

Emissioner och nyintroduktioner

– fungerar skyddet för
investeringarna?

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	1
INLEDNING	2
UNDERSÖKNINGEN	4
HANTERING AV LOGGBÖCKER	6
HUR HANTERAS GARANTIER OCH TECKNINGSFÖRBINDELSER I SAMBAND MED EMISSIONER?	9
BÖR ALLA INVESTERARE FÅ TILLGÅNG TILL TECKNADE ELLER FÖRVÄRVADE AKTIER PÅ SAMMA VILLKOR?	13
ANNONSERING AV ÖVERTECKNING	16
ÖVRIGA IAKTTAGELSER I SAMBAND MED UNDERSÖKNINGEN	17
BEGREPPS- OCH ORDLISTA	18

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) har granskat hur värdepappersinstituten och emittenterna följer regelverket för emissioner och nyintroduktioner samt om det finns risker eller problem som inte omfattas av regelverket.

Resultatet av undersökningen är positivt. Vi har inte hittat några missförhållanden som tyder på att de granskade värdepappersinstituten eller emittenterna bryter mot lagstiftningen.

Vi har inte heller identifierat några allvarliga missförhållanden som inte omfattas av regelverket. Inom ett antal områden kunde vi dock peka på svagheter och rutiner som kan förbättras för att öka skyddet för investerarna.

- Nuvarande lagstiftning avseende dokumentering av spridning av insiderinformation i loggböcker omfattar enbart bolag som är noterade på reglerade marknadsplatser. De oreglerade marknadsplatserna kan dock själva ställa sådana krav på de handlade bolagen. Krav på loggböcker underlättar marknadsplatsens kontroll och FI:s tillsyn av eventuell marknadsmissbruk, och bör minska risken för otillåten insiderhandel. Ett sådant krav bör stärka förtroendet för de handlade bolagen och marknadsplatsen. FI har tidigare skrivit till Finansdepartementet och förespråkat att lagstiftningen ska ändras på detta område.
- Det saknas regler för hur garantier i samband med emissioner ska vara utformade och vilka säkerheter som krävs. En förbindelse som inte med säkerhet kan uppfyllas skulle sannolikt inte uppfattas som en garanti av investeraren om denne kände till dessa omständigheter. FI kommer därför att ställa högre krav på informationen om garantins värde i granskningen av prospekt.
- Villkorad handel eller förhandel genom börsernas system, som inte alla investerare har möjlighet att delta i, kan upplevas som orättvis. FI anser att en öppen och genomlyst handel är att föredra framför en mer sluten handel som endast ett fåtal investerare har tillträde till, men att riskerna i samband med detta måste tydliggöras i prospekten. På sikt borde möjligheten erbjudas alla investerare eftersom begränsningen i huvudsak är en teknisk fråga.

I rapporten har vi inte granskat några offentliga uppköp. Budsituationer är ofta mer komplexa och kommer därför att bli föremål för en separat undersökning.

Författare: Robert d'Agostino, Patrik Hellgren, Veronica Fröderberg

Inledning

Aktiviteten på den svenska kapitalmarknaden har ökat under de senaste åren. Förra året granskade och godkände Finansinspektionen (FI) 190 prospekt och erbjudandehandlingar som upprättades med anledning av publika emissioner, nyintroduktioner eller offentliga uppköpserbjudanden. I samtliga fall medverkade ett värdepappersinstitut i transaktionen.

Antal godkända prospekt och erbjudandehandlingar

2006	2005	2004	2003	2002
190	155	139	123	55

Källa: Kapitalbarometern 2006, Finansinspektionen.

Värdepappersinstitutets verksamhet regleras i lag¹ och står under FI:s tillsyn vilket inkluderar all form av corporate finance-verksamhet som dessa bedriver. Att genomföra en emission eller nyintroduktion² är ett relativt omfattande projekt som involverar flera externa och interna aktörer, utöver värdepappersinstitutets corporate finance-avdelning. Därför finns det alltid en risk att det uppstår intressekonflikter i samband med transaktionen vilket måste hanteras för att inte en part ska gynnas på bekostnad av en annan.

Förfarandet vid och hanteringen av en emission är komplicerad och ställer höga krav på investerarens kunskaper för att denne ska förstå konsekvenserna av en investering i värdepappret. Investeraren ska inte bara beakta det emitterande bolagets ekonomiska ställning och utveckling, utan också själva utförandet av emissionen som i extrema marknadssituationer kan ha stor inverkan på investeringens kortsiktiga utveckling. I de fall ett erbjudande riktas till allmänheten är därför informationsgivningen i samband med transaktionen av central betydelse³.

Många gånger har privata investerare ändå svårt att förstå alla moment och villkor i erbjudandet vilket kan leda till att de upplever sig vara orättvist behandlade av värdepappersinstitutet. Branschen måste samtidigt ta hänsyn till lagstiftningens och kundernas höga krav på diskretion och sekretess vilket försvårar genomlysning och öppenhet. I mötet mellan bristande kunskap och tystnad kan det uppstå förtroenderisker – en situation som försvåras av det faktum att flera parter intressen skall tillgodoses i transaktionen.

Bakgrund till undersökningen och rapporten

I takt med att marknaden för publik kapitalanskaffning växer deltar flera investerare, som kan antas ha mindre förkunskaper, i de erbjudanden som värdepappersinstitutet medverkar i. För att upprätthålla ett gott investerarskydd och förtroende för de finansiella marknaderna är det viktigt att regelverket följs. Vi har därför granskat hur värdepappersinstitutet agerar i samband med emissioner och nyintroduktioner. Granskningen avser dels

¹ Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Ersätts den 1 november 2007 av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

² Avser ett bolag som inte tidigare inte har handlat publikt på exempelvis en börs eller annan auktoriserad eller oreglerad marknadsplats men som avser att påbörja handel som en del av transaktionen (se FI:s definitioner).

³ Informationsgivningen regleras i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

regelefterlevnaden och dels områden där missförhållanden kan förekomma men som inte är reglerade. Undersökningen är i huvudsak av förebyggande karaktär eftersom många av frågeställningarna sannolikt upplevs som problematiska först när marknadsklimatet försvagas och investerarna måste ta större hänsyn till risker i samband med finansiella placeringar.

Denna rapport sammanfattar resultatet av undersökningen och syftar till att lyfta fram och diskutera specifika frågeställningar kring reglering och hantering som undersökningen har genererat. Därutöver har vi i rapporten Processen vid nyintroduktioner och emissioner (FI 2007:11) beskrivit den process som föranleder en publik emission eller nyintroduktion för att belysa olika företeelser som investerare bör vara medvetna om när de deltar i sådana transaktioner. Den beskrivande rapporten utgör också bakgrund och introduktion till de frågeställningar som tas upp på kommande sidor och bör därför läsas som en del av denna rapport.

Undersökningen

SAMMANFATTNING

Vi har granskat hur värdepappersinstituten och emittenterna följer regelverket för emissioner och nyintroduktioner, samt om det finns risker eller problem som inte omfattas av regelverket.

Resultatet av undersökning är positivt. Vi har inte hittat några missförhållanden som tyder på att de granskade värdepappersinstituten eller emittenterna bryter mot lagstiftningen.

Vi har inte heller identifierat några allvarliga missförhållanden som inte omfattas av regelverket. Inom ett antal områden har vi dock identifierat svagheter och rutiner som kan förbättras för att öka skyddet för investerarna.

Metod

Inom ramen för undersökningen som ligger till grund för rapporten har vi besökt åtta värdepappersinstitut⁴ och granskat förfarandet och dokumentationen i 16 emissioner och nyintroduktioner⁵ som dessa har medverkat i. Vi har medvetet valt ut transaktioner där omständigheterna gör att sannolikheten för att hitta missförhållanden bör vara högre än i normala fall. Det kan exempelvis röra sig om transaktioner med en låg respektive hög teckningsgrad eller sådana där marknadsklimatet drastiskt har förändrats under teckningstiden.

Granskningen omfattar hela processen från första kontakten mellan emittenten och värdepappersinstitutet till dess att erbjudandet har avslutats och värdepappersinstitutets medverkan upphör. Särskild fokus har dock lagts på områden där gällande lagstiftning har begränsad räckvidd eller där risken för intressekonflikter och förtroenderelaterade problem kan vara mer påtagliga:

- Hantering av loggböcker
- Hantering av penningtvätsfrågor
- Garantigivning
- Tillgång till tilldelade aktier
- Överteckningsgrad
- Tilldelningen till olika investerare

En del av granskningen har inriktats på hur värdepappersinstituten efterlever gällande regelverk, vilket till stor del handlar om att upprätta viss dokumentation och ha olika rutiner på plats.

⁴ FI har besökt Carnegie Investment Bank AB, Mangold Fondkommission AB, Remium AB, Nordea Bank AB, Svenska Handelsbanken AB, Skandinaviska Enskilda Banken AB, HQ Bank AB och E. Öhman J:or Fondkommission AB.

⁵ Samtliga transaktioner genomfördes under 2006.

En annan del av granskningen har varit att bedöma om det finns risker och problem som inte omfattas av regelverket och hur dessa hanteras i samband med transaktionerna.

Vi har valt att inte granska offentliga uppköp utan koncentrerar i huvudsak rapporten på emissioner och nyintroduktioner. Budsituationer är ofta mer komplexa och kommer därför att bli föremål för en separat undersökning i framtiden.

Resultatet av undersökningen

Resultatet av undersökning var positivt. Vi har inte hittat några missförhållanden som tyder på att de granskade värdepappersinstituten eller emittenterna bryter mot lagen. Den dokumentation som har ingått i form av bl.a. teckningslistor och riktlinjer har överlag varit av god kvalitet med några få undantag.

Den del av granskningen som omfattar områden som inte regleras har inte heller visat på några allvarliga missförhållanden. Avseende loggböcker, garantigivning, tillgång till tilldelade aktier och överteckningsgrad identifierades dock vissa svagheter och rutiner där förbättringar kan ske. Dessa områden diskuteras i de följande avsnitten.

Platsbesöken har resulterat i att en separat undersökning kommer att påbörjas för att bedöma om vissa av de aktörer som agerar garantier i samband med de granskade transaktionerna gör detta på yrkesmässig grund i strid mot lagstiftningen. Denna granskning involverar dock inte något av de värdepappersinstitut som ingår i undersökningen.

I samband med undersökningen identifierades också oklarheter om hur vissa delar av lagen om penningtvätt ska tillämpas i samband med emissioner och nyintroduktioner. FI avser att återkomma med en sådan tolkning.

Resultat av tidigare undersökningar

FI undersökte 2006 huruvida värdepappersinstituten tillämpar reglerna om hantering av intressekonflikter i sin analys- och rådgivningsverksamhet. Undersökningen visar att företagen har fastställt riktlinjer för att hantera intressekonflikter som kan uppstå vid investeringsrekommendationer. Riktlinjerna följde i stort sett FI:s föreskrifter och allmänna råd. Analysverksamhetens roll i samband med emissioner och nyintroduktioner har därför endast granskats översiktligt i denna undersökning.

Hantering av loggböcker

SAMMANFATTNING

Den nuvarande regleringen avseende loggböcker medför att:

- värdepappersinstituten kan välja i vilken grad de vill upprätta loggböcker och i vilken form,
- bolag som handlas på oreglerade marknadsplatser⁶ faller utanför lagstiftningen
- emittenterna för sällan loggbok i samband med nyintroduktioner

Det finns således en risk för att det saknas förteckningar över vilka personer som har fått insiderinformation, vilket försvårar tillsynen av otillåten insiderhandel. Möjliga lösningar på problemet är att marknadsplatserna själva ställer mer långtgående krav på förandet av loggböcker eller att värdepappersinstituten regelbundet för loggbok i samband med emissioner. FI har tidigare skrivit till Finansdepartementet och förespråkat att lagstiftningen ska ändras på detta område.

Bakgrund

Aktiebolag som är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats ska upprätta loggböcker där alla personer som har tagit del av icke offentliggjord, kurspåverkande information anges. Syftet med loggboken är bl.a. att FI och Ekobrottsmyndigheten (EBM) vid behov ska kunna kontrollera om dessa personer har handlat på informationen och därmed gjort sig skyldiga till insiderbrott. FI har i en skrivelse till Finansdepartementet pekat på ett antal områden där lagändringsbehov inom marknadsmissbrukslagstiftningen bör analyseras⁷ – däribland kravet på att föra loggbok. Vi har därför valt att särskilt granska hanteringen av loggböcker i samband med emissioner och nyintroduktioner eftersom ett stort antal aktörer tar del av information som skulle kunna vara kurspåverkande under arbetet med transaktionen.

Reglering och rekommendationer

Bestämmelserna kring loggböcker regleras i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Kravet på förteckning gäller svenska aktiebolag som

- är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats,
- är föremål för handel på en reglerad marknad inom EES eller
- för vilka en ansökan om sådan notering eller upptagande till handel har lämnats in.

⁶ Med oreglerad marknadsplats avses i denna rapport andra marknadsplatser än börs eller auktoriserad marknadsplats.

⁷ Marknadsmissbruk och anmälningsskyldighet (2007-03-09) - synpunkter på lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Loggboken fyller en viktig funktion genom att hålla ordning på personer som fått tillgång till insiderinformation men inte uppfyller kravet på insynsställning. Insynsregistrering och loggbok ska dock inte blandas ihop då loggboken är baserad på informationsspridning medan insynsställning är baserad på en specifik tjänst. Därför ska även insynspersoner antecknas i loggboken när de fått tillgång till insiderinformation.

I loggboken ska anges:

- skäl till att personen finns med,
- datum då personen fick tillgång till informationen (FI rekommenderar även att klockslaget noteras) och
- när förteckningen senast uppdaterades.

Reglerna kring vem som ska föra loggbok omfattar inte medverkande värdepappersinstitut. Fondhandlareföreningen säger dock i sina riktlinjer för corporate finance-verksamhet att institutet, i samband med uppdrag som avser en transaktion som kan ha en väsentlig kurspåverkan, bör dokumentera vilka personer som av institutet har informerats om uppdraget, när informationen lämnats och vad den avsåg. Vidare har föreningen gett ut en mall för instruktion om hantering av insiderinformation d.v.s. hur en loggbok ska föras.

I likhet med Fondhandlareföreningen rekommenderar även OMX Nordic Exchange Stockholm (OMX) att värdepappersinstituten för en separat skuggloggbok över de personer i organisationen som har informerats i samband med transaktionen.

Reglering och rekommendationer avseende loggböcker

- Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument ,10a§
- Svenska Fondhandlareföreningens principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet - Sekretess kring uppdrag
- OMX:s råd beträffande loggböcker

Iakttagelser

Kravet på att föra loggbok ligger på det noterade bolaget. Det förekommer dock att värdepappersinstituten, genom sin samordnande roll i samband med emissioner och nyintroduktioner, dokumenterar spridning av kurspåverkande information. Detta sker antingen på uppdrag av emittenten eller på eget initiativ. Eftersom denna hantering endast grundar sig på råd och riktlinjer från OMX respektive Fondhandlareföreningen kan instituten själva bestämma vid vilka tillfällen och på vilket sätt informationsspridningen bör dokumenteras. Skillnaderna är tydliga i de loggböcker som ingår i undersökningen. I vissa fall anges enbart de personer som enligt uppgift har kommit i kontakt med kurspåverkande information utan vidare detaljer om när informationen spreds, vilken funktion personen har eller vilken typ av information som avses. I några fall har informationen varit mer detaljerad, men då har värdepappersinstitutet vanligtvis fört loggbok på uppdrag av emittenten.

Eftersom regelverket både omfattar bolag som är noterade och sådana som har lämnat in en ansökan om notering har vi också begärt in loggböcker från de emittenter som står bakom transaktionerna i undersökningen. Vid

åtminstone en nyintroduktion har emittenten avstått från att föra loggbok under noteringsprocessen med hänvisning till att OMX anser att den slutliga ansökan om upptagande till handel av finansiella instrument sker i samband med noteringen.⁸ Tillämpningen av denna regel är därmed en definitionsfråga beroende på när en ansökan om notering kan anses ha lämnats in. Tolkningen av OMX stöds av de förarbeten som ligger till grund för lagstiftningen.⁹ Flera av värdepappersinstituten poängterar också att det inte finns något värde i att föra loggbok i samband med nyintroduktioner. Skälet är att emittentens aktier ännu inte har tagits upp till handel och det därmed inte finns någon marknadskurs som kan påverkas.

Oavsett vilken tolkning eller motiv som bör gälla kräver lagstiftningen att samtliga personer som har tillgång till insiderinformation när väl emittenten är noterad ska registreras – det har ingen betydelse om dessa har fått tillgång till uppgifterna i ett tidigt skede av noteringsprocessen. I ovanstående exempel påbörjar emittenten registreringen i samband med noteringsdagen utan medverkan från värdepappersinstitutet. Detta skulle kunna medföra att den initiala loggboken blir ofullständig eftersom värdepappersinstitutet sannolikt är den aktör som har mest insyn i vilka personer varit involverade i noteringsprocessen och i vilken mån dessa har tagit del av insiderinformation. Vi ser därför fördelar för emittenten med att låta värdepappersinstituten föra loggbok under hela noteringsprocessen.¹⁰

Den nuvarande lagstiftningen har dessutom begränsad räckvidd genom att enbart omfatta noterade bolag. Missbruk av kurspåverkande information kan få samma konsekvenser oavsett formen för handeln. Dessutom försvårar begränsningen FI:s och de oreglerade marknadsplatsernas möjlighet att kontrollera marknadsmissbruk¹¹ – en situation som blir mer påtaglig i takt med att dessa marknader växer i volym och betydelse. Det bör således ligga i såväl det emitterande bolagets som de oreglerade marknadsplatsernas intresse att hanteringen av loggböcker förs in i de oreglerade marknadsplatsernas egna regelverk. Detta skulle höja förtroendet för såväl de enskilda företagens aktier som marknadsplatsen, eftersom det underlättar tillsynen och minskar risken för otillåten insiderhandel.

Ett alternativ till detta skulle vara om värdepappersinstituten regelbundet förde loggbok i samband med publika transaktioner, oberoende av emittentens skyldighet. I så fall skulle åtminstone de tillfällen då risken för spridning av kurspåverkande information är som störst hanteras likvärdigt, oavsett emittentens status som noterat eller onoterat bolag.

⁸ OMX och NGM anser att den slutliga ansökan om upptagande till handel avser en komplett ansökan, d.v.s. då samtliga noteringsdokument har inkommit vilket inkluderar såväl intyg från Finansinspektionen om att prospektet är registrerat som intyg från banken om att erforderlig spridning uppnåtts. Det senare brukar överlämnas i samband med att noteringsavtalet undertecknas vilket i praktiken innebär att noteringsprocessen omfattar en mycket kort tidsperiod, strax innan handeln påbörjas.

⁹ Regeringens proposition 2004/05:142.

¹⁰ En stor del av denna problematik hanteras av prospektregelverket som kräver att all information som är nödvändig för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittenten och erbjudandet framgår av prospektet. Loggboken skulle därför endast fylla sitt syfte i de fall som emittenten anser att denne inte kan offentliggöra information som i ett senare skede skulle kunna bli kurspåverkande, t.ex. i samband med kundförhandlingar.

¹¹ Med oreglerad marknadsplats avses i denna rapport andra marknadsplatser än börs eller auktoriserad marknadsplats.

Hur hanteras garantier och teckningsförbindelser i samband med emissioner?

SAMMANFATTNING

Det saknas regler för hur garantier i samband med emissioner ska vara utformade och vilka säkerheter som krävs. En förbindelse som inte med säkerhet kan uppfyllas skulle sannolikt inte uppfattas som en garanti av investeraren om denne kände till dessa omständigheter. FI kommer därför att ställa högre krav på informationen om garantins värde i granskningen av prospekten.

Bakgrund

Användandet av garantier¹² i samband med publika emissioner har ökat under de senaste åren. Det vanligaste motivet är att neutralisera osäkerhet om marknadsutvecklingen eller särskilda omständigheter kring emittenten – faktorer som kan ha stor betydelse för investerarnas vilja att delta i emissionen.

En investerare som tecknar en emission med garanti- eller teckningsförbindelse bör kunna förvänta sig att alla åtaganden uppfylls även om transaktionen inte blir fulltecknad. En förbindelse som inte med säkerhet kan uppfyllas uppfattas sannolikt inte som en garanti av investeraren om denne kände till dessa omständigheter.

Även om lagstiftningen anger vilka som får agera garantier är själva förfarandet inte reglerat i lag. Formen och villkoren för garantigivning kan därför skilja sig mellan olika transaktioner trots att begreppet utgör en viktig del av marknadsföringen och därmed borde ha samma innebörd vid alla tillfällen.

Mot bakgrund av detta har vi valt att närmare studera hur garantier och teckningsförbindelser¹³ hanteras i praktiken i de transaktioner som ingår i undersökningen.

Reglering och rekommendationer

Värdepappersinstitut som själva agerar som garant eller sätter samman ett garantikonsortium måste ha tillstånd enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Tillståndskravet gäller även för juridiska personer som ingår i garantikonsortium på ett sätt som kan anses vara yrkesmässigt. Detta innebär att bolag som bedriver garantigivning på yrkesmässig basis måste ansöka om tillstånd medan privatpersoner kan uppmanas att upphöra med sin verksamhet. Vid bedömningen av vad som menas med yrkesmässigt har FI tidigare tagit hänsyn till om garanten är aktieägare i emittenten sedan

¹² Garantigivning beskrivs i rapporten Processen vid nyintroduktioner och emissioner (2007:11).

¹³ Teckningsförbindelse tecknas mellan emittenten och befintliga aktieägare i samband med företrädesemission. Avtalet innebär att aktieägaren förbinder sig att teckna sin andel av emissionen.

tidigare, vilka intäkter som garantigivningen genererar samt hur ofta personen eller bolaget agerar garant. Tillståndsplikten medför att garanten står under FI:s tillsyn vilket är ett sätt att försäkra sig om att garantigivaren kan infria sitt åtagande genom att ha tillräckligt kapital.

Förutom krav på informationsgivning i samband med prospekt saknas annan reglering kring garantigivning utöver vad som framgår ovan.

Reglering avseende garantigivning

- Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap. 3§ punkt 5. Ersätts den 1 november 2007 av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.
- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt, bilaga 3 p. 5.4.3 och 5.4.4.

