

Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden

INNEHÅLL

Sammanfattning	3
Utgångspunkter	4
Regelverket och motiv för undantaget	6
Kapitalanskaffning i onoterade bolag	8
Undersökningen	10
Uppmärksammade brister och förslag på förbättringar	13
Diskussion och slutsatser	18

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) har undersökt informationskvaliteten på skriftliga aktieerbjudanden som undantas från prospektskyldighet.¹ FI har inget lagstadgat tillsynsansvar för dessa erbjudanden. Avsikten med undersökningen har varit att i ett tidigt skede av tillämpningen av det nya regelverket uppmärksamma och i möjligaste mån rätta till problem eller missförhållanden.

De erbjudanden som FI har undersökt vänder sig primärt till mindre investerare. Utan saklig och rättvisande information har dessa inte samma möjlighet som de kvalificerade investerarna att bedöma risker och möjligheter. Undersökningen visar att memorandumerna (informationsmaterialet) inte svarar upp till dessa fundamentala behov.

FI konstaterar sammanfattningsvis

- att det är stor skillnad i fråga om kvaliteten på informationsmaterialet som småsparare får tillgång till när de investerar i värdepapper som berörs av prospektreglerna och när de inte gör det
- att de memorandum som undantas från prospektskyldighet på grund av beloppsgränsen i regel håller lägre informationskvalitet och ofta har karaktären av försäljningsmaterial
- att Sverige är ett av de få länder i Europa som valt en lägre beloppsgräns för när prospektskyldighet inträder
- att marknaden måste höja kvaliteten på memorandumerna om Sverige på sikt ska kunna harmonisera sin lagstiftning med övriga Europa genom en framtida höjning av beloppsgränsen
- att marknadens aktörer inte finner någon naturlig samordnare för en självreglering utan föreslår att FI tar initiativ till detta genom att ge ut allmänna råd alternativt meddela föreskrifter, vilket kräver en lagändring
- att FI bestämt sig för att upplysa konsumenterna om vilka krav de bör ställa på memorandumerna vilket kan förbättra informationen indirekt (se exempel på förbättrande åtgärder på s. 13-17)

FI kommer att följa upp denna undersökning under 2007 och har då ingen förbättring skett kommer FI överväga att be lagstiftaren om föreskriftsrätt.

Carl-Henrik Wigren och Patrik Hellgren
Redaktörer för rapporten

¹ P g a prospektregelverkets undantag i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) som ändrades 2006.

Utgångspunkter

SAMMANFATTNING

Beloppsgränsen för prospektskyldighet höjdes 2006 från 300 000 kronor till cirka 9 miljoner kronor. Detta innebär att ett antal erbjudanden till allmänheten, som tidigare skulle ha granskats och godkänts av FI, nu genomförs utan reglering och tillsyn.

Den som vänder sig till allmänheten med ett erbjudande om att förvärva aktier är skyldig att först upprätta ett prospekt. Detta ska uppfylla kraven i EU:s prospektförordning² och godkännas av FI enligt den förändring av lagen om handel med finansiella instrument som trädde i kraft den 1 januari 2006. De nya bestämmelserna är mer omfattande än tidigare och ställer högre krav på berörda emittenter, till exempel vad gäller prospektens innehåll och form. I vissa avseenden har dock lagstiftningen mjukats upp för att minska emissionskostnaderna³ och därmed underlätta kapitalanskaffningen för mindre bolag. Till exempel har beloppsgränsen för prospektskyldighet i samband med ett erbjudande om teckning av aktier höjts från 300 000 kronor till 1 miljon euro (ca 9,3 miljoner kronor). Detta innebär att ett antal erbjudanden till allmänheten, som tidigare skulle ha granskats och godkänts av FI, nu tillåts att genomföras utan reglering och tillsyn.

Den information som lämnas vid ett erbjudande om förvärv av aktier, ska enligt gällande prospektregelverk innehålla alla uppgifter som är nödvändiga för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning. Informationen ska vara utformad så att den är lätt att förstå och analysera. I de fall prospektskyldighet inte föreligger väljer emittenten vanligtvis ändå att upprätta en skriftlig informationshandling. Sådana erbjudanden benämns Informations- eller Investeringsmemorandum, nedan kallade för "memorandum". FI har idag inget lagstadgat tillsynsansvar för erbjudanden utan prospektskyldighet. Däremot har FI som uppdrag att verka för ett gott konsumentskydd på finansmarknaderna. Eftersom dessa erbjudanden ofta är förenade med stora risker för investerarna anser FI att en genomgång bör göras av memorandumerna för att bevaka småspararnas intressen.

Syftet med denna rapport är att undersöka informationskvaliteten på de erbjudanden som undantas från prospektskyldighet p g a beloppsgränsen. FI har därför undersökt ett antal memorandum ur följande perspektiv:

- Vilken kvalitet har de memorandum som undantas från prospektskyldighet p g a beloppsgränsen?
- Vilka vänder sig erbjudandena till?
- Hur fungerar marknaden för erbjudanden under beloppsgränsen?

Avsikten med undersökningen är att i ett tidigt skede av tillämpningen av det nya prospektregelverket uppmärksamma och i möjligaste mån rätta till problem eller missförhållanden.

