskurs och att ett avstående från Nyemissionen skulle kunna leda till en kon-

kurs i Bolaget och en aktie som då helt skulle sakna värde.

Med hänsyn till Bolagets prekära finansiella situation och risken för en konkurs i förening med att Nyemissionen, kombinerad med inlösenförfarandet och det efter avnoteringen följande erbjudandet, bedöms vara ekonomiskt fördelaktigare och säkrare att genomföra anser styrelsen att en riktad nyemission på villkor som ovan angivits är det bästa för såväl Bolaget som dess aktieägare.

Styrelsen hemställer att Aktiemarknadsnämnden ger styrelsen ett vägledande uttalande i den föreliggande situationen, såväl i ett aktiemarknads- som aktiebolagsrättsligt perspektiv.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden rörande bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. NASDAQ OMX Stockholms huvudmarknad är en sådan marknad. I nämndens primära uppdrag ingår inte att göra uttalanden om innebörden av aktiebolagslagen. En annan sak är att aktiebolagsrättsliga frågor kan beröras då nämnden tar ställning till vad som utgör god sed på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden har vid flera tillfällen uttalat sig om riktade emissioner av aktier, se bl.a. initiativuttalandet AMN 2002:02. De aktiebolagsrättsliga förutsättningar som det uttalandet i vissa delar byggde på har modifierats genom vissa senare gjorda uttalanden från lagstiftarens sida angående lagens innebörd, se prop. 2013/14:86 s. 64 ff. Nämndens uttalande 2002:02 kan därför inte längre i alla delar anses vägledande. Kollegiet för svensk bolagsstyrning har också, med utgångspunkt i vad lagstiftaren uttalat, utfärdat en rekommendation om god sed vid riktade emissioner.

Från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter ska kontantemissioner i första hand genomföras med företrädesrätt för aktieägarna. Under förutsättning att tillräckliga skäl föreligger för att avvika från företrädesrätten, vilket i första hand ankommer på det emitterande bolagets styrelse att ta ansvar för, är det även från synpunkten av god sed på aktiemarknaden normalt godtagbart att en kontantemission genomförs med avvikelser från aktieägarnas

företrädesrätt. Nämnden finner inte några skäl att från synpunkten av god sed ifrågasätta Gevekos motiv för den riktade emissionen.

Det ankommer också på styrelsen att tillse att emissionsvillkoren, däribland emissionskursen, fastställs på ett sådant sätt att marknadsmässighet säkerställs. Vad som i Gevekos fall är marknadsmässigt måste bedömas i ljuset av bl.a. bolagets synnerligen ansträngda ekonomiska situation, storleken på emissionen och övriga delar av uppgörelsen, nämligen aktietecknarens åtagande att begära tvångsinlösen med ett yrkande om ett inlösenpris väsentligt högre än börskursen och avsikt att efter det att aktierna i bolaget har avnoterats lämna ett erbjudande att till samma pris förvärva minoritetsägarnas aktier. Med dessa utgångspunkter har nämnden från synpunkten av god sed på aktiemarknaden inget att erinra mot villkoren i den planerade emissionen.

Den planerade uppgörelsen bör också bedömas mot bakgrund av Nasdaq Stockholms takeover-regler, som sedan den 1 juli 2014 även innehåller vissa särskilda bestämmelser om övertaganden av målbolag bl.a. genom bolagsstämmebeslutade fusionsförfaranden. Kan det anses förenligt med god sed att, utan iakttagande av vad som föreskrivs i takeover-reglerna, ett övertagande av ett målbolag genomförs så att målbolaget, efter beslut av bolagsstämman, gör en så exceptionellt utspädd riktad emission till det övertagande bolaget att detta uppnår ett aktieinnehav om mer än 90 procent i bolaget, varefter aktietecknaren begär tvångsinlösen av aktierna i bolaget och, efter avnotering av aktierna, lämnar ett erbjudande om att förvärva samtliga aktier? Svaret på den frågan är under normala omständigheter nekande. I detta speciella fall måste emellertid även den frågan besvaras med beaktande av bolagets ekonomiska situation och övriga delar av uppgörelsen. Samtliga aktieägare ska få ett erbjudande att sälja sina aktier till aktietecknaren till ett väsentligt högre pris än börskursen och den som inte vill sälja sina aktier kommer att kunna argumentera för ett högre pris inom ramen för tvångsinlösenförfarandet. För den enskilde aktieägaren blir den ekonomiska situationen således densamma som om ett uppköpserbjudande lämnats utan att föregås av emissionen.

Sammantaget finner nämnden, från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, inte skäl att ifrågasätta den planerade uppgörelsen. Nämnden vill dock understryka vikten av att aktieägarna inför beslut på bolagsstämman om den riktade emissionen får tydlig information om hela uppgörelsen och är garanterade att emissionen verkligen följs av det i framställningen beskrivna inlösenförfarandet till lägst 4 kr per aktie. Om så inte skulle vara fallet strider det

planerade förfarandet mot god sed på aktiemarknaden.

.- - - - -

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Anders Acebo, Ulf Aspenberg, Jan-Mikael Bexhed, Ramsay Brufer och Hans Schedin.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog