

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:52

2019-12-11

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 4 december 2019 en framställning från Advokatfirman Westermark Anjou på uppdrag av Brighter AB. Framställningen rör god sed vid en emission.

FRAMSTÄLLNING

1. Bakgrund
 - 1.1 Brighter AB är ett bolag som är noterat på Nasdaq First North Growth Market. Brighter är ett så kallat ”SME-bolag” (*small and medium enterprise*).
 - 1.2 Företrädesemissioner utformas traditionellt med en relativt stor rabatt på teckningskursen i förhållande till aktiekursen, ingående av emissionsgarantiavtal, med möjlighet till teckning av nya aktier utan företrädesrätt och med en notering av teckningsrätterna (”Traditionella Företrädesemissioner”).
 - 1.3 Många SME-bolag upplever ett problem på dagens aktiemarknad när man ska ta in kapital genom Traditionella Företrädesemissioner. I korthet innebär problemet att bolagets aktiekurs urholkas samt att bolaget drabbas av väldigt höga emissionskostnader i förhållande till sitt börsvärde.
 - 1.4 Aktiebolagslagen erbjuder emellertid flera olika sätt att konstruera en företrädesemission på. Nasdaq First North Growth Markets regelverk innehåller inte några bestämmelser som tar sikte på hur en företrädesemission ska utformas. Såvitt känt

har inte heller Aktiemarknadsnämnden gjort några uttalanden som tar sikte på utformningen av företrädesemissioner.

1.5 Brighters styrelse har, med stöd av emissionsbemyndigande, den 18 november 2019 fattat beslut om en företrädesemission som inte utformats som en Traditionell Företrädesemission. Brighter önskar genom denna framställan inhämta nämndens syn på om en företrädesemission som har utformats som den aktuella företrädesemissionen i Brighter, är i strid med god sed på aktiemarknaden.

1.6 Vi är medvetna om att denna framställan delvis kan framstå som argumentatorisk, men för att bolagets styrelse dels ska kunna redogöra för hur styrelsen har resonerat vid utformningen av den aktuella företrädesemissionen, dels ska kunna redogöra för på vilket underlag som styrelsen har bedömt att företrädesemissionen är det bästa för Brighter och dess aktieägare, krävs en genomgång av vilka effekter Traditionella Företrädesemissioner i SME-bolag har på framför allt teckningskursen efter offentliggörandet av emissionen. Vi behöver även diskutera bolagets kostnader i samband med en sådan emission. Uppgifterna om effekterna på teckningskursen i SME-bolag är hämtade från en undersökning som har genomförts av SME Sweden, Bilaga 1 (*utesluten här*). Framställan bygger också på vissa antaganden om kursutvecklingen i bolagets aktie efter offentliggörandet av en alternativ utformning av en företrädesemission. Dessa antaganden baseras på den faktiska kursutvecklingen i Brighters aktie efter den beslutade företrädesemissionen.

2. Problemet med traditionella företrädesemissioner för SME-bolag på dagens aktie- marknad

Utformningen av Traditionella Företrädesemissioner

- 2.1 Cirka två tredjedelar av samtliga noterade bolag i Sverige är SME-bolag, som sammanlagt räknas till cirka 600 i antalet. Dessa bolag står dock för endast 1-2 procent av börsvärdet och handelsvolymen.
- 2.2 En stor andel av dessa bolag - cirka 60 procent - har ännu inte uppnått lönsamhet, och av dessa bolag har mer än hälften inte ordnat sin finansiering för de kommande 12 månaderna.
- 2.3 För de SME-bolag som inte kan erhålla lånebaserad finansiering på acceptabla villkor är förstahandsalternativet att genomföra en företrädesemission. I en Traditionell Företrädesemission erbjuds även externa personer (exempelvis garanter) möjlighet att teckna nya aktier i emissionen utan företrädesrätt.
- 2.4 En företrädesemission innebär också att aktieägarna tilldelas teckningsrätter per en viss avstämningsdag.
- 2.5 För att möjliggöra genomförandet av en Traditionell Företrädesemission, dvs. för att attrahera tillräckligt med kapital, ges i genomsnitt en rabatt på teckningskursen uppgående till cirka 40 procent av aktiekursen vid offentliggörandet av emissionen, se Bilaga 1.
- 2.6 För att tillförsäkra att bolaget erhåller önskad emissionslikvid – trots hög rabatt - ingår bolaget ofta emissionsgarantiavtal med externa garanter med höga emissionskostnader som följd. Garanterna förmedlas vanligen via banker, Fondkommissionsbolag, Corporate Finance-företag eller liknande. Vid en översiktlig kontroll kan konstateras att cirka 4 av 5 bolag ingår emissionsgarantiavtal med garanter i samband med en Traditionell Företrädesemission, se Bilaga 1. Utöver den kostnaden har SME-bolag ofta omfattande kostnader till den finansiella rådgivaren för dennes arbete med att få in teckningar utan företrädesrätt och att sälja in emissionen till existerande aktieägare.

2.7 Vid en Traditionell Företrädesemission noteras i regel teckningsrätterna under större delen av teckningsperioden (teckningsperioden är vanligen 14 dagar eller strax däröver).

Effekterna för de befintliga aktieägarna vid Traditionella Företrädesemissioner

2.8 En Traditionell Företrädesemission i SME-bolag innebär i regel att aktiekursen sjunker med cirka 25 procent, 3-5 dagar efter att bolaget har offentliggjort emissionen, dvs. aktiekursen sjunker snabbt till en kurs relativt nära teckningskursen i emissionen. Efter det initiala kursraset fortsätter, enligt SME Swedens undersökning, aktiekursen generellt sett att söka sig nedåt mot teckningskursen, vilket i många fall leder till att teckningsrätterna i Traditionella Företrädesemissioner har ett marginellt värde när handeln i dessa påbörjas. Aktieägaren kan i dessa fall inte längre utnyttja något värde i teckningsrätten genom att teckna aktier i företrädesemissionen.

2.9 En aktieägare som inte vill eller kan teckna aktier i en Traditionell Företrädesemission kan således ofta konstatera att värdet på aktieägarens aktieinnehav sjunkit och att teckningsrätterna bara har ett begränsat värde, om ens något. Det är inte heller någon poäng för en aktieägare som varken vill eller kan teckna aktier i nyemissionen, att sälja aktier på marknaden för att kunna teckna nya aktier i emissionen eftersom det ofta knappt är någon prisskillnad mellan aktiekurs och teckningskurs.

2.10 Det finns sannolikt flera anledningar till att Traditionella Företrädesemissioner i SME-bolag får den angivna negativa effekten för aktieägarna. En anledning är troligen att samtliga aktörer på aktiemarknaden ges möjlighet att delta i en Traditionell Företrädesemission – genom att förvärva teckningsrätter eller genom teckning utan företrädesrätt. Det som sannolikt är den främsta anledningen till det sedvanliga kursfallet vid Traditionella Företrädesemissioner är noteringen av teckningsrätterna eftersom det innebär att det inte finns något krav på att köpa en aktie på marknaden för att senare kunna sälja den. Med en sådan konstruktion skapas ett enormt inbyggt säljtryck på aktierna i bolaget.

2.11 Eftersom det kan förmodas att teckningskursen i företrädesemissionen i vart fall är lägre än marknadsvärdet på bolagets aktie under normala handelsförhållanden borde – allt annat lika – bolagets aktiekurs i viss mån återhämta sig efter att en

emittent genomfört en företrädesemission. Ett sådant antagande bygger dock på att det finns en tillräckligt stark koppling mellan det bakomliggande bolagets *resultatkraft* och kursen på bolagets aktie. Brighter kan dock konstatera att denna koppling i praktiken inte är tillräckligt stark i de flesta SME-bolag till skillnad från i bolag som har ett börsvärde uppgående till minst 1,5 miljarder kronor. Tvärtom kan Brighter konstatera att resultatkraftens inverkan på aktiekursen i SME-bolag ofta helt frikopplas efter att bolagen har genomfört en företrädesemission och att aktiekursen därefter till väldigt stor del påverkas av handelsvolymen i bolagens aktier.

Effekterna för bolaget vid Traditionella Företrädesemissioner

- 2.12 Bolagets kostnader för emissionsgarantiavtal uppgår ofta till cirka 10 procent av garanterat belopp. Därutöver är bolagets kostnader för övriga ovan nämnda corporate finance-tjänster ofta 8-10 procent av emissionslikviden. Om bolaget dessutom beaktar kostnaderna för eventuellt prospekt och juridisk rådgivning är de inte ovanligt att SME-bolagens kostnader för en Traditionell Företrädesemission av normalstorlek uppgår till cirka 20 procent av emissionslikviden.

