

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2018:47**

**2018-11-13**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 29 oktober 2018 en framställning från Spotlight Stock Market. Framställningen rör god sed vid riktade emissioner i samband med emissionsgarantier.

### **FRAMSTÄLLNING**

I framställningen anför följande.

Många s.k. utvecklingsbolag på MTF, där verksamheten består i att utveckla en teknik eller en produkt, har ofta en begränsad likviditet och intjäningsförmåga i nära framtid. Dessa bolag har 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. Sådana bolag brukar 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 utvecklingsbolag erhåller tillräckligt med kapital vid en nyemission är det av stor betydelse att emissionen blir fulltecknad och att bolaget tillförs de medel som bolaget behöver. Sannolikheten för att en nyemission ska bli fulltecknad är större när marknaden är gynnsam och bolaget uppvisar en lönsam verksamhet. Om den omvända situationen gäller ställs högre krav på att bolaget kan övertyga potentiella investerare om att teckning av bolagets aktier är en bra investering. Ett sätt för bolaget att övertyga investerarna är att bolaget i förväg säkerställer att nyemissionen helt eller delvis fulltecknas genom att ingå emiss-

ionsgarantiavtal. Många gånger befinner sig bolaget i en sådan situation att det inte finns något utrymme för en misslyckad nyemission. Emissionsgarantin fungerar då som en sorts försäkring mot ett sådant misslyckande och ger också en signal till marknaden om att bolaget har investerarna bakom sig som tror på bolaget framtida utveckling och därför är beredd att satsa kapital i verksamheten.

För att utställa denna garanti utgår en s.k. garantiprovision. Ersättningsnivån på garantiprovisionen är vanligen på upp till tio procent av garanterat belopp. Det förekommer att emissionsgaranten istället för kontant ersättning erhåller nya aktier i bolaget genom en riktad emission. Spotlight har även uppmärksammat att det förekommer en differentierad modell där emissionsgaranten får välja på antingen 10 procent av garanterat belopp utbetalt kontant eller 12 procent av garanterat belopp utbetalt i aktier.

Spotlight får ofta frågan om vad som kan anses utgöra en marknadsmässig teckningskurs (och därmed rabatt) vid en sådan riktad emission till emissionsgaranter och hänvisar då till nämndens uttalande AMN 2005:07, av vilket framgår att det från synpunkten god sed inte är möjligt att som marknadsmässig rabatt vid en riktad emission godta rabatter på tillnärmelsevis den nivå som förkommer i företrädesmissioner 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.

Emissionskursen i företrädesmissioner bestäms med utgångspunkt i aktiekurs, likviditet och volatilitet i den aktuella aktien samt med hänsyn tagen till emissionsvillkoren. I företrädesmissioner tillämpas ofta en rabatt på mellan 20–30 procent av aktiekursen.

Det har framförts från vissa rådgivare att det föreligger en problematik med att tillämpa nämnda uttalande, eftersom aktiekursen ofta sjunker i samband med att beslut om nyemission offentliggörs. Grunderna för hur teckningskursen ska beräknas i den riktade emissionen bestäms när garantiavtalen tecknas, dvs. på ett tidigt stadium i nyemissionsprocessen och innan beslutet om nyemission har offentliggjorts. Att då utgå ifrån aktiekursen är, enligt vissa rådgivare, inget alternativ eftersom offentliggörande av beslut om nyemission ofta får en negativ påverkan på aktiekursen. Beroende på vad som har avtalats med emissionsgaranterna kan det i praktiken bli så att teckningskursen i den riktade emissionen är högre eller på samma nivå som rådande aktiekurs. Ingen emissionsgarant kommer då att välja ersättning i form av aktier,

eftersom ersättningen blir lägre än vad som avtalats. Bolaget måste då erlagga betalning i likvida medel, vilket kan vara en belastning på bolagets likviditet och förkorta bolagets finansiella livstid. Särskilt om fullständigt emissionslikvid inte kunnat erhållas i företrädesemissionen.

Detta ”problem” avvärs emellertid, enligt vissa rådgivare, om emissionsgaranterna har möjlighet att teckna sig på samma villkor som i företrädesemissionen. Spotlight har noterat att detta redan sker i viss omfattning bland bolag noterade på MTF, trots nämndens uttalande från 2005.

### *Sammanfattning*

Om emissionsgaranternas villkor försämras riskerar bolagen att få det svårare att få till garantiavtal och därmed också svårare att få in efterfrågat belopp i nyemissioner. Emissionsgaranter är viktiga för MTF-bolagens möjligheter att finansiera sig, i synnerhet för bolag med negativt kassaflöde. Alternativen som bolagen måste överväga istället är bryggån, vilket ofta är mer kostsamt än nyemission med garanti.

### **Hemställan**

I framställningen hemställs:

- 1) Att nämnden ger besked om vilka delar i AMN 2005:07 som fortfarande speglar nämndens uppfattning i frågan om marknadsmässig rabatt vid riktad emission till emissionsgaranter.
- 2) Att nämnden ger besked om huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att emissionsgaranter som ersättning för sitt garantiåtagande (istället för kontant ersättning) tillåts teckna aktier i en riktad emission till samma villkor (teckningskurs och rabatt) som i den aktuella företrädesemissionen.
- 3) Att nämnden uttalar sig om hur marknadsmässighet ska säkerställas och hur teckningskursen i en riktad emission till emissionsgaranter ska beräknas för att vara dels förutsägbar, dels förenlig god sed på aktiemarknaden.

- 4) Att nämnden ger sin syn på om den differentierade modellen, dvs. att emissionsgaranten får välja mellan att få exempelvis 10 procent av garanterat belopp utbetalt kontant eller 12 procent av garanterat belopp utbetalt i aktier, är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

## ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden har från synpunkten av god sed på aktiemarknaden inte några invändningar mot förfarandet med emissionsgarantier eller det förhållandet att ett bolag betalar en marknadsmässig ersättning för garanternas risktagande. Det möter inte heller några hinder att sådan ersättning utgår till garanten som redan är aktieägare i bolaget för åtaganden som går utöver deras innehav.

I de allra flesta fall betalas garantiersättning kontant men det förekommer att ersättning utgår i form av en möjlighet för garanten att teckna aktier i en riktad emission i anslutning till företrädesemissionen. Nämnden har från sina utgångspunkter inte några principiella invändningar mot att garantiersättning betalas i sådan eller annan icke pekuniär form.

Oberoende av i vilken form som ersättning utgår är det som avgör ersättningens förenlighet med god sed på aktiemarknaden, och ytterst aktiebolagslagen, att ersättningen är marknadsmässig.

Det ankommer på bolagets styrelse att i varje enskild emissionssituation förvissa sig om att ersättningen är marknadsmässig. Det är inte en uppgift för nämnden. Därutöver åvilar det styrelsen att redogöra för de överväganden som gjorts ifråga om ersättningens marknadsmässighet.

Om styrelsens slutsats är att en garantiersättning motsvarande X kronor, men inte mer, utgör marknadsmässig garantiprovision och ersättningen ska utgå i form av aktier, måste villkoren för emissionen av vederlagsaktierna bestämmas på ett sådant sätt att garanten inte erhåller ett högre värde än X kronor som garantiersättning. Detta gäller oavsett om ersättningen utgår i

form av en rabatt på emissionskursen eller hela emissionslikviden, marknadsmässigt bestämd, avräknas mot den likaledes marknadsmässigt bestämda garantiersättningen.

Nämnden utesluter dock inte att det vid bedömningen av vad som är en marknadsmässig ersättningsnivå kan spela roll i vilken form vederlaget ska utgå, t.ex. på så sätt att en emissionsgaranti mot vederlag i form av aktier kan betinga ett annat pris för bolaget än om ersättningen betalas kontant. Även detta är en bedömning som ankommer på styrelsen att göra.

Det är inte förenligt med god sed på aktiemarknaden att schablonmässigt bestämma att den teckningskurs som ska tillämpas vid en garants teckning av vederlagsaktier ska vara samma som i den företrädesemission som ska garanteras.

Detta uttalande ersätter uttalandet AMN 2005:07.

-----

Detta ärende har med stöd i 21 § Stadgarna för Föreningen för God Sed På Värdepappersmarknaden behandlats av nämnden i förstärkt sammansättning. I behandlingen har deltagit ledamöterna Marianne Lundius (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Ramsay Brufer, Peter Bäärnhelm, Ossian Ekdahl, Dick Lundqvist, Wilhem Lüning, Jens Nystrand, Robert Ohlsson, Carl-Johan Pousette, Hans Schedin och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

/Rolf Skog