FI vill också undersöka om den nuvarande beloppsgränsen ligger på en lämplig nivå med beaktande av de motiv som finns i lagstiftningens förarbe-

² Prospektförordningen (EG nr 809/2004).

³ Kostnader för att ta fram prospekt.

te, tillämpningen i övriga EU och de resultat som den kvalitativa undersökningen visar. Som ett led i detta arbete har FI undersökt huruvida omfattningen av undantagna erbjudanden har ökat i antal eller belopp efter det att den nya lagstiftningen trädde i kraft.

Rapporten omfattar prospekt och memorandum från den 1 januari till den 30 juni 2006. Totalt erbjöds teckning av aktier med hjälp av godkända prospekt till ett värde av cirka 15,4 miljarder kr under den aktuella perioden. Motsvarande belopp för memorandum (utan prospekt) uppgick till cirka 65 miljoner kr. Undersökningen inkluderar ett antal erbjudanden från privata bolag som FI bedömer har stora likheter med publika emissioner som riktar sig till icke kvalificerade investerare. Undersökningen ska inte ses som en bedömning av enskilda aktörer utan som en åtgärd för att förbättra informationen till köpare av aktier i bolag med behov av mindre kapitaltillskott.

Inledningsvis görs en genomgång av prospektregelverkets behandling av beloppsundantaget och motiven för denna. Därefter redogörs kortfattat för särskilda omständigheter som föreligger vid investeringar i onoterade bolag. Avslutningsvis redovisas resultatet av den informationsundersökningen som FI har genomfört samt en efterföljande diskussion av de slutsatser som undersökningen lett fram till.

Regelverket och motiv för undantaget

SAMMANFATTNING

Undantaget från prospektskyldighet för erbjudanden där det sammanlagda beloppet motsvarar mindre än 100 000 euro gäller inom hela EES, medan undantaget från prospektskyldighet där det sammanlagda beloppet motsvarar högst 1 miljon euro bara gäller inom Sverige

FI granskar och godkänner

Prospekt ska upprättas när finansiella instrument erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. De nya reglerna om prospekt trädde i kraft i Sverige den 1 januari 2006. FI är den myndighet som granskar och godkänner prospekt.

Prospektregelverket utgörs av lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF), Prospektdirektivet (2003/71/EG), Prospektförordningen (EG nr 809/2004) och CESR⁴s rekommendationer för enhetlig tillämpning av prospektförordningen (CESR/05-054b). Den aktuella undersökningen har gjorts av erbjudanden som inte omfattas av dessa regler för att identifiera eventuella skillnader.

Det nya regelverket ger möjlighet att använda ett europapass för prospekt vilket innebär att ett prospekt som är godkänt inom EES, efter ett anmälningsförfarande, kan användas i andra stater inom EES. För att uppnå en enhetlig tolkning och tillämpning inom EES styrs regleringen av en förordning som är direkt tillämplig inom hela EES-området. Dessutom utarbetas en praxis av de olika medlemsländerna inom ramen för samarbetsorganet CESR.

Undantagsregler och motiv

I vissa fall krävs det inte att ett prospekt upprättas. Den aktuella undersökningen avser endast erbjudanden till allmänheten av finansiella instrument där det sammanlagda belopp som ska betalas av investeraren motsvarar högst 1 miljon euro beräknat för en tolv månaders period. Detta undantag regleras i 2 kap. 4§ i LHF.

Erbjudanden där det sammanlagda beloppet motsvarar mindre än 100 000 euro är enligt reglerna i prospektdirektivet alltid undantagna från prospektskyldighet (artikel 3.2 e). Undantaget från prospektskyldighet beträffande sådana erbjudanden gäller i samtliga stater inom EES. Därutöver kan varje enskild medlemsstat i nationell lagstiftning tillåta en högre beloppsgräns, maximalt 2,5 miljoner euro (prospektdirektivet, artikel 1.2 h). Medlemsstaterna har också möjlighet att besluta om särskild, nationell reglering på emissioner mellan den undre och övre beloppsgränsen (100 000 – 2,5 miljoner euro).

⁴ The Committee of European Securities Regulators.

Undantaget från prospektskyldighet för erbjudanden där det sammanlagda beloppet motsvarar mindre än 100 000 euro gäller således inom hela EES, medan undantaget från prospektskyldighet där det sammanlagda beloppet motsvarar högst 1 miljon euro bara gäller inom Sverige. Finland, Norge och Danmark tillämpar den övre gränsen för prospektskyldighet, d v s 2,5 miljoner euro men har istället valt att införa nationella regler för erbjudanden mellan 100 000 och 2,5 miljoner euro.

Enligt de gamla reglerna tillämpade Sverige en nedre gräns på 300 000 kr. Regeringens utredning av den nya prospektlagstiftningen motiverade den låga beloppsgränsen med att små bolag i regel är dåligt genomlysta vilket skulle innebära att skyddsbehovet är större vid mindre emissioner än vid större sådana. Å andra sidan vägdes detta mot att kostnaderna för att upprätta prospekt troligtvis skulle öka med den nya prospektlagstiftningen, vilket riskerade att utestänga mindre företag från möjligheten till finansiering på kapitalmarknaden.

Utredningen diskuterade i samband med detta möjligheten att införa en mindre omfattande reglering avseende ett prospekts innehåll för erbjudanden i intervallet 100 000 – 2,5 miljoner euro. Man ansåg dock att en sådan särreglering troligtvis inte skulle minska kostnaderna och dessutom riskera att ytterligare komplicera regelverket. Man konstaterade också att mindre, onoterade bolag till stor del förlitade sig på icke kvalificerade investerare varför övriga undantag kunde vara svåra att tillämpa⁵. Därför valde regeringen att sätta beloppsgränsen till 1 miljon euro utan närmare motivering. Bland remissinstanserna gick åsikterna isär – FI förordade exempelvis 500 000 euro som lämplig gräns.

⁵ Utredningen syftade på undantagen för prospektskyldighet när erbjudandet enbart vänder sig till kvalificerade investerare samt till maximalt 99 icke kvalificerade investerare (LHF 2 kap 4 § p 1-2).

Kapitalanskaffning i onoterade bolag

SAMMANFATTNING

Beloppsgränsen syftar till att förenkla anskaffning av kapital för mindre bolag. De erbjudanden som FI har granskat vänder sig främst till mindre investerare som inte har samma möjlighet som kvalificerade investerare att väga risker och möjligheter utan saklig information.

Investerarens skyddsbehov

Ett bolag kan tillföras nytt kapital på olika sätt. Ett sätt är att sälja ut delar av bolaget genom att göra en ägarspridning där bolaget emitterar nya aktier, en nyemission. De nya aktierna erbjuds till de befintliga aktieägarna och/eller nya investerare. För att investeraren ska kunna bedöma om avkastningen motsvarar risken måste bolaget värderas utifrån en allmän bedömning och ekonomiska värderingsmodeller.

Att köpa aktier i onoterade och ofta omogna bolag⁶ kräver god information. Investeraren kan behöva ta ställning till en oprövad affärsidé som många gånger drivs med entusiasm av entreprenörer utan dokumenterade historiska referenser. Risken finns att bolaget kan tänkas behöva ytterligare kapital utöver det som emissionen inbringar, att affärsidén inte fungerar eller att ledningen inte klarar sina uppgifter. I många fall handlar det om små företag som tenderar att vara mindre transparenta. Därtill kan det vara svårt att avyttra innehavet då ingen löpande handel sker i aktien, inte minst om bolaget är privat. Sparande i aktier av den här typen är förenat med stora risker, men också stora förtjänstmöjligheter om det går bra. Det naturliga är att det är kvalificerade investerare, t ex riskkapitalister, som gör investeringarna eftersom det krävs både kapital, kunskap och långsiktighet. De bolag som ingår i FI:s undersökning har istället valt att vända sig till allmänheten, det vill säga icke kvalificerade investerare. Detta ställer höga krav på den information som ingår i erbjudandet eftersom dessa investerare ofta saknar de kvalificerade investerarnas kunskaper.

Kostnader för emittenten

Att ta in nytt kapital genom en publik emission är både tidskrävande och dyrt, i synnerhet för mindre företag som ofta saknar resurser och kunskap. Det nya prospektregelverkets ökade krav på prospektets innehåll innebär också att emittenterna i större utsträckning måste anlita extern expertis för att säkerställa att t ex den ekonomiska och juridiska informationen är korrekt beskriven.

Även FI, i sin roll som granskningsmyndighet, har fått ett större ansvar. Handläggningstiden för prospekt har ökat i proportion till de ökade kraven på prospektet. Som jämförelse kan nämnas att den beräknade genomsnittliga tidsåtgången för granskning av ett aktieprospekt har ökat från ca 15 till 55 timmar. Det är rimligt att anta att valet av beloppsgräns i Sverige innebär att det är dyrare för svenska småföretag att ta fram informationsmaterial i samband med publika emissioner jämfört med de länder som satt beloppsgränsen

⁶ Omogna bolag i denna rapport är antingen nystartade, har en kort historik eller saknar en uthållig intjäningsförmåga.

högre. I och för sig tillämpar dessa länder ofta en förenklad nationell lagstiftning under beloppsgränsen, vilket i sig förorsakar kostnader som inte har någon motsvarighet i Sverige. Den nationella lagstiftningen i övriga nordiska länder ställer dock betydligt lägre krav jämfört med prospektreglerna och myndigheternas handläggning är mindre omfattande vilket resulterar i att kostnaderna för att emittera under beloppsgränsen 2,5 miljoner euro är lägre i de övriga nordiska länderna. Detta, eftersom Sverige tillämpar prospektreglerna mellan 1 miljon euro och 2,5 miljon euro.

Privata bolag med memorandum

FI har valt att i undersökningen inkludera ett antal erbjudanden från privata bolag som har stora likheter med publika emissioner eftersom de framförallt riktar sig till icke kvalificerade investerare. I Sverige skiljer man på privata och publika aktiebolag. Enbart publika aktiebolag får sprida finansiella instrument till allmänheten genom annonsering och/eller bli föremål för organiserad handel på en börs eller reglerad marknadsplats. Publika aktiebolag måste ha minst 500 000 kronor i aktiekapital samt beteckningen "publik" (publ.) i eller i anslutning till firmanamnet. Det finns även krav på tillsättning av styrelseledamöter och VD samt särskild informationsplikt gentemot aktieägare.

Enligt 1 kap 7§ i den nya aktiebolagslagen får ett privat aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag inte sprida finansiella instrument som bolaget har gett ut genom annonsering. Ett privat aktiebolag (eller en aktieägare i ett sådant bolag) får inte heller på annat sätt sprida värdepapper genom att erbjuda fler än 200 personer att teckna eller förvärva sådana. Detta gäller inte om erbjudandet enbart riktar sig till en krets som i förväg har anmält intresse för sådana erbjudanden så länge antalet utbudna poster inte överstiger 200. Ett privat bolag kan med andra ord rikta ett emissionserbjudande till en obegränsad krets icke-kvalificerade investerare som på förhand har registrerat sitt intresse hos exempelvis en finansiell rådgivare för icke publika erbjudanden.

Undersökningen

SAMMANFATTNING

FI har valt ut erbjudanden från 16 onoterade emittenter, varav åtta är publika. Informationen har undersökts efter hur väl den uppfyller de krav som normalt ställs på prospekt som godkänts av FI.

Undersökningens omfattning

För att få en uppfattning om vilka konsekvenser den nya lagstiftningens beloppsundantag har fått har FI undersökt ett antal memorandum som de kapitalanskaffande bolagen förser investerarna med. Undersökningen är i huvudsak inriktad på att kartlägga hur informationen i samband med erbjudande av aktier är utformad. För detta ändamål har det gjorts en sammanställning av erbjudanden till allmänheten under perioden januari till och med juni 2006 som saknar registrerade och godkända prospekt, det vill säga under den period som den nya prospektlagstiftningen varit i kraft. Dessa har identifierats genom en kontinuerlig sökning på internet och avstämning med VPC⁷.

Läsaren bör uppmärksammas på följande:

- Undersökningen avser bara erbjudanden av aktier och gör inte anspråk på att vara heltäckande då det kan finnas erbjudanden på marknaden som inte har upptäckts.
- FI tar inte ställning till om dessa erbjudanden i sig är bättre eller sämre än andra på marknaden som saknar FI:s godkännande. Undersökningen omfattar inte information om hur många av de granskade erbjudandena som blivit fulltecknade.
- Granskningen omfattar inte heller erbjudanden som understiger 300 000 kr vilket motsvarar beloppsgränsen enligt de gamla reglerna.

FI har valt att inkludera ett antal privata bolag i undersökningen. Dessa är på grund av sin juridiska form inte skyldiga att upprätta prospekt. I de förekommande fallen bedömer dock FI att dessa erbjudanden har stora likheter med en publik emission då de framförallt riktar sig till icke kvalificerade investerare.

Sammanlagt har FI valt ut erbjudanden från 16 onoterade emittenter, varav åtta är publika.

Informationen har granskats efter hur väl emittenterna uppfyller de krav som normalt ställs på prospekt som godkänts av FI, trots att någon lagstadgad skyldighet inte föreligger i dessa fall. De krav som ställs på ett prospekt kan dock utgöra en bra utgångspunkt för ett resonemang om vilken information ett memorandum bör innehålla och kvaliteten på denna.

⁷ Värdepapperscentralen

Undantagets omfattning

Mellan den 1 januari och den 30 juni 2006 registrerades 65 prospekt i samband med aktieemissioner. Motsvarande siffra för 2005 var 59 prospekt. Därutöver har FI identifierat tio publika emissioner som genomförts med stöd av beloppsundantaget och där det emitterade beloppet understiger 1 miljon euro. Motsvarande period 2005 saknar denna kategori då Finansinspektionens godkännande krävdes för alla publika emissioner över 300 000 kr. I tre fall under 2006 valde emittenten att upprätta prospekt trots att ingen lagstadgad skyldighet förelåg.

Godkända prospekt				
Belopp (mkr)	2005 (halvår)		2006 (halvår)	
	Antal	Belopp	Antal	Belopp
<9	11	45	3	22
10<23	11	171	23	385
>23	37	3 880	39	14 968
S:a	59	4 096	65	15 375
ej prospekt	-	-	10	65
S:a	59	4 096	75	15 440

Nedanstående tabell illustrerar vilka erbjudanden som undantas prospektskyldighet beroende på hur prospektdirektivet tillämpas. Undantag A inkluderar emissioner som uppfyller nuvarande beloppsgräns för prospektundantag och där de finansiella instrumenten inte tas upp till handel på en reglerad marknad. Undantag B inkluderar emissioner som skulle uppfylla prospektundantaget om prospektdirektivets (artikel 1.2 h) maximala beloppsgräns på 2,5 miljoner euro tillämpats.