Iakttagelser och diskussion

Värdepappersinstituten i undersökningen har olika uppfattning om när en garanti- eller teckningsförbindelse är motiverad. I vissa fall används metoden restriktivt därför att den anses vara alltför kostsam för emittenten. Andra institut anser att garantigivning bidrar till att skapa en stabilare plattform för marknadsföringen av emissionen. Dessa rekommenderar därför ofta mindre emittenter att säkerställa delar eller hela emissionen med hjälp av garantier. Kostnaderna för garantigivningen kan vara höga och bör vägas mot behovet. Ersättningen till garanterna kan jämföras med en försäkringspremie som motsvarar den risk som åtagandet medför¹⁴. Är risken obefintlig och det ändå utgår en hög ersättning till garanten, skulle detta kunna uppfattas som en form av dold ersättning. Detta gäller i synnerhet om samma garantier förekommer upprepade gånger eller har nära koppling till värdepappersinstitutet. Man bör också vara medveten om att det finns alternativ till att använda garantier. Vid företrädesrättsemissioner prissätts exempelvis de emitterade aktierna med en säkerhetsmarginal i förhållande till aktiekursen. På så vis ökar sannolikheten att nå en full teckningsgrad i emissionen eftersom erbjudandet ter sig mer attraktivt för de investerare som kan tänka sig att teckna utan företrädesrätt.

En garanti- eller teckningsförbindelse omfattar vanligtvis ett skriftligt avtal mellan emittenten och garanten. Dessutom är det vanligt att garantin säkerställs genom exempelvis en bankgaranti eller avsättning. Diskussionen med värdepappersinstitutet, beträffande hanteringen av säkerheter i samband med garantigivning, kan sammanfattas i följande:

- Värdepappersinstituten anser att behovet av säkerhet i samband med garantigivning beror på vem som ger garantin – en bedömning som emittenten gör i samråd med värdepappersinstitutet.
- Värdepappersinstitutet träder sällan in som tredje part i de avtal som tecknas mellan emittenten och garanten för att säkerställa garantibeloppet.
- I samband med teckningsförbindelser anses inte behovet av säkerhet vara lika högt som vid extern garantigivning eftersom avtalet

¹⁴ Den kan också jämföras med en sälloption vars premie avspeglar underliggande värde, underliggande volatilitet, tidsfaktor och en räntekomponent.

omfattar befintliga ägare. Dessutom är inte denna förbindelse förenat med någon ersättning¹⁵.

Slutsatsen i den första punkten är att investerarna är beroende av att värdepappersinstitutet eller emittenten verkligen kan bedöma att garanten kommer att uppfylla sitt åtagande. Ett alternativ till detta skulle vara att alltid begära någon form av säkerhet för ställda garantier men att vissa undantag kan göras för större institutioner eller andra aktörer som är välkända på marknaden.

Den andra punkten belyser det faktum att värdepappersinstitutet skulle kunna ta ett större finansiellt ansvar som ett alternativ till att begära säkerhet från garanten, t.ex. genom att gå in som tredje part i garantiavtalet med syfte att säkerställa garantens åtaganden. Detta förekommer, om än i liten omfattning. Oviljan att engagera sig på detta sätt beror framförallt på den finansiella risk som tredjepartsavtalet för med sig och svårigheten att hantera de aktier som värdepappersinstitutet skulle tvingas ta in i egen bok om garanten inte fullföljer sitt åtagande.

Den sista punkten är särskilt anmärkningsvärd då de incidenter som uppstod under 2006 med anledning av garantigivning orsakades av befintliga aktieägare som ingått en teckningsförbindelse med emittenten i samband med företrädesemission¹⁶. Säkerställande av en garanti syftar till att snabbt ge emittenten tillgång till den garanterade emissionslikviden oavsett om garanten avser att fullfölja sitt åtagande eller inte. Eventuella tvister kring det avtal som emittenten och garanten har tecknat kan innebära långa rättsliga processer. Om emissionen syftar till att tillföra rörelsekapital kan därför tidsaspekten vara avgörande för att emittenten ska kunna bedriva verksamheten vidare. En teckningsförbindelse bör därför ha samma behov av säkerställande som en garantiförbindelse.

Avslutningsvis har vi konstaterat att de värdepappersinstitut som ingår i undersökningen sällan gör någon kontroll eller bedömning om huruvida externa garantier kan anses agera yrkesmässigt eller förekommer i flera transaktioner samtidigt. Skulle garanten förekomma i flera transaktioner för vilka garantiåtagandena måste fullföljas finns risk att denne inte har tillräckligt kapital – en risk som sannolikt skulle minska om garanten stod under FI:s tillsyn.

De ovanstående problemen är delvis omhändertagna av gällande regelverk och FI kommer att skärpa granskningen av prospekten enligt nedan:

- Prospektregelverket kräver att prospekten ska innehålla information om alla väsentliga villkor i garantiavtalet. Detta innebär att informationen ska inkludera uppgifter om huruvida garantin är säkerställd och på vilket sätt detta har skett. Vidare är det en fördel om emittenten informerar om motiven för garantigivningen.

¹⁵ Ersättning för teckningsförbindelser i samband med företrädesrättsemissioner skulle bryta mot aktiebolagslagens krav på likabehandling av befintliga aktieägare vid dessa tillfällen.

¹⁶ Exempelen avser företrädesemissioner som genomfördes av Fly Me och Fingerprint Cards under 2006. I det senare fallet fullföljdes teckningsförbindelsen efter påtryckningar.

- Investeraren måste även få den information som krävs för att bedöma värdet av garantin. Detta innebär information om garantens kreditvärdighet och möjlighet att fullgöra sina åtaganden.
- En emission kan inte betraktas som säkerställd om inte garantin eller teckningsförbindelsen motsvarar detta. Teckningsförbindelser bör därför marknadsföras med försiktighet eftersom den sällan omfattas av någon säkerhet.

Slutligen kan konstateras att det sannolikt är en rimlig förväntan från investerarna att värdepappersinstitutet och emittenten kontrollerar att de parter som är del av transaktionen har nödvändiga tillstånd för att delta, även om det inte finns krav i lagen om en sådan kontroll. Detta gäller särskilt garanter där krav om tillstånd från Finansinspektionen i vissa fall föreligger.

Bör alla investerare få tillgång till tecknade eller förvärvade aktier på samma villkor?

SAMMANFATTNING

Förhandel eller villkorad handel genom systemen på börserna, som inte alla investerare har möjlighet att delta i, kan upplevas som orättvis. FI anser att en öppen och genomlyst handel är att föredra framför en gråhandel men att riskerna i samband med detta måste tydliggöras i prospektet. På sikt borde möjligheten erbjudas alla investerare eftersom begränsningen i huvudsak är en teknisk fråga.

Bakgrund

I samband med större nyintroduktioner förekommer ibland en form av förhandel som inte alla investerare har möjlighet att delta i. Detta problem har i grunden ingen koppling till den slutliga leveransen av de aktier som har tecknats eller förvärvats. Istället bottnar den i det faktum att kunder till värdepappersinstituten, i första hand institutionella, har möjlighet att handla med aktier som man ännu inte har betalt och fått levererade. Situationen kan upplevas orättvis då övriga investerare ofta kan få besked om sin tilldelning vid samma tillfälle men saknar möjlighet att avyttra sitt innehav samtidigt som handeln pågår helt öppet. Mot bakgrund av detta har FI diskuterat frågan med de institut som ingår i undersökningen för att närmare kunna avgöra i vilken mån detta utgör ett problem och hur det i så fall skulle kunna lösas.

Reglering och rekommendationer

Det finns ingen reglering för hur investerare ska få tillgång till tecknade eller förvärvade aktier. I vilken mån det finns skillnader mellan olika kategorier av investerare ska dock framgå av prospektet.

Reglering och rekommendationer avseende tillgänglighet

- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt, bilaga 3 p. 5.2.4.

Diskussion

Villkorad handel, eller förhandel¹⁷, initierades av medlemmar på Stockholmsbörsen 1996 för att förenkla och genomlysa den gråhandel som ofta förekommer i samband med större nyintroduktioner. Förfarandet är även vanligt utomlands. Det är främst de stora bankerna, vilka ofta agerar värdepappersinstitut i dessa sammanhang, som förespråkar metoden. Som argument pekar de främst på två fördelar jämfört med att bedriva gråhandel:

- Förhandeln blir mer genomlyst vilket minskar osäkerheten på marknaden och därmed ger en bättre grund för den inledande marknadsvärderingen när väl aktien börjar handlas.
- Flera aktörer än tidigare kan delta i förhandeln, i viss mån även privata investerare.¹⁸

¹⁷ Kallas också when issued-handel.

¹⁸ Eftersom handeln sker via OMX Nordic Exchange Stockholms handelssystem har i praktiken alla samma möjlighet att agera på köpsidan medan säljsidan begränsas till de aktieägare som

Ovanstående positiva syn på förhandel delas inte av alla aktörer på marknaden. Förutom den kritik som har framförts i media ställer även de mindre värdepappersinstituten sig frågande till metoden. De upplever metoden som i grunden orättvis genom att den utesluter vissa kategorier av investerare och samtidigt förbättrar förutsättningarna för andra. Om inte marknaden är beredd att påbörja handeln i samband med att alla har tillgång till sina aktier borde förhandeln, enligt dem, anpassas så att alla investerare ges samma möjlighet att delta. Flera aktörer menar att frågans lösning framförallt är av teknisk natur.

Förhandeln bygger i praktiken på att värdepappersinstitutet låter investerarna handla med aktier som ännu inte har registrerats och levererats. Detta bygger i sin tur på att värdepappersinstitutet har kännedom om vilken tilldelning som dessa har fått samt om de kan fullfölja sina betalningsåtaganden, d.v.s. har avsatt kapital på ett konto hos den bank som tillhandahåller transaktionen. Följaktligen är det framförallt värdepappersinstitutets kunder som kan delta i förhandeln. Dessutom kan institutionella kunder som har tecknat mäklaravtal med banken delta, även om dessa har depå i annan bank. Privata kunder, med depå eller VP-konto på annat håll kan därför inte delta om inte deras värdepappersinstitut tillåter samma förfarande – något som i praktiken inte sker enligt uppgifter från de värdepappersinstitut som deltar i undersökningen. Möjligheten till förhandel gynnar därför värdepappersinstitutens egna kunder och vissa institutionella kunderna, vilket skulle kunna uppfattas som orättvist. Förespråkarna pekar dock på det faktum att värdepappersinstitutet och emittenten inte har någon skyldighet att genomföra tilldelningen på ett rättvist sätt så länge man uppfyller noteringskraven – i praktiken skulle värdepappersinstitutet kunna välja att enbart tilldela egna kunder i samband med nyintroduktionen och därmed lösa problemet med förhandeln.

Att upphöra med förhandel genom OMX och gå tillbaka till tidigare system med en gråhandel skulle förmodligen inte förändra det faktum att vissa kategorier av investerare har möjlighet att handla tidigare än andra. Möjligtvis skulle skillnaderna i behandling bli mindre påtaglig för privata investerare. FI förespråkar generellt en öppen och genomlyst handel och dagens förhandel bidrar till en sådan handel på ett bättre sätt än den tidigare gråhandeln – även om den inte är optimal.

FI anser att problemet på sikt bör kunna lösas av branschen då det i huvudsak är en teknisk fråga. En möjlighet skulle vara en överenskommelse mellan värdepappersinstitutet om att tillåta att kunderna utför transaktioner i förhandeln, oavsett vem som är medverkande värdepappersinstitut i transaktionen. Detta förutsätter dock att informationsutbytet mellan instituten förbättras i samband med tilldelningen.

I avvaktan på den slutliga lösningen kan branschen minska problemet med förhandeln genom olika åtgärder:

- Förhandeln kan medföra att vissa investerare riskerar att inte kunna avyttrade aktier på samma villkor som andra vid en fallande

fått besked om tilldelning och dessutom har möjlighet att sälja genom det medverkande värdepappersinstitutet.

marknad. Prospektet fyller därför en viktig funktion för att informera marknaden och privata investerare kring förfarandet vid den inledande handeln och de risker som detta kan medföra vid en investering i aktien.

- Alla investerare bör få möjlighet att få information om tilldelning vid samma tillfälle. FI ser därför positivt på att vissa värdepappersinstitut på senare tid har gett möjlighet för alla investerare att ringa in för att få besked om tilldelning redan dagen efter tilldelningsförfarandet har avslutats. Därmed kan dessa delta i förhandeln på köpsidan men fortfarande är möjligheten att sälja på informationen begränsad.
- Värdepappersinstituten kan påbörja stabiliseringsåtgärder i samband med förhandeln och därmed riskera att uttömma alla möjligheter till vidare kursstabilisering när väl den riktiga handeln påbörjas. Det kan finnas anledning att även informera om denna risk i prospektet.

Annonsering av överteckning

SAMMANFATTNING

Undersökningen visar att emittentens och värdepappersinstitutens beräkning av överteckningsgrad skiljer sig vid transaktioner som använder ett prisintervall, vilket kan påverka investerarnas uppfattning om erbjudandets utfall. FI välkomnar en enhetlig standard för hur man ska beräkna och meddela överteckningsgrad respektive teckningsgrad.

I samband med att investerarna får uppgifter om sin tilldelning brukar emittenten offentliggöra utfallet av erbjudandet tillsammans med transaktionens teckningsgrad eller överteckningsgrad¹⁹. Undersökningen visar att emittentens och värdepappersinstitutens beräkning av överteckningsgraden skiljer sig vid transaktioner som använder ett prisintervall. Skillnaden går ut på att värdepappersinstitutet kan välja att inkludera intresseanmälningar från de budgivare som inte skulle ha fått någon tilldelning eftersom deras bud var lägre i förhållande till den slutliga teckningskursen. Alternativt kan värdepappersinstitutet välja att enbart räkna in de intresseanmälningar som har kommit i fråga för tilldelning, d.v.s. de som har angett ett budpris som ligger på eller över den slutliga teckningskursen. Även i detta fall kan överteckningsgraden skilja sig markant beroende på val av metod.

Med tanke på att överteckningsgraden ger marknaden en signal om intresset kring transaktionen kan detta åtminstone teoretiskt innebära att informationen påverkar aktiekursutvecklingen i den inledande handeln. Även om det framstår som ett problem att värdepappersinstitutet eller emittenten beräknar överteckningsgraden för optimistiskt vill vi samtidigt poängtera att konsumenten inte ska övertolka detta nyckeltal. Överteckningsgraden kan nämligen blåsas upp av inflaterade teckningsanmälningar från investerare som vill försäkra sig om en viss tilldelning – något som kan vara värt att nämna i samband med annonseringen av emissionsutfallet.

Mot bakgrund av ovanstående resonemang vore det lämpligt att nå en enhetlig standard för hur man ska beräkna och meddela överteckningsgrad respektive teckningsgrad. Området är oreglerat och en frivillig överenskommelse bland branschens aktörer skulle därför vara välkommet.

¹⁹ Teckningsgraden visar på hur stor andel av emissionen som tecknades. En fulltecknad emission har således en teckningsgrad på 100%. Överteckningsgraden anger med hur många procent som emissionen har övertecknats. En teckningsgrad på 120% motsvaras därför av en överteckningsgrad på 20%.

Övriga iakttagelser i samband med undersökningen

Emissionskostnader

Normalt erhåller värdepappersinstitutet en rörlig ersättning för sin medverkan, kopplad till utfallet av emissionen. I samband med emissioner från emittenter, vars verksamhet har en fondliknande struktur, har vi också sett att ersättningen ibland periodiseras över flera år²⁰. Denna ersättning inkluderas inte alltid i emissionsersättningen utan beskrivs separat i prospektet.

Prospektregelverket²¹ kräver att emittenten ska lämna uppgifter om de sammanlagda kostnaderna för emissionen eller erbjudandet i prospektet. Vi anser att denna ersättning även ska inkludera indirekt och periodiserad sådan alternativt en beskrivning hur denna kan komma att påverka den sammanlagda kostnaden.

Ångerrätt

En viktig rättighet som prospekt för med sig är den ångerrätt som investeraren kan få i de fall nya omständigheter framkommer innan teckningstiden för ett erbjudande har löpt ut. Om det inträffat en ny omständighet, sakfel eller förbiseende som kan påverka bedömningen av det finansiella instrumentet, efter att prospektet godkänts men innan anmälningstiden löpt ut, ska bolaget rätta till detta i ett tillägg till prospektet. Tillägget ska offentliggöras. En investerare som innan tillägget till prospektet offentliggörs har gjort en anmälan, eller på annat sätt samtyckt till köp eller teckning av de finansiella instrument som omfattas av prospektet, har rätt att återkalla sin anmälan. Detta ska ske inom fem arbetsdagar från offentliggörandet av tillägget²².

Vi anser att denna information är så viktig att den bör framgå i prospektet. Alternativt skulle samma information kunna ingå i det tilläggsprospekt som emittenten upprättar²³.

²⁰ Emissionsinstitutet erhåller då en årlig procentuell ersättning från fondbolaget som i sin tur inte behöver ha någon vidare koppling till emittenten annat än som rådgivare i förvaltningsfrågor. Fondbolaget får då en årlig procentuell ersättning av emittentens baserat på dennes förvaltade förmögenhet (d v s det egna kapitalet).

²¹ Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt.

²² Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument 34§.

²³ Enligt kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 bilaga 3, p 5.1.7 ska det framgå i prospektet inom vilken tid en teckningsanmälan kan dras tillbaka om detta är tillåtet. Denna punkt skulle även kunna omfatta rättigheter i samband med tilläggsprospekt.

Begrepps- och ordlista

Börs	Företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan, till verksamheten, anslutna medlemmar.
Certified Adviser	Har som uppgift att leda bolaget genom ansökningsprocessen in på First North samt löpande övervaka att bolaget följer reglerna och rapporterar eventuella avvikelser till börsen.
Emittent	I fråga om aktier är aktiebolaget emittenten och i fråga om annat finansiellt instrument, utgivaren eller utfärdaren av instrumentet. I denna rapport omfattar även begreppet bolag som avser att upp aktier till handel eller vars ägare genomför ett erbjudande om förvärv av befintliga aktier.
Erbjudande om förvärv av aktierelaterade finansiella instrument	Allmänheten erbjuds förvärva befintliga aktier. I samband med detta ska prospekt upprättas av det aktiebolag som har gett ut instrumenten på uppdrag av den som avser att lämna ett sådant erbjudande.
Finansiellt instrument	Fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Ett finansiellt instrument kan vara antingen aktierelaterat eller icke aktierelaterat.
Företrädesemission/ emission utan företrädesrätt	Vid företrädesemission har befintliga aktieägare rätt att teckna aktier utifrån sitt tidigare innehav. En emission som riktar sig till allmänheten ger ingen företrädesrätt och fördelning av emitterade aktier sker därför på andra grunder.
Garanti- och teckningsförbindelse	Ett avtal som vanligtvis ingås mellan emittenten och en utomstående part (garanten) där garanten förbinder sig att teckna ett visst antal aktier då emissionen inte blir fulltecknad. I utbyte utgår i regel en ersättning. Teckningsförbindelse är ett avtal mellan emittenten och en existerande aktieägare om att denna ska teckna ett visst antal aktier med stöd av teckningsrätter. I utbyte utgår i regel ingen ersättning.
Insiderinformation	Information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som väsentligt kan påverka priset på finansiella instrument

Nyintroduktion	När ett bolag, som tidigare inte har handlats publikt på exempelvis en börs eller annan auktoriserad eller oreglerad marknadsplats, avser att påbörja handel som en del av prospektets motiv. Dessa prospekt avser vanligtvis en emission eller ett erbjudande om förvärv av aktier men kan också syfta till att enbart notera bolaget på en börs eller auktoriserad marknadsplats, exempelvis vid utdelning av dotterbolag till befintliga aktieägare. I samband med notering på en börs kallas detta vanligtvis för en börsintroduktion. Definitionen av nyintroduktion i denna rapport är dock bredare och omfattar även oreglerade marknadsplatser.
Oreglerad marknadsplats	Marknadsplats som inte är att betrakta som börs eller auktoriserad marknadsplats.
Prospekt	En informationshandling som innehåller information om de finansiella instrument som emittenten antingen erbjuder till allmänheten eller tar upp till handel på en börs eller auktoriserad marknadsplats. Ett prospekt är en handling som är godkänd av Finansinspektionen enligt reglerna i LHF och prospektförordningen.
Värdepappersinstitut	Värdepappersbolag och svenska kreditinstitut som fått tillstånd att bedriva värdepappersrörelse enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Dessa kan yrkesmässigt tillhandahålla någon av följande tjänster: handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn, förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument, handel med finansiella instrument för egen räkning, förvaltning av annans finansiella instrument samt garantigivning eller annan medverkan vid emissioner.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2007:11 Processen vid introduktioner och nyemissioner
- 2007:10 Brottsliga angrepp mot internetbanker
- 2007:9 Konsumentskyddet på finansmarknaden
- 2007:8 Pension under utbetalning
- 2007:7 Pensionsspara i försäkring
- 2007:6 Fondbolagens informationsgivning II
- 2007:5 Rådgivningen, kunden och lagen – en undersökning av finansiell rådgivning
- 2007:4 Kreditmarknadsbolagen och konsumentskyddet
- 2007:3 Ordning och reda ? II – en granskning av 678 försäkringsförmedlare
- 2007:2 Utvärdering av Stockholmsbörsen AB som central motpart, 2006
- 2007:1 Utvärdering av VPC:s clearingsystem, 2006
- 2006:18 Operativa risker – företagens hantering och FI:s rekommendationer
- 2006:17 Penningtvätt och terroristfinansiering
- 2006:16 Flytträtt för sparande i pensionsförsäkring – kartläggning och förslag
- 2006:15 Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden
- 2006:14 Finanssektorns stabilitet 2006
- 2006:13 Warrantmarknaden – en granskning av informationen till småsparare
- 2006:12 Blancokrediter till konsumenter II – uppföljning
- 2006:11 Skatte- och försäkringsrörelseregler för livförsäkring
- 2006:10 Pensionssparandet och värdebeskeden
- 2006:9 Utvecklingen på bolånemarknaden
- 2006:8 Ordning och reda – en granskning av 150 försäkringsförmedlare
- 2006:7 Livbolagens förlusttäckning – redovisning av olika metoder
- 2006:6 Bankernas kapitalkrav med Basel 2



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se