

Processen vid nyintroduktioner och emissioner

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	1
BAKGRUND	2
Corporate finance-verksamhet	2
Värdepappersinstitutets roll	3
Intressekonflikter inom corporate finance-verksamhet	4
ARBETSPROCESSEN VID PUBLIKA EMISSIONER OCH ERBJUDANDEN	7
Projektstart	8
Projektfas	12
Publik fas	16
Eftermarknad	22
BEGREPPS- OCH ORDLISTA	25

Sammanfattning

Denna rapport beskriver den process som föregår en publik emission eller nyintroduktion. Den belyser olika företeelser som investerare bör vara medvetna om när de deltar i denna typ av transaktioner för att kunna förstå och utvärdera erbjudandet i sin helhet.

Att genomföra en emission eller nyintroduktion¹ är ett relativt omfattande projekt som involverar flera externa och interna aktörer, utöver värdepappersinstitutets corporate finance-avdelning. Förfarandet vid och hanteringen av en emission är komplicerad och ställer höga krav på investerarens kunskaper för att denne ska förstå de konsekvenser som en investering i värdepappret kan föra med sig. 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.

Många gånger har privata investerare svårt att förstå alla moment och villkor i erbjudandet vilket kan leda till att de upplever sig vara orättvist behandlade. I de fall ett erbjudande riktas till allmänheten är därför informationen i samband med transaktionen av central betydelse². Branschen måste samtidigt ta hänsyn till lagstiftningens 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 ska tillgodoses i transaktionen.

I anslutning till kartläggningen har vi genomfört en granskning av hur värdepappersinstituten hanterar de olika delarna i emissions- eller noteringsprocessen. Resultatet av undersökningen presenteras i rapporten *Emissioner och nyintroduktioner* (FI 2007:12).

För att förenkla för läsaren återfinns en begreppslista i slutet av rapporten.

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

¹ Avser ett bolag som inte tidigare inte har handlats publikt på exempelvis en börs eller annan auktoriserad eller icke reglerad marknadsplats men som avser att påbörja handel som en del av transaktionen (se FI:s definitioner).

² Informationsgivningen regleras i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt.

Bakgrund

SAMMANFATTNING

Corporate finance är vanligtvis en avdelning hos värdepappersinstituten som sysslar med finansiella transaktioner för att förändra kapital- eller ägarstrukturen i olika aktiebolag. Detta innebär bl.a. kapitalanskaffning, ägarspridning och företagsförvärv.

Värdepappersinstitutet står under FI:s tillsyn och regleras av lagen (1991:981) om värdepappersrörelse som från den 1 november ersätts av lagen (2007:528) om värdepappersmarknader. Eftersom värdepappersinstitutet består av flera olika avdelningar som alla kan ha intresse i en finansiell transaktion löper dessa ständigt risken att det uppstår intressekonflikter som måste hanteras.

Corporate finance-verksamhet

Corporate finance, eller företagsfinansiering, är ett samlingsbegrepp som omfattar olika finansiella transaktioner som syftar till att förändra kapital- eller ägarstrukturen i publika och privata aktiebolag. Definitionen är bred men omfattar vanligtvis tre huvudsakliga områden:

- Kapitalanskaffning i olika former för att stärka bolagets balansräkning, alternativt finansiera investeringar eller förvärv. Detta kan göras genom en emission eller olika former av lånefinansiering, exempelvis obligationslån eller konvertibelutgivning.
- Ägarspridning och nyintroduktioner för att öka antalet aktieägare och möjliggöra en organiserad handel i aktien.
- Företagsförvärv och avyttringar vilket också innefattar fusioner mellan företag eller avknoppningar av delar av en näringsverksamhet.

Corporate finance involverar också andra områden som inte direkt är kopplade till kapitalstrukturen, exempelvis tillgångsvärdering, incitamentsprogram och noteringsprocesser. I denna rapport behandlas framförallt nyemissioner och nyintroduktioner.

- En nyemission syftar till att tillföra bolaget kapital genom att ge ut (emittera) nya aktier. Det emitterande bolaget kan välja att genomföra nyemissionen med eller utan företrädesrätt för de befintliga aktieägarna. I det senare fallet riktas erbjudandet till allmänheten eller till utvalda investerare.
- En nyintroduktion innebär att bolaget ansöker om börsnotering eller tar upp aktien till handel på en oreglerad marknadsplats. I samband med detta sker vanligtvis en ägarspridning genom att befintliga aktieägare erbjuder allmänheten att förvärva aktier. Bolaget kan också genomföra en nyemission i samband med nyintroduktionen.

Ett publikt företag som genomför någon av ovanstående transaktioner kallas fortsättningsvis för *emittent* i rapporten.

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 roll

Ett värdepappersinstitut är ett samlingsbegrepp som omfattar olika finansiella bolag som har rätt att yrkesmässigt bedriva värdepappersrörelse. Ett värdepappersinstitut kan exempelvis vara en bank eller en fondkommissionär. Gemensamt för dessa är att de regleras av lagen (1991:981) om värdepappersrörelse och står under tillsyn av Finansinspektionen.

För att kunna genomföra publik aktieemission, en ägarspridning eller en nyintroduktion anlitar emittenten i de flesta fall ett värdepappersinstitut för att hantera administrationen kring transaktionen. Vid en aktieemission gör värdepappersinstitutet bland annat följande:

- tar emot teckningsanmälningar
- hanterar betalningar
- distribuerar aktier

Medverkan av detta slag kräver tillstånd enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse³. Ofta engageras även värdepappersinstitutet som rådgivare och samordnare vilket innebär att det involveras i flera delar av transaktionen. Dessutom företräder värdepappersinstitutet emittenten i vissa fall. Emittenten kan också välja att själv samordna transaktionen och anlita rådgivare som inom de områden där nödvändig kunskap saknas, exempelvis jurister. Så länge dessa inte är att betrakta som medverkande i transaktionen behöver de inte tillstånd.⁴

Som rådgivare och samordnare har det medverkande värdepappersinstitutet ansvar för en mängd aktiviteter i samband med transaktionen. Det kan handla om att granska emittenten genom en så kallad legal, finansiell och affärsmässig due diligence, att ta fram analysmaterial, skriva prospekt,

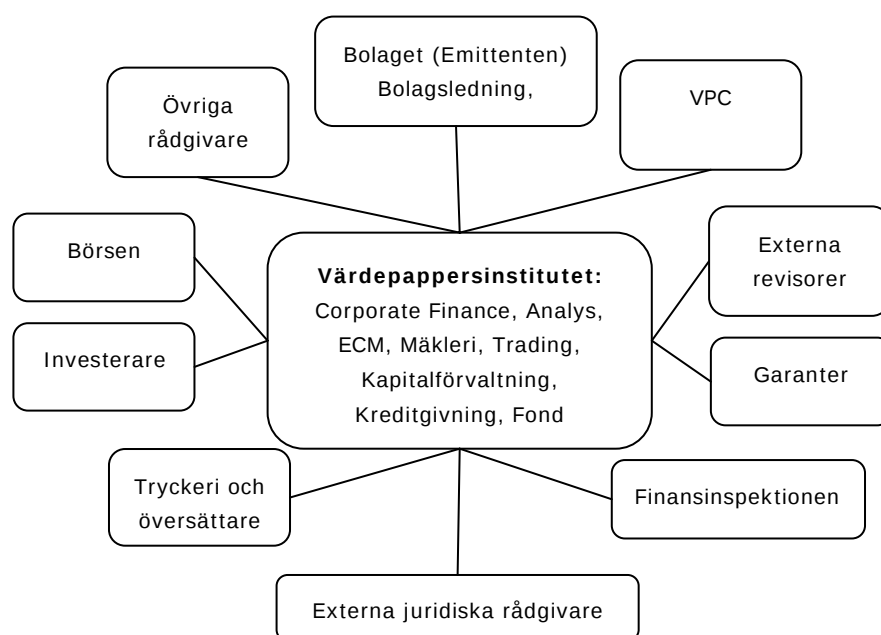
³ Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap 3§ p5. Garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets. Ersätts från 1 november med lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

⁴ Med nuvarande lagstiftning kan värdepappersinstitutet anses vara medverkande även om det inte hanterar anmälningar och betalningar, t.ex. om det tar ett helhetsansvar för att upprätta prospektet. Den 1 november ersätts dock lagen (1991:980) om värdepappersrörelse med lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. I samband med detta försvinner tillståndsplikten för annan medverkan vid emissioner. Hanteringen av anmälningssedlar och betalningar kommer fortfarande att vara tillståndspliktig liksom garantigivning samt placering med eller utan fast åtagande.

marknadsföra erbjudandet, hantera anmälningssedlar och betalning, ge förslag på tilldelning etc. Värdepappersinstitutet koncentrerar arbetet kring transaktionen till sin corporate finance-avdelning men arbetet omfattar även andra delar av organisationen såsom mäklar- och analysavdelningarna.

Därutöver engageras även externa parter i arbetet som:

- jurister och revisorer i samband med legal och finansiell granskning
- tryckeri i samband med framtagande av prospekt
- Finansinspektionen som måste godkänna prospektet
- OMX Nordic Exchange Stockholm AB eller Nordic Growth Market NGM AB, eller annan marknadsplats vid notering eller upptagande till handel.



Figuren ovan anger olika aktörer som kan involveras i arbetet kring en emission eller en nyintroduktion.

Intressekonflikter inom corporate finance-verksamhet

När ett värdepappersinstitut medverkar i en emission eller nyintroduktion företräder den ofta flera intressenter och måste därför se till att ingen part förfördelas framför en annan. Å ena sidan företräder man emittenten och ska därigenom arbeta för att transaktionen kan genomföras. Handlar det om en nyintroduktion ska också värdet på bolaget optimeras så att tidigare ägare får en acceptabel avkastning på sitt investerade kapital. Å andra sidan har värdepappersinstitutet ofta andra verksamheter med kundgrupper som direkt eller indirekt kan komma att omfattas av erbjudandet. Det kan exempelvis handla om fonder eller diskretionär förvaltning som på grund av risken för intressekonflikter ska hanteras separat från corporate finance-verksamheten. Värdepappersinstitutet kan också använda sig av egna marknadsfunktioner för att sälja in transaktionen, exempelvis genom mäklari eller kontorsnät. Dessa bör alltid ta ställning till om investerarens ekonomiska situation och

förkunskaper gör att investeringen är lämplig vilket kan hamna i konflikt med corporate finance-avdelningens målsättningar. Även om värdepappersinstituten hanterar intressekonflikter finns det andra omständigheter som kan upplevas som orättvisa bland investerarna, t.ex. i samband med tilldelning. Det är därför viktigt att vara medveten om att vissa emissioner och erbjudanden kanske inte är lämpliga för alla kategorier av investerare.

Hanteringen av intressekonflikter regleras av lagen (1991:981) om värdepappersrörelse där det finns en allmän uppföranderegeln som säger att värdepappersinstituten ska undvika intressekonflikter och, om sådana inträffar, se till att kunderna behandlas rättvist. Denna kommer från den 1 november 2007 att ersättas av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden där definitionen av en intressekonflikt blir vidare. Förutom att värdepappersinstituten ska vidta alla rimliga åtgärder för att identifiera intressekonflikter mellan institutet och dess kunder ska även konflikter mellan institutets kunder identifieras. Om värdepappersinstitutet inte bedömer sig kunna hantera dessa ska kunden informeras om detta.

FI har även utfärdat föreskrifter i vilka det framgår att värdepappersinstitut ska utfärda instruktioner för hur intressekonflikter ska hanteras under uppdrag. Vidare ska corporate finance-verksamheten hållas åtskild från övrig verksamhet på ett sådant sätt att otillbörligt informationsutbyte inte är möjligt. Även dessa föreskrifter ersätts från den 1 november 2007 med föreskrift om värdepappersmarknaden. De nya reglerna ligger i linje med befintliga föreskrifter men blir mer detaljerade och exakta.

Förutom FI:s föreskrifter utfärdar även Svenska Fondhandlareföreningen principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet som de svenska medlemmarna uppmanas att följa. Dessa berör bland annat sekretess, rutiner, anställdas aktiehandel, intressekonflikter, kontroll av kundföretag, betalning i form av aktier, uppgifter i prospekt.

Vid medverkan i emissioner och nyintroduktioner ska värdepappersinstitutens med andra ord följa en mängd regler och rekommendationer som inte skulle vara tillämpliga om emittenten genomförde transaktionen på egen hand. I det senare fallet är FI:s möjlighet att bedriva tillsyn över hanteringen av intressekonflikter begränsad vilket gör att värdepappersinstitutet fyller en viktig länk mellan emittenten och lagstiftningen.

Det legala ansvaret för samt följderna av denna står alltid emittenten för. Värdepappersinstitutet har främst sitt rykte att tänka på om det skulle uppstå problem. I finansbranschen talar man ofta om marknadens förtroende och hur detta förebygger och förhindrar ett oetiskt eller regelvidrigt agerande på grund av intressekonflikter. En dåligt hanterad intressekonflikt skulle därmed få konsekvenser för värdepappersinstitutet innan den riskerar att leda till en handling som kan vålla ekonomisk skada. De senaste årens starka börsklimat har gjort att värdepappersinstituten i större utsträckning kan tacka nej till transaktioner som anses vara riskfyllda ur detta perspektiv. Dock bör man som investerare vara medveten om att det kan finnas en avvägning för värdepappersinstituten mellan den upplevda ryktesrisken och de intäkter som transaktionen kan generera.

Reglering och rekommendationer avseende hantering av intressekonflikter

- Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap.7§, Ersätts den 1 november 2007 av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, 8 kap. 21§.
- Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden, ersätts från den 1 november 2007 av föreskrift om värdepappersmarknaden där kap. 11 särskilt reglerar intressekonflikter.
- Svenska Fondhandlareföreningens principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet

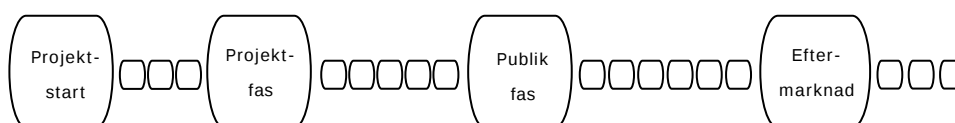
Arbetsprocessen vid publika emissioner och erbjudanden

SAMMANFATTNING

En emission eller en nyintroduktion föregås av en omfattande process som involverar ett flertal olika aktörer. De olika aktörerna har olika intressen och därmed olika drivkrafter att agera, vilket riskerar att drabba exempelvis det emitterande bolaget, investerarna eller värdepappersbolaget. För att hantera de olika intressen – såväl inom värdepappersinstitutet som mellan värdepappersinstitutet och andra aktörer – och göra erbjudandet mer förutsägbart, finns ett antal regler och rutiner. Processen, de olika intressena och de regler och rutiner som ska hantera detta beskrivs nedan. Beskrivningen är uppdelad på: projektstart, projektfas, publik fas och eftermarknad. Var och en av dessa omfattar ett antal aktiviteter.

Nedan beskrivs processen inför en publik emission eller nyintroduktion. Beskrivningen av de aktiviteter, projektfaser och inblandade aktörer är förenklad eftersom den faktiska arbetsprocessen skiljer sig åt beroende på vilken typ av transaktion som avses. Den inbördes ordningen mellan aktiviteterna är också översiktligt beskriven – vanligtvis löper de parallellt i arbetsprocessen. Det förekommer också stora tidsmässiga skillnader mellan olika transaktioner. En nyintroduktion kräver lång förberedelse som kan påbörjas upp till ett år innan bolaget noteras. Gemensamt för de transaktioner som omfattas av beskrivningen är att emittenten har valt att använda sig av ett medverkande värdepappersinstitut för att samordna transaktionen (i fortsättningen även kallad rådgivare).

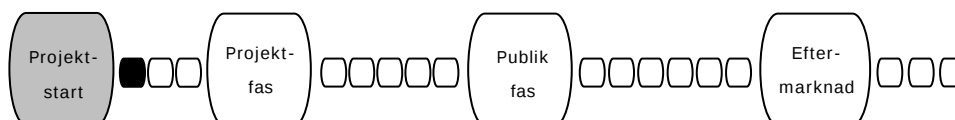
För att läsaren ska få en uppfattning om vilka områden som är reglerade kopplas de olika aktiviteterna till regler och rekommendationer från FI eller andra aktörer, alternativt konstateras att reglering inte förekommer.



Processbeskrivningen är uppdelad på fyra huvudfaser; projektstart, projektfas, publik fas och eftermarknad. Var och en av dessa omfattar ett antal aktiviteter.

Projektstart

Upphandling



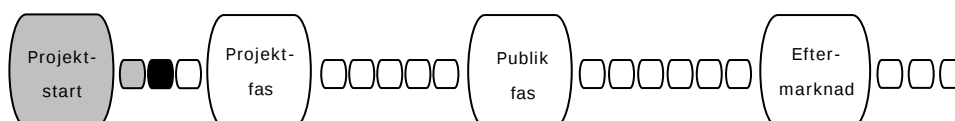
Det finns en mängd olika skäl till att ett värdepappersinstitut får i uppdrag att genomföra en transaktion. I samband med emissioner med företrädesrätt kan valet baseras på en befintlig relation mellan emittenten och värdepappersinstitutet, t.ex. som en följd av tidigare uppdrag, kontakter via huvudägare eller en bankrelation. Emittenten kan också föredra en viss kompetens, exempelvis om värdepappersinstitutets analysavdelning sedan tidigare följer det emitterande bolaget.

Ett corporate finance-uppdrag i samband med nyintroduktioner är vanligtvis mer komplicerat och tar längre tid, vilket medför att kostnaderna för transaktionen blir högre. Transaktionen kan också vara så stor att flera värdepappersinstitut delar på uppdraget - ofta med en huvudansvarig aktör och flera partners som deltar i marknadsföringen. Därför är det vanligt att emittenten genomför en upphandling i vilket flera rådgivare inbjuds att inkomma med förslag på hur transaktionen skulle kunna utföras. I samband med upphandlingen sprids information om emittenten vilket kräver en diskretionär hantering – ofta med sekretessförbindelser.

Ett alternativ som ibland förekommer är att värdepappersinstitutet själv föreslår en transaktion för emittenten baserat på en intern analys. Det kan handla om förslag på lämpliga förvärv eller ett identifierat behov av förändrad kapitalstruktur som kan generera ett uppdrag.

Bland större värdepappersinstitut sköts ovanstående hantering av corporate finance-avdelningen med hjälp av en särskild enhet inom värdepappersinstitutet (ECM⁵), vars huvudsakliga roll är att agera mellanhand mellan corporate finance-verksamheten och värdepappersinstitutets mäklaravdelning. ECM bidrar bland annat med information om hur en emission eller en ägarspridning på bästa sätt säljs in i marknaden exempelvis genom att föreslå vilka institutionella investerare som kan vara intresserade att delta i transaktionen.

Identifiering och hantering av intressekonflikter



Så fort värdepappersinstitutet har inlett en förhandling eller lämnat anbud om ett potentiellt corporate finance-uppdrag, görs en kontroll av kunden för

⁵ Equity Capital Market (ECM).

att identifiera eventuella intressekonflikter som transaktionen kan medföra. Detta innebär att emittenten och uppdraget vanligtvis godkänns av en intern granskningskommitté (så kallad engagement committee). Kommittén bedömer om intressekonflikter föreligger mellan olika kunder, mellan kunder och värdepappersinstitut eller mellan kunder och medarbetare. Kontroll görs också om ett nytt uppdrag kan komma i konflikt med värdepappersinstitutets egna intressen eller med andra uppdrag som institutet har. Dessutom görs en bedömning om emittentens historik eller ägarstruktur kan skapa problem i samband med transaktionen, exempelvis ur ett penningtvättsperspektiv.

Reglering och rekommendationer avseende hantering av intressekonflikter

- Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap.7§, Ersätts den 1 november 2007 av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, 8 kap. 21§.
- Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden, ersätts från den 1 november 2007 av föreskrift om värdepappersmarknaden där kap. 11 särskilt reglerar intressekonflikter.
- Svenska Fondhandlareföreningens principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet

Det händer att värdepappersinstitutet väljer att inte ta uppdraget för undvika intressekonflikter, exempelvis när:

- ett bolag önskar använda värdepappersinstitutet som rådgivare i samband med förvärv samtidigt som värdepappersinstitutet är certifierad adviser åt målbolaget⁶
- en person är styrelseledamot i både värdepappersinstitutets och det emitterande bolaget
- den föreslagna transaktionen kan komma att påverka andra affärsrelationer indirekt, exempelvis om corporate finance-avdelningen skulle hantera två uppdrag med konkurrerande bolag samtidigt eller om uppdragen vänder sig till samma potentiella investerare.

Observera att värdepappersinstitutet enligt lagstiftningen har möjlighet att ta uppdraget under förutsättning att intressekonflikten har identifierats och kan hanteras.

I förebyggande syfte tillämpar värdepappersinstituten handelsförbudsregler för olika grupper av anställda. Syftet är att förhindra missbruk av konfidentiell information som ofta kan vara insiderrelaterad och därmed kurspåverkande. Handelsförbudet gäller både bolag med pågående corporate finance-uppdrag och potentiella kunder som värdepappersinstitutet söker uppdrag hos. Dessa finns upptagna i en särskild förteckning som hanteras av värdepappersinstitutets compliance avdelning⁷. Detta innebär att en anställd på corporate finance-avdelningen ska inhämta ett godkännande innan värdepappersaffärer utförs för egen eller närståendes räkning. Därutöver tillämpar värdepappersinstituten vanligtvis den så kallade enmånadsregeln

⁶ Med målbolag avses det bolag som skall förvärvas. Certified Adviser definieras i begreppslistan.

⁷ Den avdelning på värdepappersinstituten som är regelansvariga.

för anställdas egna affärer med finansiella instrument⁸. Även om reglerna är tydliga är det svårt att i praktiken kontrollera att de efterföljs, både från institutens sida och genom FI:s tillsyn. För närvarande utvecklas ett nytt övervakningssystem för transaktionsrapportering som ska vara i drift den 1 november 2007, något som skulle kunna förbättra möjligheterna för kontroll. I slutändan bygger dock förutsättningarna för att förhindra insideraffärer på att den anställda agerar etiskt och moraliskt riktigt genom att följa regler och rutiner.

Reglering och rekommendationer avseende anställdas värdepappersaffärer

- Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden, kap 7.
- Svenska Fondhandlareföreningens regler om affärer med finansiella instrument och valuta m.m. gjorda för egen räkning av anställda och uppdragstagare i värdepappersinstitut samt av deras närstående.

För att kunna kontrollera spridningen av kurspåverkande information måste alla aktiebolag som är noterade på en börs föra loggbok. Syftet med loggboken är att tvinga emittenten att hålla ordning på alla personer som får tillgång till insiderinformation som väsentligt skulle kunna påverka aktiekursen. I loggboken ska det noteras vem som har fått informationen, när detta har skett och vad informationen består i. Emittenten ska också underrätta personen om registreringen och motivet för denna - en förebyggande åtgärd för att minska risken för informationsläckage och insideraffärer. Kravet att upprätta loggbok gäller det emitterande bolaget och således inte värdepappersinstitutet. OMX Nordic Exchange Stockholm AB rekommenderar ändå instituten att föra en skuggloggbok, antingen på uppdrag av emittenten eller på frivillig basis. Tillämpningen av denna rekommendation skiljer sig åt mellan värdepappersinstitutet både vad gäller när och hur skuggloggboken upprättas⁹.

Reglering och rekommendationer avseende loggböcker

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

Värdepappersinstitutet ska enligt FI:s föreskrifter hålla corporate finance-verksamhet en åtskild från övrig verksamhet på ett sådant sätt att information från denna inte otillbörligen kan utnyttjas i annan del av rörelsen. Detta kan göras genom att corporate finance är fysiskt skild från övrig verksamhet med separata data- och informationssystem (så kallad kinesisk mur). Personalen kan därför inte arbeta åt flera funktioner samtidigt utan att därefter sättas i karantän. Framförallt gäller detta analytiker som ibland involveras i corporate finance-uppdraget.

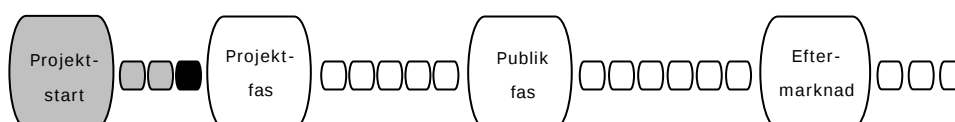
⁸ Regeln innebär enligt FI:s föreskrifter att anställda inte får sälja finansiella instrument såsom aktier och optioner med vinst under första månaden, dock får den anställda sälja instrumentet i förtid vid förlust.

⁹ En närmare diskussion kring detta förs i Emissioner och nyintroduktioner (FI 2007:12).

Reglering och rekommendationer avseende kinesiska murar

- Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden 2 kap. 2§

Avtal, ersättning och incitament



När värdepappersinstitutet har erhållit och accepterat uppdraget från emittenten tecknar parterna ett uppdragsavtal¹⁰ som beskriver och anger villkoren för institutets medverkan. I samband med större nyintroduktioner med ägarspridning är det också vanligt att parterna tecknar ett placeringsavtal¹¹. I Sverige görs detta när tilldelningsförfarandet har avslutats. Ett sådant placeringsavtal innebär att värdepappersinstitutet åtar sig att placera aktierna som är föremål för erbjudandet. Om en större investerare skulle backa sin anmälan eller på annat sätt inte kan fullfölja sitt åtagande köper värdepappersinstitutet in aktierna i eget lager. Om institutet därefter beslutar sig för att avveckla innehavet kan detta antingen göras i marknaden eller via ett riktat erbjudande till utvalda investerare. Placeringsavtal av detta slag är ofta villkorade¹².

Ersättningsstrukturen varierar mellan olika transaktioner men normalt finns en rörlig del som är beroende av teckningsgraden i emissionen. Oftast kombineras den rörliga delen också med en fast ersättning. Förutom denna struktur innehåller vissa transaktioner en diskretionär ersättning som säljaren betalar i efterhand utifrån hur väl de anser att värdepappersinstitutet har skött uppdraget. Den totala ersättningen kan antingen betalas efter det att transaktionen har avslutats eller etappvis, exempelvis efter prospektets godkännande. Det finns också tillfällen då emissionsersättningen periodiseras över flera år. Denna ersättning inkluderas inte alltid i emissionskostnaden utan beskrivs separat i prospektet.

Vanligtvis delas intäkterna lika mellan corporate finance och värdepappersinstitutets mäklaravdelning. Därutöver finns ingen direkt koppling mellan uppdragets intäkter och ersättningen på individnivå¹³. Den bonusersättning som värdepappersinstitutet fördelar på sina anställda baseras på en samlad bedömning av den totala prestationen över hela året. Beträffande de större bankerna kan de lokala bankkontoren från tid till annan få ersättning kopplad till en viss transaktion. Denna ersättning kan baseras på antal anmälningseddor och utgör en ärendeersättning som ska täcka lokala utgifter i samband med transaktionen. Det förekommer också direkt ersättning som en procentuell andel av likvidbeloppet.

¹⁰ Jmf. eng. engagement letter.

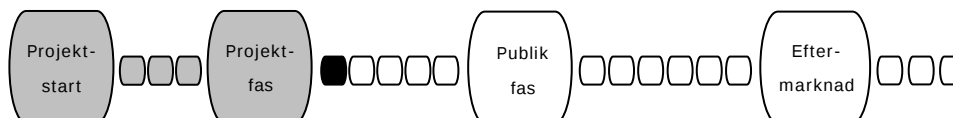
¹¹ Jmf. eng. soft underwriting agreement.

¹² T.ex. kan erbjudandet avbrytas i det fall det skulle inträffa någon omständighet såsom upphörande av handel på börs eller annan störning på vissa finansiella marknader som enligt värdepappersinstitutet är så väsentligt negativt att den allvarligt försvårar genomförandet av erbjudandet.

¹³ Enligt uppgifter från de värdepappersinstitut som har granskats i undersökningen.

Projektfas

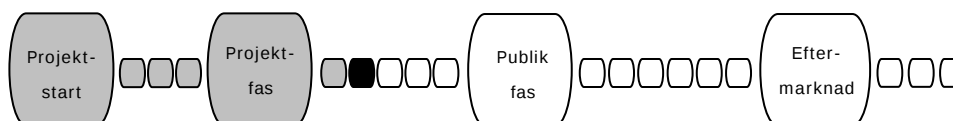
Värdering och genomlysning



Efter att värdepappersinstitutet har fått och accepterat sitt uppdrag påbörjas arbetet med att förbereda den transaktion som ska genomföras. Parallellt med att lösa praktiska frågeställningar som när och på vilket sätt transaktionen ska ske måste det också sättas ett värde på emittenten, det vill säga grunden för det aktiepris som sätts i transaktionen. Vid en företrädesemission, när emittenten redan är noterad återspeglas värderingen i aktiekursen. Prissättningen handlar då främst om att vilken rabatt transaktionspriset ska ha för att få en så stor uppslutning som möjligt bland de befintliga ägarna. Vägen till ett marknadsmässigt värde vid en nyintroduktion är mer komplicerad och beroende av en mängd faktorer. Eftersom emittenten inte är känd sedan tidigare måste det göras en genomlysning av bolagets alla legala och ekonomiska förhållanden för att identifiera osäkerhetsfaktorer som kan påverka marknadens bedömning av emittenten och därmed värdet på bolaget. Genomlysningen ska också bidra till att prospektet ger en korrekt beskrivning av emittenten. Värdepappersinstitutet gör därför - ofta med hjälp av externa rådgivare - en legal, finansiell och affärsmässig granskning (due diligence). I den legala granskningen kartläggs emittentens avtalsmässiga förhållanden, exempelvis patenträttigheter och licensvillkor. Dessutom granskas ledande befattningshavares och styrelseledamöters bakgrund. Den finansiella granskningen görs vanligtvis av en revisor som bedömer om emittentens redovisning på ett korrekt sätt återspeglar bolagets ekonomiska historik och att emittenten inte medvetet har påverkat räkenskaperna på ett sätt som kan riskera att marknadsvärdet blir för högt.

Det är viktigt att i detta sammanhang betona att rådgivaren just bara är en rådgivare och att beslut om priset alltid tas av emittenten. Sättet som priset fastställs på kan variera, det kan t.ex. en jämförelse med andra noterade bolag inom samma bransch eller en kassaflödes- eller substansvärdering. Vid större transaktioner kan emittenten använda sig av ett prisintervall istället för ett fast pris vilket beskrivs närmare på s 17, Book building.

Ansökan om notering



Vid en nyintroduktion ska också emittenten förberedas för notering på en börs eller upptagande till handel på en oreglerad marknadsplats¹⁴.

Förfarandet skiljer sig beroende på vilken marknadsplats som avses. Vid en notering på börserna OMX Nordic Exchange Stockholm AB eller Nordic Growth Market NGM AB påbörjas normalt denna process 6-12 månader innan noteringsdagen. Noteringsprocessen inleds med att börsen tillsätter oberoende börsrevisor för att avgöra om det är lämpligt att notera och godkänna emittentens aktier för handel på börsen. Börsrevisorn arbetar parallellt med värdepappersinstitutet och granskar bl.a. den information som sammanställs i samband med nyintroduktionen, t.ex. legal due diligence och prospekt. Det slutliga beslutet om notering tas av börsens bolagskommitté, baserat på börsrevisorns rapport och rekommendation. Ungefär ett år efter börsintroduktionen görs en uppföljande undersökning om huruvida bolaget har följt börsernas regler och normer.

När mindre bolags aktier tas upp till handel på en oreglerad marknadsplats, exempelvis First North eller Aktietorget, är det vanligt att man tecknar avtal med en likviditetsgarant eller market maker för att minska risken för volatil handel som en följd av låg likviditet i aktien. En likviditetsgarant förbinder sig till att ställa köp- och säljkurser med en bestämd prisspread respektive en minimivolym på respektive handelssida. Likviditetsgaranten ska anpassa köp- och säljkurserna till den underliggande marknadsvärderingen.

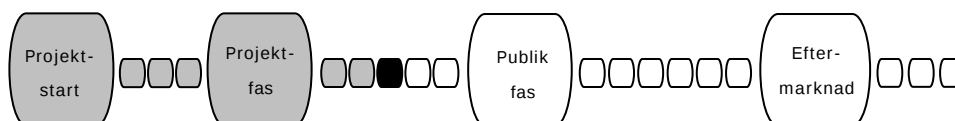
De bolag som ska tas upp till handel på First North måste ha ett avtal med en certified adviser. Dennes uppgift är att säkerställa att bolaget uppfyller inträdeskraven och de löpande förpliktelser. Certified advisern är också delaktig i den löpande övervakningen av bolagen, exempelvis att gällande regler följs och att informationsgivningen sköts på ett korrekt sätt. I samband med nyintroduktionen är det vanligt att värdepappersinstitutet också agerar certified adviser eller likviditetsgarant vilket förutsätter att eventuella intressekonflikter hanteras.

Reglering och rekommendationer avseende noteringsprocessen

- OMX: Noteringskrav med handledning
- NGM: Noteringsavtal

¹⁴ Med oreglerad marknadsplats avses i denna rapport andra marknadsplatser än börs eller auktoriserad marknadsplats t.ex. Aktietorget, Nordic MTF och First North.

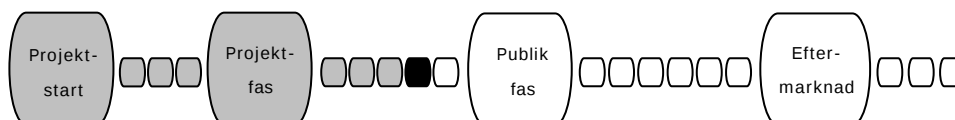
Framtagande av analysmaterial



Vid en större nyintroduktion där rådgivaren vill nå institutionella och andra större investerare är det viktigt att marknaden innan transaktionen får tillgång till oberoende analyser som alternativ till prospektet. Förutsättningen för att detta ska fungera är att alla får ta del av samma information. Emittenten tar därför fram ett analysunderlag för de analytiker som kan tänkas komma att följa bolaget i framtiden. Värdepappersinstitutets egna analytiker ska i denna situation behandlas på samma sätt som de externa analytikerna vilket ställer höga krav på rådgivarens interna rutiner för informationshantering (se beskrivning av kinesiska murar på sidan 11).

Analytikernas roll och analysmaterial behandlas närmare på sidan 23 under Analys.

Prospekt



Ett bolag som riktar ett erbjudande till allmänheten om teckning eller förvärv av aktier ska vanligtvis upprätta ett prospekt, det vill säga en skriftlig informationshandling som granskas och godkänns av FI. Dessa prospekt registreras hos FI och publiceras på webbplatsen www.fi.se.

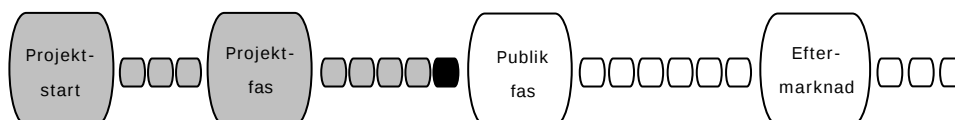
Ett granskat och godkänt prospekt ska innehålla de uppgifter som krävs för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av den avkastningsmöjlighet och risk som är förknippad med en investering i det finansiella instrumentet. Informationen ska både belysa bolaget (emittenten), dess ekonomiska ställning och det finansiella instrumentets egenskaper. Innehållet i ett prospekt ska uppfylla ett antal detaljerade krav enligt EU:s prospektförordning. Genom ett så kallat europapass kan ett godkänt prospekt sedan användas i andra EU-länder utan att ytterligare granskning krävs.

En stor del av arbetet i samband med emissionen eller noteringen syftar till att göra informationen i prospektet fullständig och korrekt. Arbetet leds av värdepappersinstitutets corporate finance-avdelning men delar av prospektet kontrolleras eller författas även av andra aktörer såsom revisorer, jurister, värderingskonsulter och översättare

Ett offentliggjort prospekt är en förutsättning för att emissionen eller noteringen överhuvudtaget kan påbörjas. Senast dagen innan erbjudandet börjar löpa ska prospektet finnas tillgängligt på emittentens hemsida.

Reglering och rekommendationer avseende prospekt

- Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, 2 kap.
- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt.

Marknadsföring

När prospektet har godkänts genomför rådgivaren, tillsammans med emittenten, ett antal möten med investerare som rådgivaren eller bolaget anser vara viktiga att få med i transaktionen (en så kallad roadshow). Informationsgivningen i samband med dessa möten får inte skilja sig från vad emittenten har offentliggjort eller publicerat i prospektet. Värdepappersinstitutets roll är mer av administrativ karaktär med syfte att sammanföra emittenten med rätt investerare. Om roadshows anordnas eller inte beror till stor del på vilken typ av transaktion det handlar om - främst används förfarandet vid nyintroduktioner.

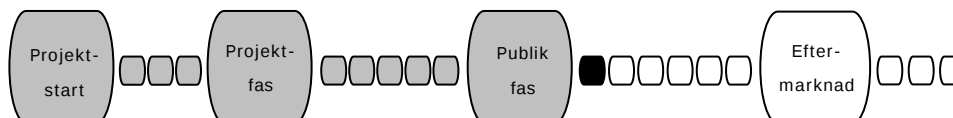
I samband med företrädesemissioner kan emittenten ha en målsättning att säkerställa en viss grad av acceptans kring transaktionen genom att i förväg kontakta större aktieägare. Detta medför att dessa får insiderinformation vilket kräver en hög grad av diskretionär informationshantering. De investerare som får kurspåverkande information i samband med detta ska därför registreras i emittentens loggbok.

Reglering och rekommendationer avseende selektiv informationsgivning

- OMX:s och NGM:s noteringsavtal

Publik fas

Teckning



När FI har godkänt det prospekt som upprättats i samband med transaktionen påbörjas anmälningssperioden för erbjudandet. Investeraren ska under denna period ta ställning till informationen i prospektet och acceptera erbjudandet genom att skicka in en teckningsanmälan (per post eller via Internet).

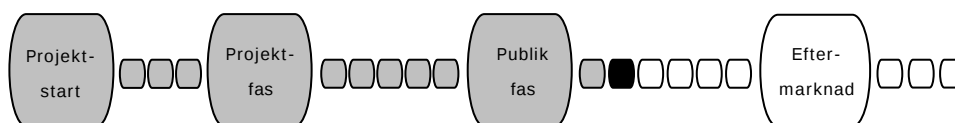
Hanteringen av teckningsanmälningar varierar mellan olika emissioner men ska alltid beskrivas i prospektet. Exempelvis är anmälningar i samband med företrädesemissioner alltid bindande för såväl institutionella investerare som privatkunder. I samband med en nyintroduktion eller ett erbjudande om förvärv av aktier från befintliga ägare - i vilket man använder sig av ett så kallat book building-förfarande (se sidan 17 under Book building) - betraktas institutionernas anmälningar enbart som intresseanmälningar. Dessa kan återkallas eller förändras under hela anmälningssperioden.

Vanligtvis finns det angivet i prospektet huruvida en investerare får lämna in flera anmälningssedlar och hur sådana situationer ska hanteras om detta förfarande inte är tillåtet. Vid andra transaktioner beaktas enbart den senast inkomna anmälningssedeln. Detta gör det teoretiskt möjligt för investeraren att ångra sig genom att skicka in en ny anmälningssedel där det anges att denne inte önskar någon tilldelning.

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. Ångerrätten förekommer i två fall:

- I samband med tilläggsprospekt
Om det har 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 informera om detta i ett tilläggsprospekt. 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 tillägget.
- I samband med offentliggörande av pris
Om prospektet inte innehåller några uppgifter om pris eller antalet aktier har investeraren rätt att inom fem arbetsdagar återkalla sin anmälan när väl dessa uppgifter offentliggörs. Detta gäller dock inte om emittenten har angivit de kriterier eller villkor som ska tillämpas för att fastställa priset eller antalet aktier, till exempel genom att ange högsta pris för erbjudandet.

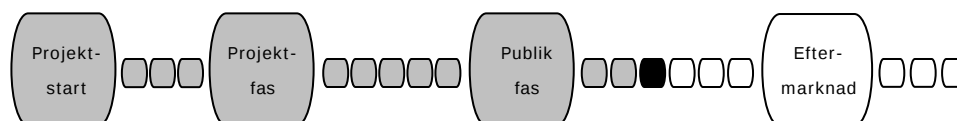
Book building



I samband med större nyintroduktioner är det vanligt att man använder sig av ett anbudsförfarande, så kallat. book building, för att fastställa det slutliga priset på erbjudandet. Detta innebär att emittenten i prospektet anger ett prisintervall utifrån vilket de institutionella kunderna kan lägga bud avseende pris och volym på aktierna i erbjudandet. Anbudsförfarandet löper under hela anmälningsperioden och det slutliga priset på erbjudandet bestäms först när denna har avslutats. Normalt har institutionerna möjlighet att ändra sina anbud ända fram tills anmälningsperioden avslutats (vanligtvis dagen efter sista teckningsdagen). Det är emittenten, i samråd med rådgivaren som bestämmer det slutliga priset utifrån de anbud som har inkommit. Vilka investerare som får delta i anbudsförfarandet kan variera beroende på vilka som anses vara institutionella – både juridiska och privata personer kan därför förekomma. I princip kan detta urval påverka det slutliga priset om emittenten beslutar sig för att bortse från vissa kategorier av investerare som har lagt ett relativt lågt bud. Privata investerare tecknar sig för erbjudandet enligt samma principer som gäller för motsvarande transaktioner till ett fast pris, det vill säga anmälan är bindande upp till det högsta priset i intervallet.

Fram till sista anmälningsdagen får mäkleriavdelningen in anbud från institutionerna som i sin tur skickas till en central funktion hos värdepappersinstitutet, vanligtvis ECM. Det totala intresset för transaktionen har enbart ECM vetskap om. Enligt de interna riktlinjer som finns hos rådgivaren ska dessa uppgifter heller inte förmedlas vidare eftersom detta ökar risken för inflaterade ordrar och försvårar tilldelningsprocessen. Motsvarande problem skulle givetvis uppstå om intresset för erbjudandet visar sig vara dåligt. Det bör nämnas att mäkleriavdelningen som får in anbud har information om hur deras kunder agerar. Denna får inte spridas vidare men eftersom de institutionella kunderna kommunicerar med varandra kan marknaden skapa sig en ungefärlig bild av intresset för erbjudandet. Detta kan leda till att anmälningarna i en transaktion ökar i takt med att den sista anmälningsdagen närmar sig.

Tilldelning och betalning



När anmälningssperioden för emissionen eller erbjudandet har avslutats går rådgivaren igenom de anmälningar som inkommit. Därefter utarbetas ett förslag på hur tilldelningen av aktier ska ske med beaktande av emittentens önskemål om ägarspridning. När det handlar om företrädesemissioner omfattar tilldelningsfasen enbart de aktier som fördelas på investerare som önskar få teckna utan företrädesrätt. I samband med nyintroduktioner ska hela emissionsvolymen fördelas och värdepappersinstitutet måste då göra en avvägning mellan olika kategorier av investerare för att uppnå en god likviditet i aktien. Samtidigt ska emittentens önskemål om långsiktiga ägare uppfyllas¹⁵. Det finns en risk att institutionerna väljer att avyttra sitt innehav omgående om tilldelningen blir för liten i förhållande till deras portfölj. Detta riskerar att påverka den initiala kursutvecklingen varför det är vanligt att värdepappersinstitutet tilldelar dessa institutioner en större andel av emissionen, alternativt inget alls. När den föreslagna tilldelningen är utarbetad tar emittenten det slutliga beslutet om tilldelning som därefter meddelas till investeraren – vanligtvis den första bankdagen efter sista anmälningssdagen.

Tilldelningen är inte reglerad i lag annat än i de fall aktiebolagslagen styr formen för en företrädesemission¹⁶. Så länge emittenten uppfyller de krav som marknadsplatsen ställer på likviditet och ägarspridning kan tilldelningen egentligen ske på vilken grund som helst. Emittenten och värdepappersinstitutet har därför möjlighet att specialbehandla kunder, leverantörer, anställda eller andra intressenter. De kan även ge olika kategorier av investerare olika villkor genom att dela upp transaktionen i så kallade trancher. Detta förfarande måste dock beskrivas i prospektet.

Tilldelning till anställda i värdepappersinstitutet regleras på frivillig grund genom Svenska Fondhandlareföreningens försorg.

Reglering och rekommendationer avseende tilldelning

- Svenska Fondhandlareföreningens tilldelningsregler vid överteckning (1997)
- Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden 8 kap.
- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt.
- Marknadsplatsens noteringskrav

Möjligheterna för värdepappersinstitutet att kontrollera tilldelningsförfarandet sträcker sig enbart till de egna kunderna och de investerare som har skickat in anmälningssedlar direkt till institutet. I de fall

¹⁵ Emittenten kan exempelvis ställa krav på en viss andel free float, d v s hur stor andel av aktierna som inte ska vara bundna till långsiktiga ägare.

¹⁶ I samband med företrädesrättsemission anger Aktiebolagslag (2005:551) 13 kap. 1§, att aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal aktier de äger.

ett externt värdepappersinstitut tecknar aktier för kunds räkning¹⁷ går det inte att se i teckningslistorna vilka investerare som står bakom anmälningarna. Det går heller inte att se hur tilldelningen till dessa slutligen har skett.

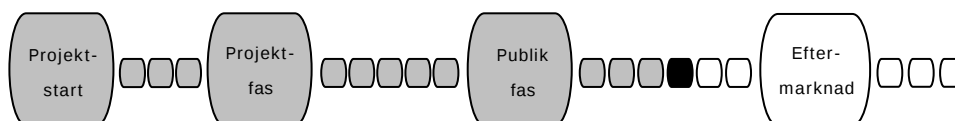
I samband med att investerarna får uppgifter om sin tilldelning brukar emittenten offentliggöra utfallet av emissionen. Vanligtvis anges emissionens övertäckningsgrad i samband med detta. Sättet att beräkna övertäckningsgraden skiljer sig mellan värdepappersinstituten vilket gör att utfallet av emissionen kan framställas på olika sätt.¹⁸

Nuvarande och kommande regler om kontroll av penningtvätt ställer krav på att värdepappersinstituten kontrollerar inbetalningarna i samband med transaktionen. Detta är i praktiken mycket svårt och en närmare diskussion förs i FI rapport FI 2007:xxx.

Reglering och rekommendationer avseende kontroll av penningtvätt

- Lagen (1193:768) om åtgärder mot penningtvätt
- Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2005:5) åtgärder mot penningtvätt av särskilt allvarlig brottslighet i vissa fall

Tillgänglighet och upptagande till handel



När en investerare väl har fått tilldelning i en emission kan hanteringen av aktiernas leverans, och därmed tillgängligheten på dessa, variera beroende på investerarens relation till värdepappersinstitutet. Oavsett om det handlar om en institutionell eller privat investerare levereras aldrig aktierna innan värdepappersinstitutet har mottagit betalning. Så långt hanteras tillgängligheten lika mellan alla parter.

I samband med företrädesemissioner är detta påtagligt då möjligheten att teckna sig för aktier är direkt kopplad till de teckningsrätter som investeraren förfogar över. När investeraren har betalat in för det antal teckningsrätter som denne vill utnyttja erhålls en interimsktief, vanligtvis en så kallad BTA (Betald Tecknad Aktie). Dessa kan för det mesta handlas fram tills dess att emittenten har fått de nyemitterade aktierna registrerade hos Bolagsverket, varefter dessa ersätter kundens BTA.

I samband med större nyintroduktioner förekommer ibland en form av förhandel som inte alla investerare har möjlighet att delta i. Detta problem som har diskuterats flitigt i media, har i grunden ingen koppling till den slutliga leveransen av de aktier som har tecknats eller förvärvats. Istället bottnar handeln i det faktum att institutionella och större privata kunder har möjlighet att handla med aktier som man ännu inte har betalt och fått levererade. Situationen kan upplevas som orättvis då alla kunder ofta kan få

¹⁷ Exempelvis för diskretionära kunder.

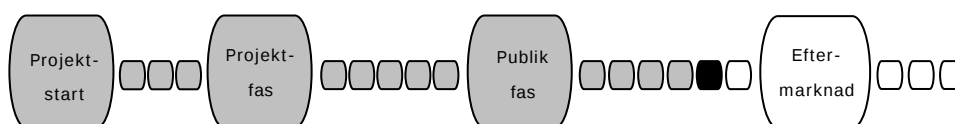
¹⁸ En närmare diskussion kring detta förs i Emissioner och nyintroduktioner (FI 2007:12).

besked om sin tilldelning vid samma tillfälle men saknar möjlighet att avyttra sitt innehav samtidigt som handeln pågår helt öppet. Den förhandel som sker, så kallad when issued-handel, sköts av börsen OMX Nordic Exchange Stockholm AB och är villkorad av att emissionen går igenom. Under de första dagarna efter en nyintroduktion innebär det i realiteten att alla som har fått tilldelning inte har möjligheten att handla¹⁹.

Reglering och rekommendationer avseende tillgänglighet

- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt, bilaga 3 p. 5.1.8

Övertilldelning



Vid större transaktioner, till exempel nyintroduktioner, finns i regel en möjlighet för värdepappersinstitutet att använda sig av en övertilldelningsoption, så kallad greenshoe option. Detta innebär att man vid en stor efterfrågan har möjligheten att sälja fler aktier än det ursprungliga erbjudandet, dock inte fler än 15 procent av emissionsvolymen. Övertilldelningen sker vanligtvis med inlånade aktier från större ägare. Värdepappersinstitutet väljer sedan att utnyttja övertilldelningsoptionen när dessa ska återlämnas, alternativt återköpa dessa på marknaden inom ramen för kursstabilisering (se sidan 22 under Kursstabilisering).²⁰ Övertilldelning kan förekomma i samband med emissioner men är vanligare när emittenten vill genomföra en ägarspridning och befintliga ägare erbjuder aktier till allmänheten.

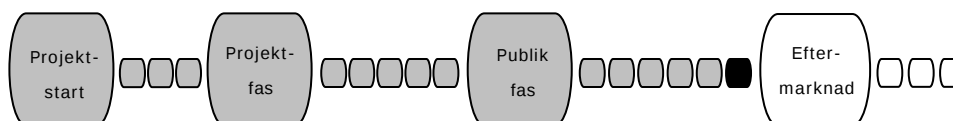
Reglering och rekommendationer avseende övertilldelning

- Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 avseende undantag vid återköpsprogram och stabilisering
- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt, bilaga 3 p.5.2.5

¹⁹ På grund av de oklarheter som råder i denna fråga har vi valt att föra en närmare diskussion kring detta i Emissioner och nyintroduktioner (FI 2007:12).

²⁰ De aktier som har lånats in av befintliga ägare kan återlämnas på två sätt. Om marknadskursen håller sig över priset på erbjudandet väljer värdepappersinstitutet att utnyttja övertilldelningsoptionen och återlämna de aktier som påkallas inom ramen för denna. Om marknadskursen ligger under priset på erbjudandet kan istället aktierna återköpas i marknaden som en del av stabiliseringen. Den transaktionsvinst som uppstår i samband med detta räknas oftast av mot emissionskostnaden men värdepappersinstitutet skulle också kunna hantera denna som en intern trading vinst.

Garanter



Vanligtvis genomför emittenten transaktionen utan problem. En företrädesemission löper förstås större chans att fulltecknas när kapitalmarknaden är gynnsam och emittenten uppvisar en lönsam och solid verksamhet. Den omvända situationen kan dock inträffa vilket ställer högre krav på att emittenten kan sälja in investeringen på ett övertygande sätt. Ett sätt är att ha en hög säkerhetsmarginal, det vill säga sätta ett betydligt lägre pris än vad som råder på marknaden. Under senare år har det också blivit vanligare att emittenten vill säkerställa att emissionen helt eller delvis fulltecknas genom att använda sig av någon form av garant för erbjudandet. Garantin ger därmed en viktig signal till marknaden att emittenten har investerare bakom sig som tror på bolagets framtida utveckling och därmed är beredda att satsa kapital i verksamheten, oavsett hur marknaden i övrigt agerar.

Garanter kan användas på två olika sätt. Antingen skriver befintliga aktieägare på en teckningsförbindelse om att teckna sin andel i den förestående emissionen, vilket oftast genomförs utan någon form av betalning. Alternativt förbinder sig befintliga aktieägare eller utomstående garanter att teckna en viss andel av emissionen om inte denna blir fulltecknad – vanligtvis mot ersättning motsvarande en procentuell andel av det garanterade emissionsbeloppet.

Eftersom garanti- och teckningsförbindelser har kommit att utgöra en viktig komponent i marknadsföringen av emissioner är det av största vikt att dessa också fungerar problemfritt i praktiken. Definitionen och innehållet i begreppen bör också vara entydigt när dessa presenteras i prospekten.

Synen på och hanteringen av emissionsgarantier kan skilja sig åt mellan olika värdepappersinstitut. Själva förfarandet är inte reglerat men det krävs särskilt tillstånd för det värdepappersinstitut som samordnar²¹ eller själva agerar garanter.²²

Reglering och rekommendationer avseende garantgivning

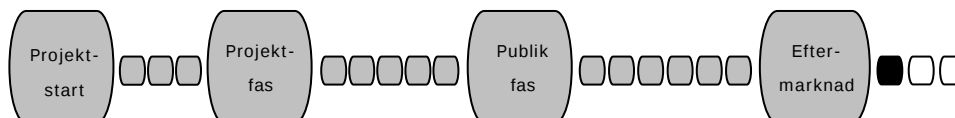
- Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap. 3§ punkt 5. Ersätts den 1 november 2007 med lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

²¹ T.ex. genom att sätta samman ett externt garantikonsortium.

²² Eftersom företeelsen blir allt vanligare har vi valt att närmare granska området i Emissioner och nyintroduktioner (FI 2007:12).

Eftermarknad

Kurstabilisering



I samband med nyintroduktioner är det vanligt att värdepappersinstituten vill försäkra sig om att den inledande handelskursen inte avviker alltför mycket från priset på erbjudandet. Detta görs genom kursstabiliserande åtgärder under de första handelsdagarna. Syftet är att motverka negativa förändringar i marknaden eller onormala beteenden hos kortsiktiga investerare. Metoden kan innebära att aktiekursen hålls på en nivå som annars kanske inte skulle råda på marknaden varför den särskilt regleras. Enkelt beskrivet ger kursstabiliseringen möjlighet för värdepappersinstitutet att köpa tillbaka aktier på marknaden förutsatt att aktiekursen befinner sig under introduktionskursen. Förfarandet är i de flesta fallen kopplat till den övertilldelningsoption, så kallad greenshoe option (se tidigare beskrivning). Värdepappersinstitutet bryter inte mot marknadsmissbrukslagen så länge institutet begränsar stabiliseringen till att omfatta de aktier som täcks av övertilldelningsoptionen och avslutar förfarandet inom 30 handelsdagar från noteringsdagen. Utöver stabiliseringsutrymmet som motsvaras av övertilldelningsoptionen (maximalt 15 procent av emissionsvolymen) har värdepappersinstitutet möjlighet att övertilldela ytterligare 5 procent av emissionsvolymen. I det fallet saknar institutet möjlighet att utnyttja någon övertilldelningsoption om marknaden stiger. Därmed riskerar värdepappersinstitutet att bli sittandes med en kort position, som måste återköpas i marknaden. Detta görs därför enbart i de fall värdepappersinstitutet anser att marknadsutvecklingen i anslutningen till noteringen kommer att vara svag.

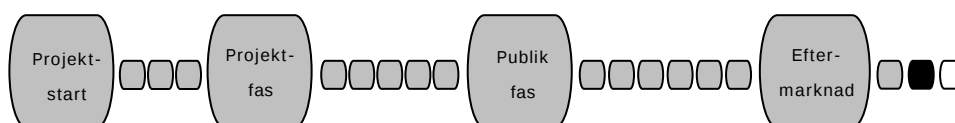
Det förekommer situationer där värdepappersinstitutet återanvänder aktier som har återköpts inom ramen för stabilisering genom ett så kallat refreshing the greenshoe-förfarande. Det innebär att värdepappersinstitutet först utnyttjar sin övertilldelningsoption för stabiliseringen och därefter gör bedömningen att den aktuella aktiekursen riskerar att falla tillbaka under emissionskursen. Därför säljer man aktier i marknaden, vilka tidigare har återköpts inom ramen för den utannonserade kursstabiliseringen. På så vis kan emissionsinstitutet påbörja ytterligare stabilisering om marknaden viker. Denna metod är oreglerad och kräver därför ett försiktigt agerande.

Det finns även andra sätt att stabilisera kursen förutom genom användandet av övertilldelningsoptionen. I samband med sådan stabilisering måste värdepappersinstituten vara noggranna med att inte agera i strid med gällande lagstiftning om marknadsmissbruk.

Reglering och rekommendationer avseende kursstabilisering

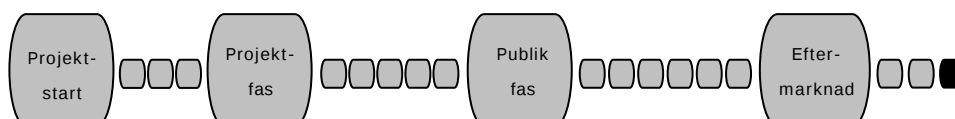
- Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, 8§
- Lagen (1914:45) om kommission
- Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 avseende undantag vi återköpsprogram och stabilisering
- Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 avseende informationsgivning i prospekt, bilaga 3 p. 6.5

Lock-up avtal



I samband med nyintroduktioner är det vanligt att värdepappersinstitutet tecknar ett så kallat lock-up avtal med gamla aktieägare i bolaget. Genom detta förbinds de att inte avyttra sina aktier till ett visst datum, oftast sex eller tolv månader fram i tiden. Ibland ger avtalen ändå viss möjlighet att avyttra mindre andelar efter särskilt godkännande från rådgivaren innan transaktionen genomförs. Lock up-avtal syftar till att ge en signal om att de befintliga ägarna har för avsikt att vara långsiktiga i sitt engagemang vilket minskar risken för störningar i handeln.

Analys



Ett av det mer välreglerade områdena när det gäller hantering av intressekonflikter är värdepappersinstitutets analysverksamhet. En grundläggande förutsättning för denna verksamhet är att analytikerna kan agera oberoende mot värdepappersinstitutets övriga verksamhet och mot det bolag som analysen avser. Analysverksamheten är ett sätt att finna investeringsförslag och därmed affärstransaktioner från värdepappersinstitutets kunder samtidigt som den ska bidra till positiv avkastning. Denna balansgång ställer höga krav på analytikernas integritet. I de fall det analyserade bolaget genomför en emission eller förekommer i en budsituation som värdepappersinstitutet medverkar i blir analytikernas roll mer komplex. Det ställer höga krav på avskildhet mellan analytikerna och corporate finance-verksamheten.

I samband med större nyintroduktioner, då värdepappersinstitutet har för avsikt att löpande bevaka bolaget, publiceras ofta en introducerande analys (Pre IPO analys). Analysen kan innehålla prognoser men sällan rekommendationer²³. Informationen som ligger till grund ska inte skilja sig

²³ Detta bygger på en frivillig policy som branschen tillämpar.

från den som offentliggörs i prospektet men analytikerna får tillgänglighet till denna tidigare för att kunna påbörja det förberedande arbetet (se sidan 14 under Framtagande av analysmaterial).

Reglering och rekommendationer avseende analysverksamhet

- Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2005:9) om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter
- Finansinspektionens allmänna råd (FFFS 2005:10) om hantering av intressekonflikter som rör analytiker vid värdepappersinstitut

FI:s föreskrifter och allmänna råd om hantering av intressekonflikter för analytiker och investeringsrekommendationer innehåller bland annat krav på att värdepappersinstitut som lämnar rekommendationer ska tillkännage sina ekonomiska intressen och intressekonflikter. Vidare ger FI råd om att värdepappersinstituten bör införa riktlinjer i syfte att hindra att analyser och rekommendationer påverkas av analytikers handel för egen räkning. FI anger också att värdepappersinstituten bör ha riktlinjer för att undvika att analyser och rekommendationer påverkas av deras affärsförbindelser med analyserade bolag.

FI undersökte 2006 hur väl värdepappersinstitut följer FI:s regler om hantering av intressekonflikter rörande analytiker och investeringsrekommendationer. Resultatet av undersökningen visade att samtliga institut hade fastställda riktlinjer och rutiner för att säkerställa att reglerna följdes.

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 aktiebolaget 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 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.

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 lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument 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

- 2007:10 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