Prospektundantag			
Belopp (mkr)	2006 (halvår)		
	Antal	Belopp	%
Undantagna A	12	80	1%
Undantagna B	12	213	1%
Prospektskyldiga	51	15 147	98%
S:a	75	15 440	

Genom att kategorisera erbjudandena enligt tabellen ovan kan FI konstatera att aktiviteten bland icke prospektskyldiga emittenter är relativt hög mätt i antalet erbjudanden. Samtidigt utgör dessa mindre än 1 % av den totala emissionsvolymen, mätt i svenska kronor. Den kategori emissioner som skulle undantas från prospektskyldighet om prospektdirektivets⁸ maxgräns för prospektskyldighet (2,5 miljoner euro) tillämpades skulle inte heller påverka detta förhållande nämnvärt. Totalt utgör dessa kategorier knappt 2% av den totala emissionsvolymen. Mot bakgrund av den korta perioden är det dock för tidigt att dra några långtgående slutsatser av denna information.

Spridning av memorandum

I de fall som emittenten inte är noterad på en börs eller annan marknadsplats sker informationsspridningen framförallt över internet eller direkt till befintliga aktieägare. En stor andel av emissionerna, både publika och privata, registreras också på webbplatser med aktieanknytning. Här återfinns kortfat-

⁸ Direktiv (2003/71/EG).

tade beskrivningar med de viktigaste villkoren för erbjudandet samt länkar till emittentens hemsida. De emitterande bolagen har inte tagit initiativ till detta och är kanske inte ens medvetna om att informationen finns i dessa forum⁹. Själva memorandumet erhålls i de flesta fall efter kontakt med emittenterna eller deras rådgivare.

De privata bolagen väljer att utnyttja möjligheten i aktiebolagslagen att rikta erbjudandet till en begränsad grupp investerare som på förhand har registrerat sig för privata erbjudanden. I vissa fall går de dock ett steg längre och annonserar på ett sätt som direkt strider mot gällande lagstiftning. I sådana fall anmäler FI detta till Ekobrottsmyndigheten. FI konstaterar att privata bolag ges betydligt större möjligheter att rikta sig till en större grupp icke kvalificerade investerare än vad som är möjligt för ett publikt bolag i samband med erbjudanden över beloppsgränsen. Ett publikt bolag kan inte rikta sitt erbjudande till fler 100 personer¹⁰ utan prospekt medan ett privat bolags möjligheter är i princip obegränsade om ovanstående lagstiftning tillämpas och erbjudandet begränsas till 200 poster.

⁹ Enligt uppgift från berörda webbplatser.

¹⁰ Enligt LHF 2 kap 4 § 2 föreligger ingen prospektskyldighet när erbjudandet enbart riktas till mindre än hundra fysiska eller juridiska personer, som inte är kvalificerade investerare, i en stat inom EES.

Uppmärksammade brister och förslag på förbättringar

SAMMANFATTNING

De största bristerna i informationsmaterialet återfinns i de privata bolagens memorandum, men även de publika memorandumerna uppvisar påfallande brister. FI ger därför ett antal förslag på åtgärder som på ett enkelt sätt skulle kunna förbättra innehållet i informationen.

Påfallande brister

Undersökningen visar att det finns tydliga skillnader i innehållet i de granskade memorandumerna jämfört med godkända prospekt även om variationen mellan emittenterna är stor. De största bristerna återfinns i de privata bolagens memorandum, men även de publika memorandumerna uppvisar påfallande brister.

I många fall har materialet mer karaktär av försäljningsdokument än informationshandling, med tydliga brister avseende objektivitet och verifierbarhet. Framförallt saknas helt eller delvis grundläggande beskrivningar av de risker som är förknippade med bolagen och de aktier som emitteras. Informationen i memorandumerna presenteras på ett sådant sätt att investeringarna framstår som säkra och med möjligheter till hög avkastning. Detta byggs upp av positiva ekonomiska prognoser utan närmare motiveringsgrund samt bristande finansiell information. Samtliga memorandum skulle få genomgå kompletteringar för att uppfylla kriterierna i prospektförordningen - något som inte är särskilt överraskande med tanke på att dessa inte omfattas av regelverket. Trots att memorandumens utformning inte strider mot något regelverk är det svårt att se att en bättre informationskvalitet inte skulle gynna investerarna och därmed den finansiella marknaden.

Nedan följer en sammanställning på de viktigaste avvikelserna som FI har konstaterat samt förslag på åtgärder som på ett enkelt sätt skulle förbättra innehållet. Kraven i prospektförordningen uttrycks i kursiv stil.

Beskrivningen av risker

Prospektförordningen (EG nr 809/2004) kräver information på framträdande plats i ett avsnitt med rubriken "Riskfaktorer" om de riskfaktorer som "är specifika för emittenten eller branschen" (p 2 bilaga 1) samt "väsentliga för att kunna bedöma marknadsrisken för de värdepapper som erbjuds till försäljning och/eller tas upp till handel" (p 2 bilaga 3).

Riskbeskrivning förekommer sporadiskt eller inte alls i memorandumerna från de sexton emittenter som undersökningen omfattar. I de fall ett särskilt avsnitt har tagits fram återfinns detta på en mer undanskymd plats av dokumentet. Flera emittenter väljer att upprätta en s k SWOT-analys¹¹ där de olika riskerna (men också möjligheterna) anges i punktform utan förklarande text.

¹¹ Styrkor/strengths (S), svagheter/weaknesses (W), möjligheter/opportunities(O) och hot/threats(T)

I tre fall anges inga risker. I åtta fall anges 1-6 punkter där man uppger vilken typ av risk det är, men utan att lämna någon närmare information. I fem fall anges i och för sig risker med en resonerande beskrivning men de är placerade på en mindre framträdande plats i dokumentet.

Inget av de privata bolagen omnämner risker som förknippas med bolagsformen, exempelvis den begränsade möjligheten att avyttra aktier i bolaget. Därför kan det vara svårt för en icke kvalificerad investerare att förstå att erbjudandet kommer från ett privat bolag. I flera fall handlas dessutom aktierna på internetbaserade annonsforum vilket kan förvirra då privata och publika bolag blandas samman.

Fl anser

att riskbeskrivningen är av stor betydelse för att en investerare, på ett objektivt sätt ska kunna tillgodoräkna sig informationen i ett memorandum. Därför bör denna, i likhet med ett prospekt, vara utförlig och placerad på en framträdande plats i dokumentet. Både publika och privata bolag bör ha en tydlig beskrivning kring de risker som är förknippade med de onoterade aktierna, t ex vad gäller möjligheten att avyttra innehavet.

Vem tar ansvar för erbjudandet och hur beskrivs ledande befattningshavare?

Prospektförordningen (EG nr 809/2004) kräver ”uppgift om alla personer som är ansvariga för den information som ges i prospektet”(p 1.1 bilaga 1) samt en försäkran från de ansvariga för prospektet att de har vidtagit alla rimliga försiktighetsåtgärder för att säkerställa att uppgifterna i prospektet, såvitt de vet överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting är utelämnat som skulle kunna påverka dess innebörd”.

Elva av de sexton emittenterna har valt att använda sig av samma standardformulering som prospektförordningen föreskriver, d v s att styrelsen eller stiftaren tar på sig ansvaret för dokumentets innehåll. I övriga sex fall saknas denna skrivning eller ersätts med andra formuleringar, exempelvis med vilka som har utarbetat prospektet.

Inget memorandum innehåller närmare uppgifter om styrelsen och ledande befattningshavare enligt de krav som ställs i prospektförordningen, bilaga 1 p 14.1, t ex uppgifter om bedrägeri, konkurs eller likvidation.

Fl anser

att varje memorandum måste ha en tydlig avsändare som tar ansvar för den information som investeraren baserar sitt beslut på samt en beskrivning av de ansvariga personerna.

Prognoser och marknadsbeskrivningar

Prospektförordningen (EG nr 809/2004) kräver ”en redogörelse för de viktigaste antaganden som ligger till grund för prognosen eller det förväntade resultatet”(p 13.1 bilaga 1). Vidare ska en särskild granskningsrapport upprättas av en oberoende redovisningsexpert eller revisor(p 13.2 bilaga 1). Om emittenten lämnar uppgifter i förhållande till sina konkurrenter ska grunden för detta anges (p 6.5 bilaga 1).

Prognoser används flitigt och sträcker sig flera år framåt i tiden utan att närmare redovisa förutsättningarna. Vanligast är prognoser för försäljning och nettoresultat. Det förekommer också prognoser som baseras på bolagets budget. Inga av prognoserna har granskats av revisorer.

Bolagen tenderar att göra subjektiva uppskattningar när de beskriver sina respektive marknader. Dessutom saknas oftast källhänvisningar vilket gör det svårt att verifiera uppgifterna.

Fl anser

att informationen i ett memorandum bör vara objektiv i så stor utsträckning som möjligt. En prognos bör därför inte lämnas med annat än att den kan underbyggas och kommenteras med fakta och antaganden.

Brister i den historiska finansiella informationen

Prospektförordningen (EG nr 809/2004) kräver att emittenten lämnar reviderad information för de senaste tre räkenskapsåren (eller så länge emittenten bedrivit verksamhet). Redovisning enligt nationell redovisningsstandard ska innehålla resultat- och balansräkning, finansieringsanalys, förändring av eget kapital samt redogörelse för redovisningsprinciper och andra tilläggsupplysningar (p 20.1 bilaga 1).

I de fall bolagen har en finansiell historik finns räkenskaperna med i memorandumet. Materialets informationsvärde varierar dock kraftigt - oftast saknas notapparat och nyckeltal. Ingen emittent har valt att infoga reviderade och av Bolagsverket registrerade årsredovisningar.

I sju fall bifogas granskningsberättelser från emittenternas revisorer. I fem privata bolag saknas information om revisorer.

Fl anser

att emittenten bör underlätta för investerarna genom att tillhandahålla upp till tre års finansiell historik med ett informationsinnehåll som minst motsvarar det i bolagets årsredovisning. För att säkerställa att informationen är korrekt bör alltid revisionsberättelser, kopplade till den finansiella historiken, bifogas till memorandumet.

