

30 september 2024

Värdepappersmarknadsföreningens styrelse har den 30 september 2024 beslutat att utfärda följande rekommendation om god värdepappersmarknadssed. Rekommendationen tillämpas på riktade emissioner som offentliggörs den 1 december 2024 eller senare. Innan rekommendationen utfärdades har den behandlats i nämnden för marknadssed.

Riktade emissioner

Det är möjligt att genomföra riktade emissioner när de villkor för riktade emissioner som föreskrivs i aktiebolagslagen uppfylls. Ur perspektivet för god värdepappersmarknadssed är det viktigt att grunderna för att avvika från aktieägarnas teckningsrätt offentliggörs på ett tydligt och heltäckande sätt.

I det meddelande eller de meddelanden i vilka ett förslag, beslut eller resultat som gäller riktad emission offentliggörs, måste utöver de uppgifter som krävs enligt lagstiftningen och handelsplatsens regler åtminstone följande uppgifter anges:

- Skäl till avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt.

De omständigheter och förhållanden på vilka styrelsen baserar sin synpunkt om det vägande ekonomiska skäl som avses i aktiebolagslagen ska beskrivas i en sådan utsträckning att aktieägare och investerare utifrån de uppgifter som lämnats kan bedöma de omständigheter som påverkat styrelsens beslutsfattande.

Om skälet till avvikelserna från företrädesrätten är de tids- och kostnadsbesparingar som uppnås genom en riktad emission jämfört med en företrädesemission ska bolaget särskilt motivera varför tids- och kostnadsbesparingarna är avgörande i den aktuella situationen med avseende på bolagets och alla dess aktieägares gemensamma intresse.

Om emissionen riktas till vissa förutbestämda enskilda placerare bör bolaget motivera varför aktierna erbjuds till just dessa placerare.

- En beskrivning av hur teckningspriset för aktierna bestäms och hur man har försäkrat sig eller kommer att försäkra sig om att teckningspriset är marknadsmässigt.

Om teckningspriset bestäms genom ett anbudsförfarande (bookbuilding) eller utifrån en oberoende bedömning är det vanligtvis tillräckligt att ange denna omständighet. Om teckningspriset bestäms på något annat sätt, exempelvis baserat på förhandlingar, ska det beskrivas hur man har försäkrat sig om eller kommer att försäkra sig om att teckningspriset är marknadsmässigt.

- Information om vilka som har tecknat aktier.

Om emissionen riktas till vissa förutbestämda enskilda placerare bör dessa placerare specificeras. Om dessa placerare omfattar befintliga aktieägare i bolaget måste en motivering till detta anges.

Om den riktade emissionen har genomförts genom anbudsförfarande (bookbuilding), räcker det med ett omnämnande av att teckningarna har gjorts genom ett anbudsförfarande och en beskrivning av de kategorier av placerare som

30 september 2024

tecknarna tillhör. Om en aktieägare som har minst 10 procent av samtliga aktier i bolaget eller av det röstetal som alla aktier ger har tecknat minst 10 procent av de aktier som erbjuds i den riktade emissionen i ett anbudsförfarande, ska bolaget specificera den berörda aktieägaren.

Vid behov tolkar nämnden för marknadssed rekommendationen och kan på ansökan ge beslutsrekommendationer gällande tillämpningen av rekommendationen eller god värdepappersmarknadssed i enskilda fall.

Motivering till rekommendationen

Rekommendationens tillämpningsområde och syfte

Rekommendationen tillämpas på sådana avgiftsbelagda riktade emissioner där aktiens teckningspris betalas i sin helhet i pengar, med undantag för riktade emissioner där aktier erbjuds till allmänheten (t.ex. nyemissioner i samband med en börsintroduktion) eller till bolagets personal.

Rekommendationen tillämpas på finländska aktiebolag vars aktie är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad eller på bolagets ansökan eller samtycke i ett multilateralt handelssystem.

De principer som framgår av i rekommendationen kan också följas i tillämpliga delar i samband med andra typer av riktade, avgiftsbelagda eller avgiftsfria emissioner eller beviljande av optionsrätter eller andra särskilda rättigheter som avses i 10 kap. i aktiebolagslagen (ABL), samt vid sådana riktade emissioner hos sådana utländska emittenter vars aktie är föremål för handel i Finland på en reglerad marknad eller på bolagets ansökan eller samtycke i ett multilateralt handelssystem.

Syftet med rekommendationen är att styra och främja god värdepappersmarknadssed. Rekommendationen behandlar offentliggörande av uppgifter relaterade till riktade emissioner särskilt när det gäller motivering och prissättning av den riktade emissionen. Rekommendationen är avsedd att följas som sådan och följ eller förklara-principen tillämpas inte på den. Utöver rekommendationen måste informationen ta hänsyn till kraven som föranleds av lagstiftningen och handelsplatsens regler.

Utöver den goda värdepappersmarknadssed som beskrivs i rekommendationen beskrivs i motiveringen till rekommendationen även innehållet i och tillämpningspraxis för bestämmelserna i ABL. Verksamhet i enlighet med beskrivningen som anges i motiveringen till rekommendationen garanterar inte som sådan att den riktade emissionen uppfyller kraven i ABL. Bolagen måste själva säkerställa att de villkor som anges i ABL för riktade emissioner uppfylls i varje enskilt fall.

Information om riktad emission

Uppgifter om ett förslag till eller beslut om riktad emission är ofta insiderinformation som avses i marknadsmissbruksförordningen ((EU) nr 2014/596) och offentliggörs i enlighet med kraven i förordningen. När uppgifterna inte är insiderinformation måste de

30 september 2024

offentliggöras i enlighet med börsens regler.¹ I börsens regler beskrivs även närmare vilka uppgifter som ska offentliggöras. I vissa situationer kan det också vara fråga om en väsentlig närståendetransaktion som ska offentliggöras i enlighet med 8 kap. 1 a § värdepappersmarknadslagen.

Med tanke på aktieägarnas och investerarnas tillgång till information är det viktigt att uppgifterna om en riktad emission och dess motiveringar offentliggörs på ett heltäckande och tydligt sätt. Sådana uppgifter som avses i denna rekommendation eller som krävs i handelsplatsens regler är exempelvis uppgifter om grunderna för avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, syftet med de tillgångar som förvärvas, vilka som tecknat aktier samt hur aktiernas teckningspris fastställs och det slutliga teckningspriset samt andra arrangemang relaterade till emissionen, som s.k. lock-up-förbindelser. Uppgifterna ska presenteras i en sådan omfattning att aktieägare och andra investerare utifrån de uppgifter som lämnats kan bedöma omständigheterna som påverkat styrelsens beslutsfattande. Rekommendationen förutsätter dock inte att uppgifter som är affärsekonomiskt känsliga för bolaget offentliggörs.

Beroende på situationen kan de uppgifter som avses i rekommendationen bli offentliga i ett eller flera olika meddelanden. Till exempel när det är frågan om en riktad emission till enskilda aktietecknare, där villkoren förhandlas fram med aktietecknarna, är det ofta möjligt att offentliggöra de uppgifter som avses i rekommendationen i ett enda meddelande. När teckningar för den riktade emissionen samlas in genom ett anbudsförfarande (bookbuilding) ska information om den riktade emissionen, motiveringen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt och uppgift om att teckningspriset för aktierna bestäms i anbudsförfarandet däremot offentliggöras innan anbudsförfarandet inleds. När anbudsförfarandet slutförts och efter att teckningarna har blivit godkända ska de uppgifter om aktietecknarna som avses i rekommendationen offentliggöras.

Det är ännu inte nödvändigt att offentliggöra de uppgifter som avses i rekommendationen i ett skede då det rör sig om ett allmänt förslag till bolagsstämman för att bemyndiga styrelsen att besluta om en riktad emission. Uppgifterna kommer då att offentliggöras vid den tidpunkt då styrelsen beslutar om en enskild emission. Om det förslag till bemyndigande för emission som lämnats till bolagsstämman emellertid gäller en konkret enskild emission ska dock de uppgifter som avses i rekommendationen offentliggöras i tillämpliga delar redan före bolagsstämman.

Aktieägares företrädesrätt och avvikelse från den

Utgångspunkten i 9 kap. 3 § i ABL är att aktieägarna vid en emission har företrädesrätt till aktier i samma förhållande som de sedan tidigare har aktier i bolaget. Om det finns flera aktieslag i bolaget ska företrädesrätten förverkligas genom att aktier av alla slag emitteras i förhållande till de olika aktieslagen samt genom att aktier av varje slag erbjuds aktieägarna i samma förhållande som de från förr har aktier av respektive slag. Enligt 4 § i samma kapitel kan en aktieemission verkställas med avvikelse från företrädesrätten, om det från bolagets synpunkt finns vägande ekonomiska skäl för detta. Vid bedömningen av om det finns godtagbara förutsättningar för en riktad emission skall

¹ Nasdaq Helsinki: Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, avsnitt 3.4 och 3.7, samt Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, avsnitt 4.2.2 och 4.2.5.

30 september 2024

särskilt avseende fästas vid förhållandet mellan teckningspriset per aktie och det gängse priset. Beslut om riktad emission eller om bemyndigande av styrelsen att besluta om riktad emission fattas med en kvalificerad majoritet som avses i 5 kap. 27 § i ABL.

Enligt motiveringen till bestämmelsen kan bolagets finansieringsbehov förutsätta att finansiering i eget kapital skaffas också hos andra än aktieägarna. Det kan vara nödvändigt att ordna en riktad emission till exempel vid finansiering av företagsköp eller i samband med olika incitamentsprogram för bolagets ledning och anställda. Å andra sidan kan förhindrande av aktietransaktioner som leder till ändrade ägarförhållanden eller tryggnad av en viss aktieägares majoritetsställning aldrig betraktas som vägande ekonomiska skäl.²

I bolagspraxis har vägande ekonomiskt skäl bedömts som en helhetsbedömning. Förutom de situationer som beskrivs i förarbetena till ABL kan omständigheter som talar för att ett vägande ekonomiskt skäl föreligger vara till exempel:

- risken för att företrädesemissionen inte tecknas till väsentliga delar,
- betydande kostnader för att ordna företrädesemission (inklusive eventuell teckningsgarantiavgift) med hänsyn till emissionens storlek,
- omständigheter gällande tidtabellen för verkställande av företrädesemissionen och hanteringen av den tillhörande marknadsrisken,
- att emissionen är kopplad som en väsentlig del av en större avtalshelhet, som ett företagsköp eller ett samarbetsavtal, eller
- målet att främja bolagets och alla dess aktieägares gemensamma intresse genom att utöka bolagets ägarbas till exempel i händelse av framtida kapitalanskaffningsbehov.

En riktad emission kan vanligtvis verkställas snabbare och billigare än en företrädesemission. Ur perspektivet för god värdepappersmarknadssed räcker det dock inte att motivera att saken konstateras i det meddelandet om en riktad emission på ett allmänt plan, utan bolaget bör motivera varför tids- och kostnadsbesparingarna är avgörande i den aktuella situationen med tanke på bolagets och samtliga aktieägares gemensamma intresse.

Likställighetsprincipen och ledningens omsorgs- och lojalitetsplikt

De allmänna principerna i 1 kap. ABL, i synnerhet likställighetsprincipen (ABL 1:7) och ledningens omsorgs- och lojalitetsplikt (ABL 1:8) ska beaktas vid beslut om riktade emissioner.

Likställighetsprincipen (ABL 1:7) förhindrar bland annat att enskilda aktieägare eller andra personer gynnas på andra aktieägares bekostnad. Kravet på ett för bolaget vägande ekonomiskt skäl i samband med riktade emissioner understryker

² RP 109/2005, s. 104.

30 september 2024

likställighetsprincipen. Det ska bedömas från fall till fall huruvida den riktade emissionen ligger i aktieägarnas gemensamma intresse.³

Även teckningspriset vid en riktad emission har en central betydelse med tanke på likställighetsprincipen, eftersom en riktad emission till underpris i allmänhet ger dem som förvärvar aktier en fördel på de aktieägares bekostnad vilkas företrädesrätt åsidosätts. Ju mera teckningspriset understiger det gängse priset, desto större vikt läggs vid kravet på vägande ekonomiskt skäl.⁴

Ledningens omsorgs- och lojalitetsplikt förutsätter att styrelsen i sitt beslutsfattande avseende en riktad emission handlar i bolagets och alla dess aktieägares gemensamma intresse. Att handla i bolagets intresse omfattar skyldigheten att handla i enlighet med bolagets syfte och därmed också lojalt i förhållande till alla aktieägare.

När det med tanke på bolagets övergripande intresse finns ett verkligt vägande ekonomiskt skäl för en riktad emission, strider den riktade emissionen som sådan i allmänhet inte mot likställighetsprincipen. Huruvida den riktade emissionen kränker aktieägarnas likställighet bedöms i oklara situationer utifrån en helhetsbedömning. De fördelar och nackdelar som aktieägarna orsakas bedöms i detta fall aktiebolagsrättsligt utifrån vilka huvudsakligen ekonomiska konsekvenser beslutet medför dem som aktieägare i bolaget.⁵

Om emissionen riktas till vissa förutbestämda enskilda placerare, förutsätter rekommendationen att bolaget motiverar varför aktierna erbjuds till just dessa placerare. Ett framgångsrikt verkställande av en riktad emission kan i vissa fall kräva att en eller flera av bolagets största aktieägare också deltar i emissionen. I sådana situationer betonas särskilt behovet av att motivera varför emissionen också riktas till vissa aktieägare.

Teckningspris vid riktad emission

Vid bedömningen av om det finns godtagbara förutsättningar för en riktad emission ska man enligt ABL fästa särskilt avseende vid förhållandet mellan teckningspriset per aktie och det gängse priset. Värdepappersmarknadsföreningen konstaterar att börskursen inte i alla situationer nödvändigtvis helt motsvarar aktiens gängse pris. Teckningspriset vid den riktade emissionen kan överstiga eller understiga den rådande börskursen bland annat på beroende på storleken av och orsakerna till emissionen, aktiens likviditet och marknadsläget. Även eventuella andra förbindelser i anslutning till emissionen, som en aktieägares förbindelse att inte sälja aktierna inom en viss tid från emissionen (s.k. lock-up) kan också påverka emissionens prissättning.

Öppenhet kring hur teckningspriset vid den riktade emissionen har fastställts och hur man försäkrat sig eller kommer att försäkra sig om att teckningspriset är marknadsmässigt stödjer aktieägarnas och investerarnas tillgång till information och bedömning av bolagets intresse. Behovet av öppenhet understryks om teckningspriset klart understiger den rådande börskursen.

³ RP 109/2005, s. 104.

⁴ RP 109/2005, s. 104.

⁵ Se HD:2018:19, punkt 30–32.

30 september 2024

En emission kan i allmänhet anses vara verkställd marknadsmässigt till exempel när teckningspriset vid en riktad emission har fastställts på ett vederbörligt sätt genomfört anbudsförfarande för institutionella placerare (bookbuilding).⁶ Detsamma gäller situationer där teckningspriset baseras på en oberoende värdebestämning.

Ett marknadsmässigt teckningspris kan också säkerställas på andra sätt. Styrelsen kan också anlita rådgivare för att säkerställa att teckningspriset är marknadsmässigt. Varken lagstiftningen eller denna rekommendation kräver att styrelsen anlitar en sakkunnig, men det kan stödja fullgörandet av styrelsens omsorgs- och lojalitetsplikt, till exempel när teckningskursen baseras på en prisindikation som en aktieägare ger eller där en betydande del av aktierna riktas till en betydande aktieägare i bolaget.

Bedömning av god värdepappersmarknadssed i ett enskilt fall

Värdepappersmarknadsföreningens nämnd för marknadssed tolkar rekommendationen vid behov. Nämnden kan även på ansökan ge beslutsrekommendationer gällande tillämpningen av rekommendationen eller god värdepappersmarknadssed i enskilda fall.

⁶ Ett anbudsförfarande har i allmänhet ordnats på vederbörligt sätt när (i) det har offentliggjorts, (ii) en större grupp placerare (till exempel kvalificerade investerare i den mening som avses i prospectförordningen (EU) 2017/1129) kan meddela sitt intresse av att delta i emissionen och (iii) det har funnits tillräckligt med deltagare i förfarandet för att prisbildningen kan anses vara tillförlitlig.