3. Reglering avseende notering av teckningsrätter

- 3.1 Som nämnts ovan erhåller aktieägarna i en företrädesemission, i enlighet med ABL, teckningsrätter. Teckningsrätterna bokas ut på aktieägarnas depå eller värdepapperskonto. Aktieägarna kan överlåta teckningsrätterna och då har förvärvaren rätt att teckna aktier i företrädesemissionen med stöd av teckningsrätter. Detta är en rätt aktieägarna har enligt ABL och den gäller oavsett vilken utformning företrädesemissionen har.
- 3.2 ABL innehåller inte några regler beträffande *notering* av teckningsrätter. Det finns således inte något krav enligt ABL att noterade bolag ska notera sina teckningsrätter i samband med en företrädesemission.
- 3.3 Brighter har också varit i kontakt med Euroclear Sweden och Bolagsverket och fått beskedet att det inte finns några hinder i deras perspektiv att utforma en företrädesemission i ett noterat bolag som innebär att teckningsrätterna inte noteras.

- 3.4 När det gäller de olika marknadsplatsernas regelverk har frågan om krav på notering av teckningsrätter fått något olika reglering. I NGM Equitys regelverk, punkten 2.2.7, anges att "Bolaget ska även ansöka om notering av samtliga Relevanta Överlåtbara Värdepapper. Notering kommer att ske om Börsen bedömer att det finns förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med dessa värdepapper." Med sistnämnda avses enligt definitionen t.ex. teckningsrätter. Det tyder på att NGM:s regelverk fordrar en notering av teckningsrätterna vid en företrädesemission. I Nasdaq's huvudlistas regelverk regleras inte frågan. Inte heller Spotlights regelverk har någon reglering kring detta.
- 3.5 I Nasdaq First North Growth Market - Rulebook, punkten 2.4 stadgas följande.
- "(a) An Issuer whose financial instruments are admitted to trading on Nasdaq First North Growth Market may also apply for trading in subscription and option rights issued by the Issuer.
- (b) In order for subscription and option rights to be eligible for admission to trading, conditions for sufficient supply and demand must exist. In general, subscription and option rights must fulfil the same listing requirements as shares..."
- 3.6 Det finns således inte något krav enligt ovan regelverk att notera teckningsrätterna. Det står också att även om bolaget vill notera sina teckningsrätter så kan det endast ske om det finns förutsättning för handel i dessa.
- 3.7 Eftersom Brighters aktier är noterade på Nasdaq First North Growth Market uppställer inte befintligt regelverk något krav på att teckningsrätterna ska noteras vid en företrädesemission.

4. Förmånsemissionen och om varför den förbättrar förutsättningarna för SME-bolag

- 4.1 Utformningen av en Traditionell Företrädesemission har beskrivits ovan. Det finns som sagt andra sätt att utforma en företrädesemission.

Alternativ utformning av en företrädesemission

- 4.2 En annan möjlig utformning är att endast tillåta teckning med stöd av teckningsrätt, dvs. att emissionen enbart riktar sig till bolagets aktieägare per ett visst datum (av-

stämningsdagen). Samtliga aktieägare per avstämningsdagen kommer att på sedvanligt sätt tilldelas teckningsrätter på sin depå eller värdepapperskonto. Det är givetvis fullt möjligt för aktieägarna att överlåta sina teckningsrätter och då får förvärvaren möjlighet att teckna nya aktier med stöd av teckningsrätt. Vidare lämnas en rabatt som kan komma att överstiga den som normalt förekommer i företrädesemissioner, och teckningsrätterna noteras inte.

- 4.3 En emission som utformats på det sättet kallar vi för en förmånsemission ("Förmånsemission").

Effekterna för de befintliga aktieägarna vid en Förmånsemission

- 4.4 Externa personer som önskar delta i en Förmånsemission måste – som utgångspunkt - köpa aktier i bolaget på marknaden innan avstämningsdagen, vilket skapar ett köptryck på aktien. Den bedömda effekten av det är att en Förmånsemission inte leder till samma sedvanliga kursras vid offentliggörandet av Förmånsemissionen som Traditionella Företrädesemissioner, vilket styrelsen bedömer är till gagn för bolagets aktieägare.
- 4.5 En aktieägare som inte vill eller kan teckna nya aktier i Förmånsemissionen drabbas inte av samma värdeminskning på sitt aktieinnehav som i Traditionella Företrädesemissioner. Då det inte sker något kraftigt kursras vid offentliggörandet av en Förmånsemission har aktieägarens teckningsrätter ett betydande värde. Aktieägaren har också möjligheten att sälja teckningsrätterna (även om de inte är noterade) och på så sätt tillgodogöra sig värdet på dessa. En aktieägare som varken vill eller kan teckna aktier i en Förmånsemission har också möjlighet att sälja ett antal aktier över marknaden och använda försäljningslikviden till att teckna fler nya aktier i Förmånsemissionen än vad aktieägaren sålde.
- 4.6 En viktig beståndsdel av Förmånsemissionen är att teckningsrätterna inte noteras. Utan den beståndsdel är styrelsens bedömning att de positiva effekterna med Förmånsemissionen inte skulle uppstå, dvs. framför allt effekten att ett kursras motverkas i samband med offentliggörandet av emissionen. En sådan utformning innebär visserligen att en försäljning av teckningsrätter försvåras för de aktieägare som inte vill eller kan utnyttja teckningsrätterna. Det är dock viktigt att understryka att det även i en Förmånsemission är fullt möjligt för aktieägare som så önskar att sälja

sina teckningsrätter, även om det inte är lika smidigt som när teckningsrätterna är noterade. Styrelsens bedömning är därför att fördelarna för aktieägarna med en Förmånsemission överväger den omständigheten att försäljningen av teckningsrätter försvåras. I det sammanhanget är det också viktigt att påpeka att det vid offentliggörandet av en Förmånsemission inte sker samma kursras mot teckningskursen som vid Traditionella Företrädesemissioner. Den omständigheten, tillsammans med att rabatten vid Förmånsemissioner är stor, innebär att det efter offentliggörandet av Förmånsemissionen föreligger ett väldigt stort spann mellan aktiekursen och teckningskursen i sådana emissioner. Det möjliggör för aktieägarna att kompensera den ovan nämnda försämringen av likviditeten i teckningsrätterna genom att sälja aktier före avstämningsdagen och i stället utnyttja sina teckningsrätter, och för försäljningslikviden teckna betydligt fler aktier än de som såldes. Aktieägaren kommer då att ha betydligt fler aktier efter emissionen än före emissionen. Den möjligheten finns inte på samma sätt i Traditionella Företrädesemissioner eftersom rabatten i sådana emissioner inte är lika stor och då det i samband med offentliggörandet av Traditionella Företrädesemissioner dessutom sker ett kursras ned mot teckningskursen.

- 4.7 Om kursutvecklingen skulle bli densamma oavsett om Förmånsemission utformas med eller utan en notering av teckningsrätterna skulle det i och för sig vara bättre för aktieägarna med en notering av teckningsrätterna. Styrelsen i bolaget har emellertid bedömt att ett sådant antagande – dvs. att kursutvecklingen skulle bli densamma oavsett om det sker en notering av teckningsrätterna eller ej - är teoretisk och orealistisk. Styrelsen är istället av uppfattningen att en notering av teckningsrätterna sannolikt skulle medföra att kursutvecklingen kort tid efter offentliggörandet av Förmånsemissionen skulle påminna om den kursutveckling som normalt sker i Traditionella Företrädesemissioner, vilket styrelsen har bedömt skulle vara sämre för aktieägarna.
- 4.8 Sammantaget har styrelsen gjort bedömningen att en Förmånsemission är bättre för aktieägarna än en Traditionell Företrädesemission.

Effekter för bolaget vid Förmånsemissioner

4.9 Om företrädesemissionen utformas som en Förmånsemission har inte bolaget samma behov av att ingå emissionsgarantiavtal som vid en Traditionell Företrädesemission. Eftersom det inte erbjuds möjlighet till teckning utan företrädesrätt försvinner även en stor del av bolagets övriga kostnader till corporate finance-företagen. Det som återstår är kostnader för emissionsinstitut, kostnader för juridisk rådgivning och, i förevarande fall, kostnader för upprättandet av prospekt. Bolagets emissionskostnader blir på det viset betydligt lägre vid Förmånsemissioner än vid Traditionella Företrädesemissioner.

4.10 Skillnaden mellan en Traditionell Företrädesemission som leder till de sedvanliga effekterna och en Förmånsemission kan åskådliggöras på följande sätt:

Traditionell Företrädesemission

4.11 Ett bolag har 1 miljon utestående aktier som handlas till en aktiekurs om 10 kronor. Bolaget genomför en Traditionell Företrädesemission där 333 333 aktier emitteras till en teckningskurs om 6 kronor per aktie (cirka 2 miljoner kronor i emissionslikvid). Rätten att teckna en nyemitterad aktie tillkommer befintliga aktieägare, men även externa bereds möjlighet att teckna aktier utan företrädesrätt i emissionen. Teckningsrätterna noteras och kan handlas under större delen av teckningstiden. Bolaget ingår sedvanliga emissionsgarantiavtal mot marknadsmässig ersättning.

4.12 Efter att bolaget har offentliggjort den Traditionella Företrädesemissionen kommer aktiekursen erfarenhetsmässigt att sjunka mot teckningskursen 6 kronor. En aktieägare som äger 1 000 aktier till ett värde om 10 000 kronor när företrädesemissionen offentliggörs kommer enligt historiken, kort tid efter offentliggörandet, ha ett innehav som har minskat i värde i betydande omfattning, och som sedan kommer fortsätta att minska till ett värde som ligger nära 6 000 kronor. När handeln med teckningsrätter startar kommer de också ha ett begränsat värde.

Förmånsemission

- 4.13 Ett bolag har 1 miljon utestående aktier som handlas till en aktiekurs om 10 kronor. Bolaget genomför en Förmånsemission där 1 miljon nya aktier emitteras till en teckningskurs om 2 kronor per aktie. Rätten att teckna en nyemitterad aktie tillkommer den som äger en aktie i bolaget vid ett datum (avstämningsdagen) som infaller några veckor efter att bolaget offentliggjort beslutet om Förmånsemissionen. Teckningsperioden i emissionen kommer att vara samma längd som i en Traditionell Företrädesemission, dvs. minst två veckor lång.
- 4.14 Den som önskar teckna sig i Förmånsemissionen men som inte är aktieägare i bolaget kan fram till avstämningsdagen förvärva aktier i bolaget, vilket förväntas ha en kursdrivande effekt. Samtidigt kan det förutsättas att vissa aktieägare kommer att avyttra aktier i samband med emissionen; antingen för att finansiera teckningen i Förmånsemissionen eller för att aktieägaren inte vill investera ytterligare i bolaget, vilket kommer ha en negativ effekt på aktiekursen. Sammantaget bedömer Brighter att den kursdrivande effekten och den negativa effekten på aktiekursen i viss mån kommer att ta ut varandra och att bolag som genomför en Förmånsemission efter emissionen kommer ha en aktiekurs som i större utsträckning motsvarar bolagets verkliga värde.
- 4.15 En aktieägare som äger 1 000 aktier till ett värde om 10 000 kronor när Förmånsemissionen offentliggörs kommer, kort tid efter offentliggörandet, ha ett innehav som endast marginellt har minskat i värde trots den låga teckningskursen i emissionen. Det innebär att aktieägarens teckningsrätter har ett högt värde. Det kan aktieägaren utnyttja antingen genom att teckna aktier i Förmånsemissionen eller genom att sälja teckningsrätterna.

Slutsats

- 4.16 Mot bakgrund av ovanstående har styrelsen i Brighter gjort bedömningen att det bästa för bolaget och dess aktieägare är att fatta beslut om en Förmånsemission.

5. Den aktuella emissionen

Utformningen

- 5.1 Med ovan angivna slutsats fattade styrelsen för Brighter på styrelsesammanträde den 18 november 2018 - med stöd av det emissionsbemyndigande som beslutades om vid årsstämma den 9 maj 2019 – beslut om nyemission av aktier ("Emissionen") enligt i huvudsak följande.
- 5.2 Bolagets aktiekapital ska ökas med högst 4 805 560,20 kronor genom nyemission av högst 96 111 204 aktier, envar aktie med ett kvotvärde om 0,05 kronor. För varje aktie som innehas i bolaget på avstämningsdagen har innehavaren rätt att teckna 1 ny aktie i bolaget, pro rata i förhållande till aktieinnehav i bolaget. Teckningskursen för de nya aktierna ska vara 2 kronor per ny aktie. Avstämningsdagen för fastställande av vilka aktieägare som är teckningsberättigade att teckna nya aktier är den 12 december 2019. Teckning av aktier ska ske under perioden från och med den 13 december 2019 till och med den 3 januari 2020. Teckning av aktier utifrån tidigare innehav ska ske genom samtidig betalning. Styrelsen ska ha rätt att besluta om förlängning av tecknings- och betalningstiden. Betalning för tecknade aktier ska erläggas kontant. Teckning utan stöd av teckningsrätter är inte tillåten. De nya aktierna skall medföra rätt till vinstutdelning första gången på närmast följande bolagsstämma efter det att de nya aktierna har förts in i den av Euroclear Sweden AB förda aktieboken.
- 5.3 Avstämningsdagen för fastställande av vilka aktieägare som är teckningsberättigade att teckna nya aktier är, som framgår ovan, den 12 december 2019, vilket i sin tur innebär att sista dag för handel i Brighters aktie inklusive rätt att delta i Emissionen är den 10 december 2019. Det prospekt som bolaget tar fram med anledning av Emissionen beräknas godkännas av Finansinspektionen och offentliggöras denna vecka (vecka 49 2019), dvs inom de närmaste dagarna.
- 5.4 I anslutning till att emissionsbeslutet fattades offentliggjordes ett pressmeddelande där villkoren i emissionen framgick samt att det inte skulle ske någon notering av teckningsrätterna, Bilaga 2 (*utesluten här*).

Effekten vid den aktuella Emissionen

- 5.5 Emissionen har inneburit en rad fördelar för Brighter och dess aktieägare i jämförelse med en Traditionell Företrädesemission. Brighter har exempelvis inte bedömt det vara nödvändigt att ingå några emissionsgarantiavtal, vilket minskat kostnaderna för bolaget.
- 5.6 Aktiekursen i Brighter har hittills endast påverkats marginellt efter att pressmeddelandet om Emissionen offentliggjordes, trots att teckningskursen bestämdes till 2 kronor, vilket är en stor rabatt i förhållande till aktiekursen vid tidpunkten för offentliggörandet av Emissionen (säljkursen är vid denna hemställans upprättande 8,73 kronor vilket ska jämföras med 10,02 kronor precis före offentliggörandet av Emissionen (dvs. före handelns öppnande den 18 november 2019). Det ska i sin tur jämföras med en Traditionell Företrädesemission då kursen förmodligen hade letat sig ned till förmodad teckningskurs om cirka 6 kronor (se ovan under punkten 4). Värdet på aktieägarnas aktieinnehav i Brighter har således inte minskat nämnvärt efter offentliggörandet av Emissionen. En befintlig aktieägare i Brighter kan således sälja en mindre del av sina aktier för att finansiera aktieteckning av betydligt fler aktier i Emissionen. Om en aktieägare säljer 3 aktier idag har samma aktieägare finansierat teckning av 13 nya aktier i Emissionen.
- 5.7 Mycket tyder således på att aktiekursen kommer att vara högre än 2 kronor när teckningsrätterna bokas ut på aktieägarnas depåer/värdepapperskonto. Det innebär i sådana fall att värdet på aktieägarnas teckningsrätter kommer att vara högt. Det är i det fallet till fördel för aktieägarna eftersom de kan utnyttja värdet genom att antingen utnyttja teckningsrätterna till att teckna aktier i Emissionen eller till att sälja dem för marknadsvärdet. I en Traditionell Företrädesemission har det historiskt sett ofta varit svårt för aktieägarna att få en ekonomisk kompensation genom att utnyttja teckningsrätterna till teckning av nya aktier i företrädesemissionen eller genom försäljning av teckningsrätterna, eftersom värdet på teckningsrätterna i regel är väldigt lågt när handeln med teckningsrätter påbörjas (detta eftersom aktiekursen då ligger nära teckningskursen i emissionen).

5.8 Brighter har ett väldigt engagerat och delaktigt aktieägarkollektiv. Dessa har på eget initiativ upprättat olika diskussionsgrupper, bland annat på Facebook där aktieägargruppen ("Brighter – Aktieägare") har cirka 3200 medlemmar. Inom gruppen diskuteras bolaget, marknaden och bolagets nyheter aktivt. Emissionen tas upp som ämne i ett flertal trådar – däribland en specifik tråd som har närmare 350 inlägg. En övergripande analys av aktieägarnas diskussioner i gruppen och övriga kanaler (såsom Twitter, Discord & Placeras aktieforum) tyder på att bolagets aktieägare i stort ställer sig positiva till upplägget i Emissionen. Det gäller även den generella responsen från bolagets aktieägare i till exempel bolagets egna sociala medie-kanaler kring Emissionen där reaktionerna i form av kommentarer är positiva och stötande och där tacksamhet uttrycks. Sedan Brighter offentliggjorde erbjudandet har också hundratals nya aktieägare i bolaget tillkommit för att få möjligheten att delta.

Det är inte möjligt att blanda inslag av en Traditionell Företrädesemission i en Förmånsemmission

5.9 Teckningskursen i Emissionen är som bekant väsentligt lägre än vad den hade varit om Brighter hade genomfört en Traditionell Företrädesemission, i kombination med att teckning utan stöd av teckningsrätter inte är möjlig och att teckningsrätterna inte kommer noteras, och det är på de premisserna bolagets aktie handlas. Om bolaget däremot hade valt en traditionell struktur på företrädesemissionen hade teckningsrätterna noterats, möjlighet till teckning utan stöd av teckningsrätter hade funnits och teckningskursen hade varit högre. Det är således inte ett genomförbart alternativ att både ha en så låg teckningskurs som i Emissionen och samtidigt notera teckningsrätterna. Styrelsens bedömning är att det då finns en uppenbar risk för att aktiekursen skulle sjunka på ett sätt liknande det som sker vid Traditionella Företrädesemissioner.