Framtida kapitalbehov

Prospektförordningen (EG nr 809/2004) kräver att ”emittenten skall ange att det befintliga rörelsekapitalet enligt emittentens uppfattning är tillräckligt för de aktuella behoven, eller i annat fall redogöra för sin plan för att anskaffa det ytterligare rörelsekapital som behövs (p3.1 bilaga 1)

Elva av emittenterna redovisar ett negativt resultat för den senaste räkenskapsperioden eller saknar, som nystartat bolag, finansiell information. Generellt saknas uppgifter om behovet av ytterligare kapital och när det i så fall är dags för en ny kapitalanskaffning. Ingen av emittenterna har valt att tillämpa prospektförordningens krav på rörelsekapitalförklaringen.

FI anser

att en rörelsekapitalförklaring, liknande den i prospektförordningen, skulle vara av stort värde för investeraren. Emittenten bör därför uttala sig om kommande kapitalbehov för det närmaste 12 månaderna och i det fall ytterligare kapitalanskaffning behövs; hur denna planeras att genomföras och vid vilken tidpunkt.

Motiv och villkor för erbjudandet

Prospektförordningen (EG nr 809/2004) kräver att ”med vilket eller vilka motiv erbjudandet görs och, där så är tillämpligt, för vilka huvudsakliga användningsområden (...) som nettoinkomsterna av transaktionen är avsedda”(p 3.4). ”...om det inte finns en etablerad eller tillräckligt likvid marknad för värdepappret i fråga ska skall det anges vilken metod som kommer att användas för att fastställa priset vid erbjudandet inklusive vem som (...) är formellt ansvarig för att fastställa priset” (5.3.1 bilaga 1).

De vanligaste ändamålen för emissionerna är snarare expansion och tillväxt än förstärkning av rörelsekapital. Risker är därför större att befintligt kapital inte kommer att räcka eftersom de flesta av emittenterna ännu inte har uppnått en uthållig intjäningsförmåga.

Prissättningen på erbjudandena motiveras aldrig. Emittenterna ger ingen information om hur man kommit fram till värdet på bolagen vilket försvårar för investeraren att värdera erbjudandena då de finansiella instrumenten inte finns upptagna till handel på någon marknadsplats. I några fall saknas t o m nödvändig information om antalet utestående aktier.

FI anser

att motiven för erbjudandena bör redovisas i ett särskilt avsnitt och där kombineras med den ovan föreslagna rörelsekapitalförklaringen.

Allmänna synpunkter i övrigt

- Endast en av åtta publika emittenter har valt att särskilt ange i memorandumet att dokumentet är upprättat med stöd av undantag från prospektskyldighet enligt 2 kap 4 § LHF.

FI anser

att en tydlig angivelse om detta bör finnas på en framträdande plats i prospektet.

- Nio av sexton emittenter har valt att bilägga bolagsordningen i memorandumet.

FI anser

att bolagsordningen fyller en viktig funktion som av myndighet granskad och registrerad handling och därför bör bifogas med memorandumet.

- I flera fall saknas uppgifter om framtida information, t ex publiceringsdatum för finansiella rapporter.

FI anser

att dessa uppgifter bör framgå tydligt i memorandumet eftersom förutsättningarna för den löpande informationsgivningen vanligtvis regleras av marknadsplatserna men saknas i de fall emittenten är onoterad.

- Behandling av eventuella skattefrågor förekommer endast i två fall av sexton.

FI anser

att memorandumerna bör innehålla ett kortfattat avsnitt som behandlar skattefrågor.

Diskussion och slutsatser

SAMMANFATTNING

FI anser att en framtida höjning av beloppsgränsen, för att harmonisera svensk lagstiftning med övriga Europa, fordrar att marknaden höjer kvaliteten på informationsmaterialet. FI kommer att upplysa konsumenterna om vilka krav de bör ställa på memorandumerna.

Undersökningens resultat

Undersökningen visar att antalet bolag som har valt att emittera belopp för mellan 300 000 kr och 1 miljon euro under första halvåret 2006 är oförändrat jämfört med motsvarande period 2005. Med reservation för den korta mätperioden går det att dra slutsatsen att den befarade tillströmningen av aktieerbjudanden utanför FI:s kontroll har uteblivit sedan den nya prospektlagstiftningen trädde i kraft. FI konstaterar samtidigt att den information som ges i de undersökta memorandumerna inte är tillräcklig för att köparen ska få en rättvisande bild av emittenten eller kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet. Framförallt brister informationsgivningen inom följande områden:

- risker förknippade med emittenten och det emitterade värdepappret,
- användande av prognoser och källor,
- uttalanden om framtida kapitalbehov,
- redovisning av historisk finansiell information.

Ska FI föreslå en förändring av beloppsgränsen?

FI konstaterar att kvaliteten på undersökningens memorandum är bristfällig och att den korta mätperioden kräver uppföljning. Därför ser inte FI att det finns någon anledning att i dagsläget föreslå en höjning av beloppsgränsen. En fortsatt harmonisering med övriga EU talar för att det på sikt kan finnas skäl att höja gränsen. Därmed skulle Sverige anpassa sig till "huvudregeln" (Prospektdirektivet 2003/71/EG Artikel 1 p. 2h) som föreskriver att direktivet inte ska tillämpas på erbjudanden när det sammanlagda vederlaget för emissionen understiger 2,5 miljoner euro under en tolv månaders period. Den skyddande lagstiftningen, prospektregelverket, träder då in vid erbjudanden över denna gräns och/eller i samband med upptagande till handel på en reglerad marknad.

