

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2022:36

2022-10-07

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 6 september 2022 en framställning från Nasdaq Stockholm. Framställningen rör god sed i fråga om informationsgivning vid riktade emissioner.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anför följande.

Den rekommendation om riktade emissioner ("Rekommendationen") som Kollegiet för svensk bolagsstyrning tidigare utfärdat, och som Aktiemarknadens självregleringskommitté numera förvaltar, ger uttryck för god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier. Enligt Rekommendationen ankommer det på Aktiemarknadsnämnden att i enskilda fall uttala sig om tolkning och tillämpning av Rekommendationen.

Bakgrund

FUUD AB

På morgonen den 18 oktober 2021 offentliggjorde FUUD AB ("Fuud") ett pressmeddelande med information om att dess styrelse beslutat om en riktad emission om 40 MSEK till cirka 30 utvalda investerare till en teckningskurs om 0,80 kr, se bilaga 1 (*utesluten här*).

I fråga om styrelsens beslut att avvika från aktieägarnas företrädesrätt gick i pressmeddelandet att läsa följande:

”Syftet med emissionen - och skälet till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt - är att, på ett tids- och kostnadseffektivt sätt säkra kapital för att kraftigt utöka marknadsaktiviteterna i Norden.”

Vad gäller teckningskursen om 0,80 kr (Fuuds aktiekurs stängde föregående handelsdag på 1,278 kr) gick i pressmeddelandet att läsa följande:

*”Nyemissionen görs till en teckningskurs om 80 öre per aktie och grundar sig på en marknads-
mässig bedömning av styrelsen.”*

Euroafrica Digital Ventures AB

På kvällen den 10 november 2021 offentliggjorde Euroafrica Digital Ventures AB (”Euroafrica”) ett pressmeddelande med information om att dess styrelse beslutat om en riktad emission av 1 981 980 aktier till ett urval av professionella investerare och då till en teckningskurs om 5,55 kr, se bilaga 2 (*utesluten här*).

I fråga om styrelsens beslut att avvika från aktieägarnas företrädesrätt gick i pressmeddelandet att läsa följande:

”Anledningen till att den Riktade Nyemissionen har genomförts, och skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt är att den ger möjlighet för Bolaget att på ett tillräckligt tids- och kostnadseffektivt sätt tillföra Bolaget rörelsekapital och ta tillvara på framtida möjligheter att få in långsiktiga starka ägare.”

Vad gäller teckningskursen om 5,55 kr (Euroafricas aktiekurs stängde samma dag på 7,60 kr) gick i pressmeddelandet att läsa följande:

”Teckningskursen uppgår till 5,55 SEK per aktie och innebär en emissionsrabatt om cirka 20 procent jämfört med den 20-dagars volymviktade genomsnittskursen (VWAP), vilket Bolaget bedömer är marknadsmässigt för denna typ av transaktion.”

Rekommendationen

Enligt Rekommendationen ska en emittent, vid beslut om en riktad emission med stöd av ett bemyndigande från en bolagsstämma, i offentliggörandet av beslutet på ett utförligt och tydligt sätt informera aktieägarna och aktiemarknaden om skälen till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt samt om hur emissionskursen har bestämts och marknadsmässigheten i denna säkerställts.

Hemställan

I framställningen hemställer Nasdaq Stockholm att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om följande.

1. Huruvida offentliggörandet från Fuud den 18 oktober 2021 – i fråga om skyldigheten att informera om skälen till en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt samt i fråga om hur emissionskursen bestämts och marknadsmässigheten i denna säkerställts – var förenligt med Rekommendationen och god sed på aktiemarknaden.
2. Huruvida offentliggörandet från Euroafrica den 10 november 2021 – i fråga om skyldigheten att informera om skälen till en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt samt i fråga om hur emissionskursen bestämts och marknadsmässigheten i denna säkerställts – var förenligt med Rekommendationen och god sed på aktiemarknaden.

DE BERÖRDA BOLAGENS YTTRANDEN

Aktiemarknadsnämnden har gett de berörda bolagen möjlighet att yttra sig över framställningen. Bolagen har i huvudsak anfört följande.

Fuud

Fuud började sondera förutsättningarna för nyemissionen omkring den 10 oktober 2021. Då hade börsen gått ned ca 10 procent under förhållandevis kort tid och det är ingen tvekan om att en osäkerhet insmugit sig på marknaden om att en större nedgång var att vänta. Denna oro var mycket påtaglig för Fuud i förhandlingarna med potentiella investerare i emissionen.