5.10 Nasdaq har vänt sig till bolaget, muntligen vid första kontakten och sedan skriftligt, och begärt att bolaget tar en formell underhandskontakt med Aktiemarknadsnämnden. Dessa kontakter utmynnade i att bolaget nu inger den aktuella hemställan till Aktiemarknadsnämnden.

Hemställan

Mot bakgrund av ovanstående beskrivning hemställer Brighter att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om Emissionen (på ovan nämnda villkor) är i strid med god sed på aktiemarknaden.

Till komplettering av framställningen inkom Brighter denna dag, den 11 december 2019, med följande skrivelse.

Med anledning av en nyligen gjord undersökning av värdet på teckningsrätter vid traditionella företrädesemissioner utförd av SME Sweden inkommer Brighter AB (publ) härmed med följande komplettering till framställan.

Värde på teckningsrätter i en traditionell företrädesemission i sme-bolag m.m.

Utredning om teckningsrätternas värde vid Traditionella företrädesemissioner i SME-bolag

I framställan angav Brighter att en Traditionell Företrädesemission i SME-bolag i regel innebär att aktiekursen sjunker med cirka 25 procent, 3-5 dagar efter att bolaget har offentliggjort emissionen, dvs. aktiekursen sjunker snabbt till en kurs relativt nära teckningskursen i emissionen. Efter det initiala kursraset fortsätter, enligt SME Swedens undersökning, aktiekursen generellt sett att söka sig nedåt mot teckningskursen, vilket i många fall leder till att teckningsrätterna i Traditionella Företrädesemissioner har ett marginellt värde när handeln i dessa påbörjas. Aktieägaren kan i dessa fall inte längre utnyttja något värde i teckningsrätten genom att teckna aktier i företrädesemissionen (se punkten 2.8 i framställan).

Efter att Brighter ingav sin framställan har SME Sweden granskat de nu pågående företrädesemissionerna i SME-bolag i Sverige (15 bolag) i syfte att utreda hur stort värde teckningsrätterna har vid tidpunkten för första dagen för handel med dessa. Slutsatserna från granskningen redovisas i bilaga (*utesluten här*).

Sammanfattningsvis kan konstateras att värdet på teckningsrätterna vid den första handelsdagen med teckningsrätterna har sjunkit med cirka 90 procent i förhållande till rätternas teoretiska värde vid tidpunkten för offentliggörandet av emissionen. Därefter sjunker värdet ofta ytterligare under den tid handeln med teckningsrätter pågår. Undersökningen stöder således

Brighters uppgifter i bolagets hemställan. Teckningsrätterna har således i allmänhet ett begränsat värde för aktieägarna vid Traditionella Företrädesemissioner.

Brighters poäng med uppgiften är således att understryka att fördelarna för bolagets aktieägare med en Förmånsemission är så stora att de klart överväger den begränsade fördel det är för aktieägarna att Bolaget väljer att notera teckningsrätterna. En notering av teckningsrätterna innebär med automatik att företrädesemissionen blir en Traditionell Företrädesemission med alla nackdelar det för med sig för aktieägarna (som redovisas i framställan).

De faktiska effekterna av den aktuella Emissionen

Sista dag för handel med aktier inklusive teckningsrätter var den 10 december 2019. Det kan konstateras att aktiekursen då stängde på 10 kronor. Trots att teckningskursen i Emissionen är 2 kronor har således aktiekursen inte gått ned någonting med anledning av Emissionen. Bolagets aktieägare har således under lång tid haft valmöjligheten att antingen vara med i Emissionen på fördelaktiga villkor eller att sälja sina aktier utan att de har förlorat i värde med anledning av offentliggörandet av Emissionen. Aktieägare har också haft möjlighet att sälja en liten del av sitt innehav och teckna betydligt fler aktier i Emissionen. Som angavs i hemställan sjunker aktiekursen dramatiskt i omedelbar anslutning till offentliggörandet av emissionen vid Traditionella Företrädesemissioner varför aktieägarna då väldigt sällan har nämnda valmöjligheter.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden.

Grundläggande bestämmelser om nyemissioner av aktier finns i aktiebolagslagen (2005:551, ABL). Vid en nyemission där de nya aktierna ska betalas med pengar är aktiebolagslagens utgångspunkt att aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna (13 kap. 1 § första stycket ABL). Företrädesrätten, som är ett utflöde av den grundläggande aktiebolagsrättsliga s.k. likhetsprincipen (se framför allt 4 kap. 1 § ABL), innebär att varje aktieägare har rätt att teckna och tilldelas nyemitterade aktier i förhållande till det antal aktier denne innehar sedan tidigare.

I syfte att skydda aktieägare som inte själva kan delta i en företrädesemission mot den ekonomiska utspädning som kan bli följden av en emission till lägre kurs än aktiernas marknadsvärde, kan aktieägare överlåta sin teckningsrätt till någon annan. Förvärvaren har då rätt att teckna och tilldelas aktier i samma utsträckning som den överlåtande aktieägaren skulle ha haft. Teckningsrätt ska i avstämningsbolag antecknas i avstämningsregistret (11 kap. 8 § ABL).

Aktiebolagslagen innehåller inte några bestämmelser av innebörd att teckningsrätter ska göras till föremål för organiserad handel. Inte heller de av Nasdaq uppställda reglerna för bolag som handlas på Nasdaq First North Growth Market kräver att teckningsrätter noteras. Emellertid förekommer det inte i praktiken att bolag på Nasdaq First North Growth Market (eller bolag på Nasdaq Stockholms reglerade marknad) vid företrädesemissioner låter bli att notera teckningsrätterna eller på annat sätt gör dem till föremål för organiserad handel. I aktieägarnas intresse organiseras handel i teckningsrätterna och på aktiemarknaden finns enligt nämndens mening en befogad förväntan om att så ska ske, oberoende av om det finns ett krav i regelverket därom eller inte.

Redan mot denna bakgrund kan den i framställningen skisserade emissionsmodellen, där samtliga aktieägare på en viss avstämningsdag ska tilldelas teckningsrätter men där dessa rätter inte ska göras till föremål för organiserad handel, enligt nämndens mening ifrågasättas.

Nämnden har vid ett par tidigare tillfällen behandlat frågor som har viss beröring med den nu aktuella frågeställningen, se AMN 2011:21 och 2016:26. I vart fall det senare av dessa uttalanden bygger på den, låt vara outtalade, förutsättningen att rätterna, i linje med vad som är praxis, noteras eller bli föremål för organiserad handel.

Nämnden har i och för sig förståelse för att det i noterade SME-bolag kan vara tidskrävande och relativt kostsamt att genomföra företrädesemissioner. De argument och det resonemang som förs i framställningen om effekterna av företrädesemissioner respektive s.k. förmåns-emissioner är emellertid enligt nämndens mening inte av sådan styrka att det kan motivera ett generellt avsteg från praxis att tillse att en organiserad handel kan ske i teckningsrätter. Inte heller är omständigheterna i det förevarande fallet sådana att ett avsteg från praxis i detta fall skulle kunna anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden. Emissionen synes i själva verket, genom att en så låg teckningskurs bestäms att teckningsrätterna får ett betydande

värde, i kombination med att aktieägare med små innehav får svårt att omsätta teckningsrätter då de inte görs till föremål för organiserad handel, vara ägnad att tvinga aktieägarna att själva utnyttja sina teckningsrätter för att de inte ska förlora värde på sina investeringar i Brighter.

Nämnden finner också benämningen ”förmånsemission” något missvisande då villkoren i den aktuella emissionen de facto begränsar aktieägarnas möjlighet att tillgodogöra sig värdet av teckningsrätterna på annat sätt än genom eget utnyttjande.

Sammanfattningsvis kräver enligt Aktiemarknadsnämndens mening god sed på aktiemarknaden att teckningsrätter som ges ut i ett bolag på en handelsplattform eller en reglerad marknad noteras eller på annat sätt görs till föremål för organiserad handel, om inte nämnden i det enskilda fallet meddelar annat.

Avslutningsvis noterar nämnden att framställningen – som rör ett från etablerad praxis avvikande förfarande på den svenska aktiemarknaden – inkom till nämnden först efter det att emissionsbeslutet hade fattats och offentliggjorts. Enligt nämndens mening bör osäkerhet om vad som utgör god sed på aktiemarknaden undanröjas genom en framställning till nämnden, om möjligt i så god tid att marknaden inte riskerar att få en felaktig uppfattning om planerade åtgärder. Framställningen borde därför i detta fall ha givits in tidigare.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Marianne Lundius (ordförande), Ramsay Brufer, Karin Forseke, Richard Josephson, Wilhelm Lüning, Carl-Johan Pousette, Erik Sjöman och Klas Tollstadius.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

/Rolf Skog