Det är möjligt för enskilda EU-medlemsstater att reglera på nationell nivå för de emissionsbelopp som inte omfattas av prospektförordningen. Sverige har möjlighet att genom lag reglera memorandumens innehåll via t ex föreskrifter i samband med erbjudanden mellan 100 000 och 1 miljon euro. De överväganden som gjordes i samband med implementering av nuvarande beloppsgräns, 1 miljon euro istället för maximibeloppet 2,5 miljoner euro, var att just undvika nationell reglering och därmed undvika kostnader för kapitalanskaffningar som sådana regler medför.

Det som nu kan konstateras är att memorandumerna företrädesvis vänder sig till småsparare, att memorandumerna håller låg kvalitet och att det för en oinvidig är svårt att inse skillnaden mellan ett prospekt och ett memorandum.

Ett memorandum innehåller oftast ett erbjudande som å ena sidan kan innebära hög avkastning men å andra sidan stora risker. Möjligheterna till den höga avkastningen brukar återfinnas på framträdande plats men de höga riskerna har sällan en framträdande placering, om de överhuvudtaget återges. Ett erbjudande enligt prospektlagstiftningen kräver att avsnittet för riskerna alltid ska placeras på en framträdande plats.

Det ligger i sig en fara i att memorandumerna kan förväxlas med prospekt. Det är också besvärande att dessa memorandum sprids via Internet och därmed får en stor spridning till en målgrupp med begränsade möjligheter att genomlys informationen. Det finns därför anledning att försöka åstadkomma en kvalitetshöjning på memorandumerna. Denna kvalitetshöjning bör i första hand genomföras självant av marknadens aktörer.

För att närmare undersöka förutsättningarna för en framtida höjning av beloppsgränsen, bjöd FI i september 2006 in ett antal finansiella rådgivare samt representanter från de reglerade och oreglerade marknaderna till ett discussionsforum. Frågeställningen inriktades på ovanstående informationsbrister och hur dessa skulle kunna reduceras, givet att en höjning av beloppsgränsen efterfrågades. Slutsatsen från diskussionen var att en höjning av beloppsnivån skulle vara motiverad utifrån konkurrensskäl för att svenska emittenter ska kunna verka på kapitalmarknaden på lika villkor som övriga EU-länder.

Beträffande kvaliteten på informationsgivningen, i samband med erbjudanden under beloppsgränsen, var deltagarna överens om att denna bör höjas generellt sett. Deltagarna ansåg vidare att detta kan göras med hjälp av enkla föreskrifter eller allmänna råd vilket i så fall bör tas fram av FI. Självreglering av branschen skulle vara svår att genomföra då en lämplig samordning saknas. Generellt efterfrågades en mer ingående riskbeskrivning och en tydlig angivelse att memorandumet inte är granskat och godkänt av FI. Krav på närmare granskning av styrelseledamöter och ledande befattningshavare framfördes också. Avslutningsvis påpekades att en förenklad reglering, på initiativ av FI, skulle innebära att vissa informationsområden kommer att prioriteras framför andra. I så fall finns risken att investerarna invaggas i föreställningen att ett sådant dokument håller samma nivå som ett prospekt som har godkänts och registrerats av FI. En tydlig gränsdragning mellan respektive kategori är därför nödvändig.

Vad händer framöver?

FI anser att det nuvarande beloppsundantaget bör behållas tillsvidare men avser att genomföra en förnyad undersökning om ca 6 månader. Under denna period kommer FI att informera investerarna/konsumenterna om vilka krav på information som de bör uppmärksamma och efterfråga i samband med emissionserbjudanden utan prospekt. Denna rapport utgör en del av denna åtgärd genom att FI belyser ett antal informationspunkter som kan förbättras i memorandumerna. Avsikten med FI:s informationsgivning till investerarna är att förbättra kunskaperna på konsumentnivå. Har ingen förbättring skett kommer FI överväga att be lagstiftaren om föreskriftsrätt för memorandum under beloppsgränsen. En sådan reglering kan på sikt också leda till att beloppsgränsen kan höjas och därmed också minska kostnaderna för ett större antal erbjudanden.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 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
- 2006:5 Avgift efter prestation – en granskning av avgifter i 37 fondbolag
- 2006:4 Marknadstillsyn 2006
- 2006:3 Handel med förfallna fordringar och inkasso
- 2006:2 Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler
- 2006:1 Fondbolagens informationsgivning
- 2005:13 Konsumenten och rådgivningen
- 2005:12 Interna affärer i livbolagen – en uppföljande granskning
- 2005:11 Från konto till konto VII
- 2005:10 Finanssektorns stabilitet 2005
- 2005:9 Hantering av klagomål i finanssektorn
- 2005:8 Företagens interna kapitalutvärdering
- 2005:7 Stärkt skydd för trafikskadade
- 2005:6 Den finansiella elmarknaden
- 2005:5 Livbolagens avgifter
- 2005:4 Blancokrediter till konsumenter
- 2005:3 Finanssektorns krisberedskap
- 2005:2 Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare
- 2005:1 Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna



Finansinspektionen
Box 6750, 113 85 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se