

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2021:29

2021-05-24

Uttalandet offentliggörs i anonymiserad form.

[Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.]

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 20 maj 2021 en framställning från Gernandt & Danielsson Advokatbyrå på uppdrag av *X* och *Bolaget* Framställningen gäller god sed på aktiemarknaden vid ändring teckningsoptionsvillkor.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres i huvudsak följande.

Bakgrund

Allmänt om förvärvsbolag och *Bolaget*

Genom ändringar i Nasdaqs *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares* ("Emitentregelverket") som trädde i kraft den 1 februari 2021 öppnades möjligheten att notera s.k. förvärvsbolag eller *special purpose acquisition companies* (SPAC) på Nasdaq Stockholm. Kortfattat är ett förvärvsbolag ett bolag som har till verksamhet att ta in kapital genom en börsnotering och inom en viss tid därefter, maximalt 36 månader, förvärva ett onoterat bolag ("Målbolag") som därigenom blir noterat efter en sedvanlig granskningsprocess av Nasdaq Stockholm. Processen där ett förvärvsbolag genomför ett förvärv och därmed upphör att vara ett förvärvsbolag kallas "de-SPAC" eller "business combination" (sådana tidigare förvärvsbolag benämns nedan "Kombinationsbolag"). Initiativtagare till ett förvärvsbolag är en s.k. sponsor som ansvarar för att identifiera, analysera och genomföra förvärvet.

Bolaget är ett svenskt förvärvsbolag som har etablerats med *X* som sponsor. Avsikten är att *Bolaget* ska noteras på Nasdaq Stockholm omkring halvårsskiftet 2021 samt att erbjudandet och *Bolagets* kapitalstruktur i samband med noteringen i så stor utsträckning som möjligt ska motsvara marknadspraxis i Förenta staterna och Europa. Av denna anledning har *X* och *Bolaget* anlitat ett banksyndikat med erfarenhet av såväl amerikanska som europeiska förvärvsbolagstransaktioner.

Amerikansk och europeisk marknadspraxis

Vid utländska noteringar av förvärvsbolag erbjuds investerare som regel att teckna en kombination av A-aktier och s.k. investerarteckningsoptioner (eng. *investor warrants*), medan sponsorn innehar onoterade och omvandlingsbara B-aktier och sponsorteckningsoptioner (eng. *sponsor warrants*).

A-aktierna och investerarteckningsoptionerna är ofta inledningsvis paketerade i s.k. "units",

dvs. A-aktierna och investerarteckningsoptionerna handlas som en enhet till dess att varje unit inom viss tid efter första dag för handel delas upp i en A-aktie och en fraktion (ofta 0,25–0,5) av en investerarteckningsoption. Såväl A-aktierna som investerarteckningsoptionerna är därefter föremål för separat handel. Teckningskursen för en unit i samband med en notering är vanligtvis USD/EUR 10,00.

Teckningsperioden för att teckna A-aktier med stöd av investerarteckningsoptioner börjar som regel att löpa en viss tid efter att förvärvsbolaget har upphört att vara ett förvärvsbolag (dvs. efter att det genom de-SPAC har blivit ett Kombinationsbolag) och löper därefter i upp till fem år. Teckningskursen för att teckna en A-aktie med stöd av en investerarteckningsoption är vanligtvis USD/EUR 11,50.

Syftet med att ge ut investerarteckningsoptioner är att göra en investering i förvärvsbolaget så attraktiv som möjligt, dels genom att skapa ytterligare ekonomiska incitament för investerare, dels genom att möjliggöra en minskning av utspädningen för befintliga aktieägare i det fall förvärvsbolaget erlägger köpeskillingen för Målbolaget helt eller delvis i form av egna aktier. Däremot är investerarteckningsoptioner som utgångspunkt inte ett lämpligt värdepapper för tidigare förvärvsbolag att ha utgivna när de har blivit Kombinationsbolag. För ett Kombinationsbolag och dess aktieägare (särskilt tidigare ägare till ett Målbolag som erhållit betalning i form av aktier i Kombinationsbolaget) bidrar utestående investeraroptioner bl.a. till osäkerhet kring den totala utspädningen från tillkommande aktier tecknade med stöd av investerarteckningsoptioner i Kombinationsbolaget under en relativt lång tidsperiod efter det att förvärvet av Målbolaget har slutförts.

Enligt villkoren för investerarteckningsoptionerna brukar det därför vara möjligt för bolaget att lösa in eller återköpa investerarteckningsoptionerna innan den ordinarie teckningsperioden löpt ut. Av relevans för denna framställan är att det brukar vara möjligt för Kombinationsbolaget att påkalla inlösen av teckningsoptionerna för en inlösenkurs om USD 0,01 per investerarteckningsoption om börskursen för Kombinationsbolagets A-aktie under en viss period (ofta 10 till 30 handelsdagar) överstiger USD/EUR 10,00 men understiger USD/EUR 18,00 ("Kvotvärdesinlösen"). I samband med sådan inlösen har innehavare av investerarteckningsoptioner, utöver vanlig teckningsrätt med kontant betalning, ofta även rätt att teckna A-aktier genom s.k. nettostrike (eng. *cashless exercise*) ("Nettoteckning"). Nettoteckning innebär att innehavare av investerarteckningsoptioner inte behöver erlägga någon kontant teckningslikvid

vid teckning av A-aktier med stöd av teckningsoptionerna, men att antalet A-aktier som investerarteckningsoptionerna berättigar till teckning av reduceras genom en beräkning i enlighet med Black-Scholes optionsvärderingsmodell (eller annan motsvarande beräkning).

Redovisning av investerarteckningsoptioner

Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning har som nämnts ovan ansetts utgöra praxis på den amerikanska förvärvsbolagsmarknaden och amerikanska förvärvsbolagsnoteringar har genomförts under antagandet att investerarteckningsoptionerna bokföringsmässigt kommer att klassificeras som eget kapital. I april i år gjorde dock amerikanska *United States Securities and Exchange Commission* ("SEC") ett uttalande av innebörd att förvärvsbolag med anledning av dessa villkor bör redovisa investerarteckningsoptionerna som skuld och inte som eget kapital.¹

Även flera europeiska revisionsbyråer har gjort bedömningen att investerarteckningsoptioner med villkor om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning bör redovisas som skuld och inte som eget kapital enligt IFRS.

Att investerarteckningsoptioner redovisas som skuld i stället för eget kapital medför att den aktuella skuldposten i Kombinationsbolagets balansräkning löpande värderas till verkligt värde beroende på börskursen för Kombinationsbolagets A-aktier. Det medför i sin tur att det blir svårare för marknaden att bedöma bolagets faktiska intjäning och finansiella ställning och det inverkar även på finansiering och nyckeltal. Fram till dess att Bolaget blir ett Kombinationsbolag är detta av mindre betydelse eftersom den verksamhet som Bolaget bedriver endast är att eftersöka ett Målbolag. När Bolaget har förvärvat ett Målbolag och blivit ett Kombinationsbolaget omfattar dock dess redovisning sedvanlig operationell verksamhet och då kan lättillgänglig finansiell rapportering och finansiella nyckeltal spela en betydligt större roll på samma sätt som för andra noterade bolag. Det blir således här en avvägning för Kombinationsbolaget vilket som är att föredra, möjligheten att kunna kvotvärdesinlösa eller att investerarteckningsoptionerna bokförs som eget kapital. Vad som är att föredra går inte att avgöra före förvärvet av Målbolaget.

Hantering av den redovisningsmässiga osäkerheten

¹ <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>

I åtminstone en nyligen genomförd förvärvsbolagsnotering, den av Pegasus Acquisition Company Europe B.V. ("Pegasus") på Euronext Amsterdams reglerade marknad i april 2021, har den redovisningsmässiga osäkerheten hanterats genom att villkoren för investerarteckningsoptionerna innehåller en rätt för Pegasus att ta bort dess rätt att besluta om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning. Denna rätt kan utnyttjas först efter att Pegasus blivit ett Kombinationsbolag och innebär att bolaget då kan välja huruvida dess investerarteckningsoptioner ska bokföras som eget kapital eller skuld.

Bolagets investerarteckningsoptioner

Som nämnts ovan är *X:s* och *Bolagets* ambition att *Bolagets* kapitalstruktur i samband med noteringen på Nasdaq Stockholm i så stor utsträckning som möjligt ska motsvara vad som är marknadspraxis i Förenta staterna och Europa. *Bolaget* avser därför att erbjuda investerare att teckna A-aktier, där varje A-aktie som innehas på en avstämningsdag som förväntas infalla omkring 35 dagar efter den första dagen för handel i A-aktierna på Nasdaq Stockholm kommer att berättiga till erhållande av en teckningsoption av serie 2021A ("Investeraroptioner").² Investeraroptionerna kommer efter att de har bokats ut till A-aktieägarna tas upp till handel på Nasdaq Stockholm.

Teckningskursen vid noteringen för en A-aktie med vidhängande rätt till en Investeraroption kommer att vara 100 kronor. Ett visst – ännu inte bestämt – antal Investeraroptioner kommer sedan att berättiga till teckning av en A-aktie under en anmälningsperiod som börjar löpa efter att *Bolaget* blivit ett Kombinationsbolag och slutar fem år därefter.

Villkoren för Investeraroptionerna kommer att innehålla en bestämmelse om Kvotvärdesinlösen som ger *Bolaget* en rätt att besluta om att samtliga utestående Investeraroptioner ska lösas in för ett pris om SEK 0,10 per Investeraroption i det fall A-aktien under en viss period (sannolikt 20 handelsdagar) efter att *Bolaget* blivit ett Kombinationsbolag handlas i intervallet 100–180 kronor. I det fall *Bolaget* utnyttjar sin rätt till Kvotvärdesinlösen kommer innehavare

² *X* kommer att inneha aktier av serie B i Bolaget och teckningsoptioner av serie 2021B motsvarande cirka 20 procent av röster och kapital i Bolaget på fullt utspädd basis. B-aktierna och teckningsoptionerna av serie 2021B kommer dock inte noteras.

av Investeraroptioner ha rätt till Nettoteckning. Givet svenska aktiebolagsrättsliga begränsningar kommer dock innehavare behöva erlægga en teckningslikvid motsvarande A-aktiernas kvotvärde även vid Nettoteckning. Den rådgivning som *Bolaget* har erhållit kring IFRS inom ramen för den tänkta noteringen på Nasdaq Stockholm är att Investeraroptionerna på grund av dessa villkor kommer att behöva redovisas som skuld i *Bolagets* bokföring.

För att ge *Bolaget* (och indirekt investerarna) maximal möjlighet att genomföra ett framgångsrikt förvärv och bibehålla investerarteckningsoptionerna om kvotvärdesinlösen ska vara möjligt eller om eget kapitalredovisning väger tyngre, överväger *X* att låta villkoren för Investeraroptionerna innehålla en bestämmelse motsvarande den som finns för bl.a. Pegasus investerarteckningsoptioner, dvs. att styrelsen för *Bolaget* efter att *Bolaget* blivit ett Kombinationsbolag kan besluta om att bestämmelserna om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning ska tas bort från villkoren för Investeraroptionerna.

Ändring av teckningsoptionsvillkor och god sed på aktiemarknaden

Aktiemarknadsnämnden har i sin praxis – oss veterligen senast manifesterad i initiativuttalandet AMN 2015:26 – intagit ståndpunkten att det finns många skäl att vara återhållsam vad gäller ändringar av villkor för börshandlade teckningsoptioner. Anledningen till detta är enligt nämnden att det är en på värdepappersmarknaden allmänt accepterad ordning att handel i teckningsoptioner ska kunna ske på förutsägbara villkor och att teckningskursen är ett villkor av central betydelse vid beslut om att handla med dessa instrument.

X och *Bolaget* menar dock att denna restriktiva hållning inte bör innebära att ett villkor som ger *Bolaget* rätt att besluta om att Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning ska tas bort från villkoren för Investeraroptionerna ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden.

För det första innebär inte bestämmelsen en ändring av villkoren för Investeraroptionerna, utan är en tillämpning av desamma. Såväl de fullständiga villkoren avseende Investeraroptionerna som det prospekt som kommer att offentliggöras av *Bolaget* i anledning av noteringen kommer att innehålla tydlig information om *Bolagets* möjlighet att besluta om att bestämmelserna om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning ska tas bort från villkoren för Investeraroptionerna och motiveringen därför samt dess konsekvenser. Handeln i Investeraroptionerna kommer således att ske på förutsägbara villkor. Detta är att skilja från en situation där ändring

sker i villkoren av vad slag vara må.

För det andra är möjligheten att besluta om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning endast en rättighet och inte en skyldighet för *Bolaget*. Investerare i Investeraroptioner har således inget berättigat intresse att förvänta sig att en Kvotvärdesinlösen eller Nettoteckning kommer att beslutas av *Bolaget*. Ett beslut av *Bolaget* att bestämmelserna om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning ska tas bort från villkoren för Investeraroptionerna innebär således inte att investerarnas berättigade intressen träds för när.

För det tredje är möjligheten att notera förvärvsbolag på den svenska aktiemarknaden en ny företeelse. Syftet bakom ändringarna i Emittentregelverket synes ha varit att möjliggöra för förvärvsbolag av det slag som är vanligt i Förenta staterna och som har blivit allt vanligare i andra europeiska länder att noteras i Sverige. Om god sed på den svenska aktiemarknaden skulle hindra att villkor som är vanliga på andra länders aktiemarknader – och som rådgivande banker bedömer som nödvändiga för att kapitalstrukturen i förvärvsbolag struktureras på ett ändamålsenligt sätt – tillämpas i Sverige skulle den svenska förvärvsbolagsmarknaden allvarligt hämmas.

Sammantaget anser således *X* och *Bolaget* att tungt vägande skäl talar för att en bestämmelse av ovan diskuterat slag inte ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden.

Hemställan

Med hänvisning till ovanstående bakgrund, hemställer *X* och *Bolaget* om ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden att det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att styrelsen i *Bolaget* har rätt att besluta att bestämmelserna om Kvotvärdesinlösen och Nettoteckning ska tas bort från villkoren för Investeraroptionerna.

ÖVERVÄGANDEN

Aktiemarknadsnämnden ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden rörande bolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige.

Aktiemarknadsnämnden har i en rad uttalanden från år 1988 och framåt behandlat frågor om ändring av villkor i konvertibler och teckningsoptioner. Nämnden har vid åtskilliga tillfällen under en följd av år, bl.a. i initiativuttalandet AMN 2015:26 och senast i ett ännu icke offentliggjort uttalande år 2020, intagit ståndpunkten att det finns många skäl att vara återhållsam när det gäller ändringar av villkor för sådana instrument (se även nämndens verksamhetsberättelse för år 2016). Det är en på värdepappersmarknaden allmänt accepterad ordning att handel i konvertibler och teckningsoptioner ska kunna ske på förutsägbara villkor. Ändringar av villkoren kan vara acceptabla endast om det föreligger särskilda omständigheter. Som exempel på sådana omständigheter har nämnden pekat på skyddet av innehavarnas rätt vid en planerad exceptionell utdelning till aktieägarna respektive vid genomförande av program för inlösen av aktier. Att däremot till exempel ett bolags ekonomiska situation inte medger kontant återbetalning av ett konvertibellån eller att en akties marknadskurs har sjunkit under teckningskursen är inte omständigheter som motiverar att konverteringskurs respektive teckningskurs ändras. Enligt nämndens mening är sådana villkorsändringar inte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

I det nu aktuella fallet handlar det om villkoren i teckningsoptioner som avses bli föremål för handel på marknaden. Förhållandena är emellertid i flera avseenden väsentligt annorlunda än i de fall nämnden tidigare behandlat. Det handlar i detta fall om ett s.k. förvärvsbolag, där styrelsen av ett visst helt speciellt skäl, efter genomfört förvärv av viss verksamhet ska kunna stryka men inte justera vissa, tydligt angivna, villkor i initialt utgivna s.k. investerarteckningsoptioner. Denna rätt för styrelsen ska enligt framställningen tydligt framgå av teckningsoptionsvillkoren och informeras om i det prospekt som ska upprättas i samband med bolagets börsnotering. Handeln i investerarteckningsoptionerna kommer således att kunna ske på i dessa hänseenden förutsägbara villkor.

Enligt nämndens mening är, under dessa och övriga i framställningen angivna omständig-

heter, den övervägda möjligheten för styrelsen att stryka de aktuella teckningsoptionsvillkoren förenlig med god sed på aktiemarknaden. Nämnden förutsätter att informationen i prospektet utformas på ett sådant sätt att det tydligt framgår att villkoren i fråga kan komma att strykas och vilka konsekvenser det skulle få för investeraren.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Ossian Ekdahl, Karin Forseke, Carl Johan Högbom, Wilhelm Lüning, Nina Macpherson, Carl-Johan Pousette och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog