

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2021:41

2021-08-31

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 8 augusti 2021 en framställning från Advokatfirman Lindahl på uppdrag av SME Sweden. Framställningen rör god sed vid riktade emissioner.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres i huvudsak följande.

1. Bakgrund

- 1.1 SME Sweden är en intresseorganisation som samlar noterade bolag i Sverige med ett marknadsvärde som understiger 1,2 miljarder kronor.
- 1.2 En fråga av stor betydelse för SME Swedens medlemmar är möjligheten för bolagen att finansiera sin verksamhet genom att tillföra bolaget externt kapital genom nyemission av aktier. Enligt data från Thomson Reuter från april 2021 har drygt 60 procent av de så kallade SME-bolagen ännu inte nått lönsamhet i sin verksamhet. Av dessa har cirka 50 procent inte rörelsekapital för fortsatt drift i 12 månader. Med andra ord har drygt 1/3 av de mindre bolagen ett finansieringsbehov de kommande 12 månaderna. Därutöver noteras att 1/5 av alla listade SME-bolag har negativt rörelsekapital. Slutligen kan nämnas att 1/7 av de mindre noterade bolagen varken har rörelsekapital eller lönsamhet varför bolagen saknar förutsättningar för fortsatt drift under minst 3 månader.

- 1.3 Förutsättningarna för SME-bolagen att finansiera sin verksamhet på den svenska aktiemarknaden via nyemission av aktier är goda i ett europeiskt perspektiv. I huvudsak finns två alternativ för SME bolag att genomföra en nyemission av aktier på. Det första alternativet är en företrädesemission av aktier. Att genomföra en företrädesemission är dock ofta förknippat med stora kostnader för bolaget. Kostnaderna består huvudsakligen av ersättning till finansiella rådgivare, emissionsgaranter och advokatbyråer. Det är inte ovanligt att de totala kostnaderna för en företrädesemission uppgår till cirka 20 procent av emissionslikviden. Dessutom är det vid en företrädesemission ofta nödvändigt att erbjuda tecknarna (framför allt de aktieägare som undertecknar teckningsåtaganden samt emissionsgaranterna) en stor rabatt på teckningskursen i förhållande till aktiekursen. Det leder i sin tur till att många ägare känner sig indirekt tvingade att delta i emissionen (eftersom teckningsrätter i företrädesemissioner i SME-bolag ofta har ett lågt värde).
- 1.4 Det andra alternativet är en riktad nyemission av aktier. Sådana emissioner är billigare och snabbare att genomföra och kräver vanligen inte lika stor rabatt som företadesemissioner. Men även vid riktade nyemissioner har många av SME Swedens medlemmar svårt att finna investerare som har en långsiktig övertygelse att bolagets aktiekurs kommer att utvecklas fördelaktigt. Således måste dessa bolag ofta vända sig till externa investerare som har en outtalad eller uttalad avsikt att inom en överskådlig framtid avyttra tecknade och tilldelade aktier på marknaden. På grund av bristande likviditet i bolagets aktier och osäkerhet om bolagets utveckling på lång sikt är det inte ovanligt att sådana kortsiktiga investerare endast är villiga att teckna aktier till en kurs som innebär en mycket väsentlig rabatt, avsedd att i det närmaste garantera att aktierna kan avyttras på marknaden till en vinst för tecknaren. Det är inte ovanligt att rabatten i sådana riktade emissioner uppgår till 10–15 procent i förhållande till aktiekursen. Särskilt i tider med stark kursutveckling på aktiemarknaden kan en sådan rabatt i efterhand visa sig ha varit synnerligen förmånlig för den externa investeraren.
- 1.5 Den stora nackdelen med riktade emissioner är för många SME-bolag att det ofta är svårt för dem, att hitta några investerare som är beredda att investera det belopp som krävs.

- 1.6 SME Sweden har efter samråd med föreningens medlemmar uppmärksammats på en emissionsstruktur som övervägs att genomföras av en av föreningens medlemmar, om den bedöms förenlig med god sed på aktiemarknaden och i rätt situationer bedöms kunna vara fördelaktig för föreningens medlemmar.
- 1.7 Eftersom denna transaktionsstruktur, såvitt SME Sweden känner till, inte tidigare tillämpats på den svenska aktiemarknaden och aktualiserar frågor i förhållande till god sed på aktiemarknaden har SME Sweden åtagit sig att på föreningens medlemmars vägnar inkomma med följande hemställan till Aktiemarknadsnämnden om uttalande avseende dess överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden.

2. *Emissionsavtal vid riktade emissioner*

- 2.1 En av SME Swedens medlemmar ("*Bolaget*") överväger att ingå ett avtal ("*Transaktionsstrukturen*") med en extern investerare ("*Investeraren*") som innebär följande:
- (a) Investeraren åtar sig att teckna aktier i en riktad emission till en teckningskurs som motsvarar ett volymvägt genomsnittspris under en lämplig mätperiod ("*Teckningslikviden*"). Den riktade nyemissionen genomförs således utan någon rabatt i förhållande till Bolagets aktiekurs under mätperioden.
 - (b) Bolaget och Investeraren träffar, i samband med beslutet om nyemissionen, en överenskommelse av innebörd att Investeraren under en viss angiven period, normalt inte överstigande tre månader, har rätt att sälja tecknade aktier på marknaden under former avseende takt och volym som bedöms vara lämpliga. Det pris som den externa investeraren erhåller vid en sådan försäljning benämns i det följande "*Försäljningspriset*".
 - (c) Om Försäljningspriset för sålda aktier är lägre än emissionslikvidens motsvarande andel innebär överenskommelsen att bolaget ska ersätta Investeraren med ett belopp motsvarande differensen mellan Teckningslikviden och Försäljningspriset med ett tillägg av administrativ karaktär ("*Ersättningsbeloppet*"). Ersättningsbeloppet kan även kvittas mot aktier om bolaget finner det mest fördelaktigt. Skulle tecknaren i stället välja att behålla alla eller del av tecknade aktier så faller överenskommelsen efter avtalad period och inget Ersättningsbelopp utgår.

- 2.2 Beslutet om nyemissionen och innehållet i avtalskonstruktionen kommer att offentliggöras i enlighet med marknadsplatsens regelverk och marknadsmissbruksförordningen. En förutsättning för att ett noterat bolag ska välja detta finansieringsalternativ bör naturligtvis vara att förhandlingarna med Investeraren sker på armlängds avstånd och att det aktuella emissionsalternativet bedöms vara mer fördelaktigt för Bolaget och dess aktieägare än en traditionell riktad nyemission med sedvanlig emissionsrabatt och emissionskostnader eller en företrädesemission med ännu större rabatt och ännu större emissionskostnader.
- 2.3 SME Sweden är medveten om att Aktiemarknadsnämnden inte uttalar sig i frågor som rör aktiebolagslagen ("ABL"). Däremot har Aktiemarknadsnämnden uttalat att agerande som är i gränslandet mot att strida mot ABL kan strida mot god sed på aktiemarknaden. Enligt SME Sweden är det emellertid endast ABL:s generalklausuler och god sed på aktiemarknaden som sätter gränserna för vilket utrymme bolaget har att ingå en överenskommelse om Transaktionsstrukturen. Att tillse att ett bolag tillförs erforderligt kapital är en fundamental uppgift för bolagets styrelse och det är inte ovanligt att styrelsen, för att utföra denna uppgift, behöver ingå olika överenskommelser och binda bolaget till förpliktelser. Det har också under årens lopp utvecklats olika former av överenskommelser som ingås i samband med kapitalanskaffningar.
- 2.4 Det finns exempelvis flera varianter på överenskommelser som innebär att bolaget utger en ersättning till en part i samband med bolagets kapitalanskaffning genom nyemission av aktier. Ersättning kan exempelvis utgå till finansiella rådgivare för att rådgivaren anskaffar aktietecknare i nyemission. En annan vanlig överenskommelse är att bolaget utger ersättning till s.k. emissionsgaranter som åtar sig att teckna aktier i nyemissionen, se exempelvis AMN 2005:07 och AMN 2018:47. Emissionsgarantiavtalen är vanligen utformade på så sätt att emissionsgaranten åtar sig att teckna aktier i emissionen mot att bolaget utger en viss ersättning för teckningen. Enligt avtalen kommer tilldelning av aktier till garanten dock ske först om det inte finns andra tecknare att tilldela aktierna till. Emissionsgaranten är således garanterad ersättning för sin teckning, oavsett om garanten tilldelas några aktier överhuvudtaget. Även om garanten skulle tilldelas aktier i emissionen begränsas garantens risk för förlust genom att teckningskursen i en företrädesemission ofta

bestäms till en kurs som är betydligt lägre än den kurs som gäller vid ingåendet av garantin.

- 2.5 En annan, inte helt ovanlig, överenskommelse bland marknadsplatsernas mindre bolag – som åstadkommer samma effekt som Transaktionsstrukturen – är att en riktad nyemission av aktier kombineras med ett avtal som, under vissa villkor, ger investeraren teckningsoptioner, konvertibler eller aktier på mycket fördelaktiga villkor. Dessa konstruktioner kan sammanfattningsvis beskrivas som mer avancerade än Transaktionsstrukturen men syftar till samma sak, dvs. att begränsa investerarens risk vid en kursnedgång under en begränsad period. Från SME Swedens perspektiv har Transaktionsstrukturen i förhållande till dessa finansieringsstrukturer den fördelen att den på ett betydligt enklare sätt korrekt kan kommuniceras till marknaden.
- 2.6 SME Sweden bedömer mot bakgrund av det ovan sagda att den nu aktuella Transaktionsstrukturen endast bör anses vara ytterligare ett exempel på en överenskommelse som noterade bolag bör kunna använda sig av vid en kapitalanskaffning. Vilken form av överenskommelse som bolagen använder sig av bör bero på vad bolagen anser vara bäst för dem och deras aktieägare i det specifika fallet.
- 2.7 I den nu aktuella Transaktionsstrukturen tar tecknaren visserligen ingen risk alls under en viss begränsad period, men samtidigt får tecknaren aldrig någon ersättning utöver ett belopp som motsvarar tecknarens eventuella förlust den aktuella tidsperioden. Ersättningsbeloppet är således villkorat av att aktierna avyttras till en förlust under den aktuella perioden.
- 2.8 Däremot kan det argumenteras för att ovan angivna Transaktionsstruktur i sig innebär en form av rabatt för Investeraren, eftersom den ger Investeraren en trygghet som en sedvanlig emissionsstruktur inte ger. Denna eventuella rabatt ska emellertid vägas mot de kostnadsbesparingar som Bolaget gör med den aktuella Transaktionsstrukturen och att emissionen enligt Transaktionsstrukturen görs till aktuell börskurs och således utan någon emissionsrabatt.

Hemställan

I framställningen hemställs att Aktiemarknadsnämnden besvarar följande frågor.

Är Transaktionsstrukturen förenlig med vad som uttalas om fastställandet av emissionskursen i Kollegiets för svensk bolagsstyrning rekommendation om riktade kontantemissioner?

Anser Aktiemarknadsnämnden av någon annan anledning att Transaktionsstrukturen kan strida mot god sed på aktiemarknaden?

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.

Företrädesrätten för aktieägarna vid kontantemission kan åsidosättas genom en bestämmelse i emissionsbeslutet. En sådan bestämmelse kan innebära att rätten att teckna i stället ska tillkomma en eller flera aktieägare eller utomstående personer. Man talar i dessa fall om en riktad emission.

Beslut om en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt kräver kvalificerad majoritet, två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Beslutet kan också fattas av styrelsen under förutsättning av stämmans godkännande i efterhand eller med stöd av ett bemyndigande från stämman. Motsvarande krav på kvalificerad stämmomajoritet gäller i de fallen.

Emissioner som regleras av 16 kap. ABL kräver särskilt kvalificerad majoritet och kan inte beslutas med stöd av bemyndigande.

Om en emission, beslutad av bolagsstämman eller styrelsen, är ägnad att medföra en otillbörlig fördel för aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare strider emissionsbeslutet mot aktiebolagslagens s.k. generalklausul.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade år 2014 en rekommendation rörande vad som i vissa hänseenden är god sed vid riktade emissioner. Det ankommer på Aktiemarkandsnämnden att uttala sig om tillämpning av rekommendationen.

I rekommendationen konstateras att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ska kontantemissioner i första hand genomföras med företrädesrätt för aktieägarna, men också att det från synpunkten av god sed normalt är godtagbart att en kontantemission genomförs med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, ”under förutsättning att det är aktiebolagsrättsligt tillåtet, dvs. att det på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten”. I rekommendationen ges också exempel på skäl som kan motivera en avvikelse från företrädesrätten.

Aktiemarknadsnämnden, som vid upprepade tillfällen uppmärksammats på viss slentrianmässighet på marknaden vid beslut om emissioner, erinrar om vikten av att bolag vid överväganden om kontantemissioner fullt ut beaktar rekommendationen, till såväl bokstav som syfte. Företrädesemissioner är, som också konstateras i rekommendationen, lagens huvudregel och riktade emissioner är en avvikelse från huvudregeln. Det är därför inte förenligt med rekommendationen att utan erforderlig analys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission besluta om en riktad emission. Enligt nämndens mening kräver god sed, oberoende av om emissionen beslutas av bolagsstämman eller styrelsen, att styrelsen tydligt redovisar för aktieägarna hur den resonerat när den kommit fram till att avvika från huvudregeln att kontanta nyemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna.

Det i framställningen skisserade förfarandet för att genomföra riktade emissioner där bolaget ska ersätta en aktietecknare för eventuell kursförlust vid överlåtelse av aktierna under viss tid efter emissionen, reser enligt nämndens mening så stora betänkligheter från aktiebolagsrätts-

liga utgångspunkter att nämnden av den anledningen, i linje med vad som föreskrivs i nämndens stadgar, inte är beredd att behandla frågor om god sed i sammanhanget.

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), Ramsay Brufer, Peter Bäärnhjelm, Ossian Ekdahl, Wilhelm Lüning, Jens Nystrand, Eva Persson, Carl-Johan Pousette, Erik Sjöman och Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

/Rolf Skog