En stor faktor som hölls emot Fuud i förhandlingarna var den konvertering av Fuuds utestående konvertibel som offentliggjordes den 20 september (Bilaga 1, *utesluten här*). Genom konverteringen gav Fuud ut 117 944 006 nya aktier, vilket innebar att antalet aktier i bolaget ökade med 46,55 procent (från 253 367 172 till 371 311 178). Konverteringskursen var 0,70 SEK. Även om marknaden *i teorin* redan hade räknat in denna utspädning till låg kurs i prissättningen av aktien så var det *i praktiken* något som också hölls emot Fuud i förhandlingarna med investerarna. Med andra ord – investerarna fruktade att den stora mängd aktier som genom konverteringen förvärvats till kurs 0,70 SEK i kombination med osäkerheten på marknaden skulle leda till ett betydande säljtryck på Fuuds aktie och därmed sänka aktiekursen väsentligt. Denna risk var investerarna inte beredda att ta om den inte återspeglades i emissionskursen. Det kan tilläggas att konverteringen på grund av tekniska problem registrerades av Bolagsverket först den 16 oktober 2021 (Bilaga 3, *utesluten här*) och de nya aktierna hade således ännu inte levererats till dem som konverterat när emissionen slutfördes. Det fanns en vetskap bland investerarna att denna registrering var nära förestående, vilket också framgår i Fuuds offentliggörande av den riktade emissionen.

Sammantaget ledde detta till den beslutade emissionskursen 0,80 SEK. Denna kurs etablerades tidigt i förhandlingarna och baserades på den volymvägda snittkursen från den första handelsdagen efter att konverteringsutfallet kommunicerades (20 september 2021) fram till den sista handelsdagen inför att emissionskursen presenterades för investerarna (8 oktober 2021). Eftersom konverteringen gjordes till kursen 0,70 SEK inkluderades även konvertiblerna som anmälts för konvertering i beräkningen. Denna uträkning finns specificerad i Bilaga 4 (*utesluten här*) och visar att VWAP under peioden inklusive konverteringen var 0,76 SEK. Emissionskursen diskuterades även med en professionell oberoende aktör, vilken bistod med hjälp i form av koordinering av investerarpresentationer och professionell rådgivning. Emissionskursen presenterades till investerarna den 10 oktober 2021 och det var, i sig inte överraskande, inte möjligt att höja emissionskursen i takt med att optimismen på börsen återvände. Styrelsen

i Fuud bedömer därför att kurs sättningen av emissionen, som baserades på omfattande förhandlingar med investerare, var marknadsmässig. Denna uppfattning, tillsammans med det ungefärliga antalet investerare, kommunicerades i pressmeddelandets ingress (Bilaga 2, *utesluten här*). Därutöver framgår även i samma pressmeddelande, under rubriken ”Detaljer om nyemissionen”, att konverteringsförfarandet inte ännu hade registrerats hos Bolagsverket.

Ingen av investerarna tecknade mer än 10 procent av den totala likviden och antalet investerare var 33 st, vilket kommunicerades i pressmeddelandet under rubriken ”Detaljer om nyemissionen”. Antalet investerare som erbjöds att vara med i denna riktade emission var betydligt högre.

Euroafrica

Bolagets aktier är sedan den 6 april 2021 listade på Nasdaq First North Growth Market. Bolaget äger och driver tjänster och plattformar i tillväxtmarknader, primärt i Östafrika. Bolagets börsvärde är för närvarande 23 miljoner kronor.

Under kvällen den 10 november 2021 publicerade bolaget tre pressmeddelanden mellan kl. 18.30 och kl. 19.00:

[18.30]: *Euroafrica Digital Ventures dotterbolag Kupatana lanserar e-handel och expanderar till andra marknader i Östafrika*

[18.45]: *Euroafrica Digital Ventures startar joint venture-bolag för digital vård i Afrika*

[19.00]: *Euroafrica Digital Ventures har genomfört en riktad nyemission*

Som bolaget förstår Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2021:41 ska ett beslut om konstant riktad nyemission alltid föregås av en erforderlig analys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission. Vidare ska teckningskursens offentliggörande av riktade nyemissioner innehålla en bedömning gällande teckningskursens marknadsmässighet. Nedan följer en redogörelse för styrelsens överväganden inför nyemissionsbeslutet den 11 november 2021.

Skälen till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt

I början av oktober 2021 stod bolaget inför vissa affärsmöjligheter som ledningen hade arbetat fram. Möjligheterna bestod bland annat i att förvärva en plattform, lansera e-handel och starta ett joint venture-bolag. För att kunna slutförhandla och finansiera dotterbolagets e-handel och expansion samt joint venture-bolaget för digital vård i Afrika var bolaget i behov av ett omedelbart kapitaltillskott om cirka 11 miljoner kronor. Diskussion fördes i styrelsen om kapitalbehov och på vilket sätt en kapitalanskaffning skulle ske. Efter diskussion kom styrelsen fram till att det bästa alternativet för bolaget och dess aktieägare var att genomföra en riktad emission med en så låg rabatt som möjligt. Styrelsen övervägde även att genomföra en företrädesemission och tog in offert för sådant uppdrag från finansiell rådgivare. Med beaktande av att investeringarna var villkorade av erforderlig finansiering, en snäv tidplan och transaktionskostnadernas storlek i förhållande till kapitalbehovet bedömde styrelsen att en riktad nyemission i detta fall var ett för bolaget, och indirekt dess aktieägare, bättre alternativ än en företrädesemission. Vidare gjorde bolagets planerade investeringar det möjligt att attrahera långsiktiga investerare och därmed bredda ägarbasen ytterligare. Styrelsen gjorde även bedömningen att det förelåg en risk att en företrädesemission inte skulle bli fulltecknad, vilket i högsta grad hade äventyrat möjligheten att genomföra investeringarna på fördelaktiga villkor. Alternativet att säkerställa en eventuell företrädesemission genom att upphandla emissionsgarantier avfärdades också eftersom det skulle medföra högre transaktionskostnader. Styrelsen hade således, innan beslutet om riktad nyemission, genomfört en erforderlig analys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission.

Information om skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt framgår av pressmeddelandet. Motiven var dels att bolaget, genom att genomföra en riktad emission, på ett tillräckligt *tids- och kostnadseffektivt sätt* kunde tillföras rörelsekapital och tillvarata framtida möjligheter, dels genomföra de investeringar som kommunicerats tidigare under kvällen. Motsatsvis skulle en företrädesemission, med beaktande av den tidsutdräkt och de väsentligt högre kostnader som en sådan transaktion medför, inte vara ändamålsenlig för att finansiera bolagets investeringar. Styrelsen anser att den, med erforderlig tydlighet har motiverat avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt. Skyldigheten att motivera avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt kan inte kräva att bolag måste offentliggöra styrelsens samtliga överväganden eller anledningar till att det inte är möjligt för bolaget att genomföra en företrädesemission. Att i pressmeddelandet t.ex. ange att en företrädesemission inte förväntas bli fulltecknad skulle potentiellt kunna skada bolagets legitima intressen och möjligheten att genomföra investeringarna.

I tillägg till ovan motiverade styrelsen avvikelser från företrädesrätten med möjligheten att genom den riktade nyemissionen knyta *långsiktiga ägare* till bolaget. Genom nya långsiktiga ägare breddas ägarbasen med kapitalstarka aktieägare som kan medverka i framtida nyemissioner.

Bedömning av teckningskursens marknadsmässighet

På Nasdaq First North Growth Market handlas allt från nystartade tillväxtbolag till etablerade bolag vars börsvärde uppgår till flera miljarder kronor. Även om bolagen handlas på samma marknadsplats och är skyldiga att följa samma regulatoriska krav föreligger betydande skillnader vad gäller möjligheten att anskaffa kapital på förmånliga villkor. Styrelsen anser därför att kravet på i vilken omfattning styrelsen ska redogöra för teckningskursens marknadsmässighet bör ta hänsyn till just den marknadsmässighet som är tillämplig i bolagets marknadssegment.

Bolaget är ett så kallat förhoppningsbolag som till sin natur kännetecknas av hög risk. Till följd av detta tillämpas i regel högre emissionsrabatter, vilket anses vara marknadsmässigt för tillväxtbolag. I bolagets fall förelåg påtagliga risker kopplade till bolagets planerade investeringar och den östafrikanska marknad där bolaget genom dotterbolag är verksamt. Bolagets korta tid som listat på Nasdaq First North Growth Market och dess historiska kursutveckling som kännetecknas av mycket hög volatilitet, påverkade också förhandlingens omfattning och investerarnas krav på en kraftigt rabatterad teckningskurs. Styrelsen är av uppfattningen att det, givet de aktuella omständigheterna och marknadens förståelse för emissionsvillkoren för tillväxtbolag, inte var lämpligt att närmare redogöra för teckningskursens marknadsmässighet utan risk för att skada bolagets legitima intressen.

Bolagets finansiella rådgivare hade all kontakt med investerarna och fastställandet av teckningskursen föregicks av förhandling som hanterades av bolagets finansiella rådgivare. Under detta förfarande kontaktades enbart oberoende externa investerare som bedömdes kunna tillföra bolaget värde, inte bara genom den riktade emissionen utan även som långsiktiga ägare. Förhandlingarna genomfördes således på armlängds avstånd och det var aldrig aktuellt att förhandla med närstående part eller att ge någon otillbörlig fördel för vissa befintliga aktieägare framför andra.

Förhandlingarna var intensiva och parterna, d.v.s. bolaget och investerarna, var överens om teckningskursen strax innan publiceringen av det första pressmeddelandet, dvs. sen eftermiddag den 10 november 2021.

Styrelsen uppfattning är att marknaden känner till att bolaget är ett förhoppningsbolag vars verksamhet är förknippad med hög risk. Pressmeddelandet avseende den riktade nyemissionen föregicks även av två pressmeddelanden som utförligt redogjorde för bolagets investeringar. Marknaden var därför, vid tidpunkten för offentliggörandet av nyemissionsbeslutet, väl informerad om syftet med kapitalanskaffningen och vilken typ av transaktion bolaget syftade på genom att hänvisa till ”*denna typ av transaktion*”. För att ytterligare illustrera varför teckningskursen var marknadsmässig och hur emissionsrabatten förhöll sig till bolagets aktiekurs redovisades teckningskursen i förhållande till en volymviktad genomsnittskurs som var representativ för den period då förhandlingarna ägde rum. Bolagets aktiekurs steg och handlades kring 7,98 kronor efter att handeln öppnades efterföljande dag. Det talar för att marknaden bedömde att den riktade nyemissionen var motiverad och att emissionsvillkoren var fördelaktiga för bolaget. Vidare kan tilläggas att bolaget inte mottagit någon kritik från aktieägare.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden. Nämnden har i flera uttalanden behandlat frågor om riktade emissioner. I det senaste av dessa, AMN 2021:41, uttalade nämnden följande.

”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 Aktiemarknadsnämnden 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.”

Nämnden gör i det nu aktuella ärendet följande bedömning.

Vad först gäller, det av Nasdaq åberopade kravet i Rekommendationen på en tydlig redovisning av hur styrelsen resonerat när den kommit fram till att avvika från huvudregeln, att kontanta nyemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna, kan enligt nämndens mening varken den av Fuud eller Euroafrica lämnade informationen till marknaden anses uppfylla det kravet. För att göra detta måste redovisningen ge aktieägarna en möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget. Ett närmast schablonmässigt uttalande att avvikelserna från företrädesrätten är ett tids- och kostnadseffektivt sätt att skaffa kapital är därvid inte tillfyllest.

Vad därefter gäller rekommendationens, av Nasdaq åberopade, krav på att informera om hur emissionskursen har bestämts och marknadsmässigheten i denna har säkerställts är den av Fuud lämnade informationen – att kursen ”grundar sig på en marknadsmässig bedömning av styrelsen” – i den mån den alls går att förstå, helt otillräcklig. Inte heller Euroafricas information – att styrelsen bedömt den aktuella teckningskursen vara ”marknadsmässig(t) för denna typ av transaktion” ger aktieägarna någon uppfattning om *hur* marknadsmässigheten säkerställts. I båda fallen saknas, kort sagt, information om vad styrelsen grundar sin uppfattning på.

Vad bolagen anfört i sina respektive yttranden till nämnden återspeglas inte i informationen till aktieägarna och marknaden.

Sammanfattningsvis är den av Fuud respektive Euroafrica lämnade informationen inte förenlig med god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Sten Andersson (ordförande), Peter Bäärnhjelm, Ossian Ekdahl, Eva Persson, Carl-Johan Pousette, Bo Selling, Erik Sjöman och Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog