



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Linda Siljedahl

Riktade emissioner
En studie av företrädesrätten till nya aktier och
avvikelser från denna

Examensarbete
20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Ämnesområde: Associationsrätt och Börsrätt

VT-2001

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Introduktion till ämnet	5
1.2 Problemställning och syfte	6
1.3 Metod och källor	7
1.4 Disposition och avgränsningar	7
2 ÖKNING AV AKTIEKAPITALET	9
2.1 Allmänt om ökning av aktiekapitalet	9
2.2 Nyemission	9
2.2.1 Kontantemission	9
2.2.2 Apportemission	10
2.3 Fondemission	11
2.4 Emission av konvertibla skuldebrev och skuldebrev med optionsrätt	11
3 FÖRETRÄDESRÄTTEN TILL NYA AKTIER	13
3.1 Allmänt om företrädesrätten	13
3.2 Ej företrädesrätt vid apportemission	14
3.3 Olika aktieslag	15
3.4 Teckningsrättsbevis och delbevis	16
3.5 Subsidiär företrädesrätt	17
4 AVVIKELSER FRÅN FÖRETRÄDESRÄTTEN	18
4.1 Allmänt om avvikelse från företrädesrätten	18
4.2 Införandet av riktade emissioner i ABL	18
4.3 Leolagen	20

4.3.1	Leoaffären	20
4.3.2	Rekommendationer	21
4.3.3	Inrättande av Aktiemarknadsnämnden	22
4.3.4	Leolagen	23
5	OLIKA SKÄL ATT GENOMFÖRA EN RIKTAD EMISSION	26
5.1	Allmänt om olika skäl för att genomföra en riktad emission	26
5.2	Få in en utomstående intressent	27
5.3	Motivera anställda	28
5.3.1	Företagsledare	28
5.3.2	Övriga anställda	30
5.4	Försvar mot offentliga erbjudanden	32
6	ÖVERGRIPANDE PRINCIPER AV BETYDELSE FÖR RIKTADE EMISSIONER	35
6.1	Allmänt	35
6.2	Likabehandling	36
6.2.1	Allmänt om likabehandling	36
6.2.2	Generalklausulerna	36
6.3	Informationsgivning	39
7	EMISSIONSFÖRFARANDE OCH EMISSIONSVILLKOR	41
7.1	Utfärdande av kallelse	41
7.2	Emissionsbeslutet	42
7.2.1	Allmänt om emissionsbeslutet	42
7.2.2	Leolagens tillämpningsområde	43
7.2.3	Bolagsstämmobeslutet	44
7.2.4	Remissinstansernas synpunkter på Leolagen	45
7.3	Emissionskursen	45
7.4	Ansvar för vilseledande eller bristfälliga emissionsprospekt	47
7.5	Överlåtelseförbudet i Leolagen	49
8	AVSLUTNING	51
	BILAGA A	56
	Exempel 1	56
	Exempel 2	56
	BILAGA B	57

Stadgar för Föreningen aktiemarknadsfrågor	57
BILAGA C	62
Arbetsordning för Aktiemarknadsnämnden	62
KÄLLFÖRTECKNING	64
Lagförarbeten	64
Litteratur	64
Tidningsartiklar	65
Aktiemarknadsnämndens uttalanden	66
NBK:s rekommendationer och uttalanden	67
Rättsfall	67
Internetadresser	67
Övrigt	67

Sammanfattning

Enligt svensk aktiebolagsrätt har aktieägarna en principiell företrädesrätt att delta i en emission, förutom vid apportemission, men sedan 1973 är det möjligt att göra avsteg från denna företrädesrätt och istället låta andra än aktieägarna delta i emissionen. Det talas då om *riktad emission*. Anledningen till att detta undantag infördes var att lagstiftaren ville ge bolag möjlighet att vända sig till någon utomstående, om det inte är möjligt att genomföra en emission med de gamla aktieägarna. Ett annat motiv var att anställda kan bli mer engagerade i arbetet om de blir aktieägare. För att personalen ska bli aktieägare kan företaget exempelvis rikta en emission till dem. Att genomföra en riktad emission är inte helt okontroversiellt eftersom det, åtminstone i teorin, utgör ett ingrepp i aktieägarnas skyddsintresse enligt ABL.

På 1980-talet genomfördes en riktad emission i läkemedelsföretaget AB Leo. Den blev omdiskuterad och kritiserad i media, så mycket att lagstiftaren snabbt kom med en ny lag som gäller riktade emissioner, för att lugna ner kritikerna. Nämligen lagen (1987:464) om riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m., den så kallade Leolagen. Denna lag reglerar vissa formaliteter kring ett beslut om riktad emission i aktiemarknadsbolag, men säger inget om de materiella krav som kan ställas på en sådan emission. Vad som är god sed på aktiemarknaden i fråga om riktade emissioner lämnades åt självregleringsorgan att uttala sig om, främst Aktiemarknadsnämnden, AMN. ”Leokommissionen” ansåg att det var bättre att avvakta vad AMN med flera hade att säga i denna fråga, innan materiell lagstiftning skulle bli aktuell. Fortfarande än idag, 15 år senare, har lagstiftaren inte gått vidare i sin ambition att fastställa regler om under vilka förutsättningar det kan vara sakligt motiverat att avvika från aktieägarnas företrädesrätt.

Mitt syfte med denna uppsats har varit att undersöka vilka skäl som av aktiemarknaden anses godtagbara för att rikta en emission. För att komma fram till det har jag studerat vilka skäl som är vanligast förekommande, samt vilka begränsningar associations- respektive børsrätten uppställer. Förhoppningen har varit att slutligen komma fram till ett förslag på en lagbestämmelse som bör införas som komplement till de formella kraven.

Jag började uppsatsen med att undersöka huvudreglerna kring emissioner och varför aktieägarna har företrädesrätt. Jag kom då fram till att aktieägarna har företrädesrätt till teckning av nya aktier för att undvika att de drabbas av en ekonomisk förlust på grund av den utspädningseffekt som uppstår då emissionen riktas till andra än de som redan äger aktier i bolaget. Även risken för stora maktförskjutningar kringgås då företrädesrätten utnyttjas. I botten grundas företrädesrätten på likhetsprincipen, som är en av bolagsrättens stöttstenar. Jag gick sedan vidare med att redogöra för de bestämmelser i ABL och Leolagen som reglerar avvikelser från

företrädesrätten. I samband med det berättade jag kort om Leoaffären. Därefter tog jag i ett kapitel upp några skäl för att genomföra en riktad emission, nämligen att få in en utomstående intressent i bolaget, att motivera anställda och att försvara sig mot ett offentligt erbjudande om aktieförvärv.

När jag sedan skrev om några viktiga principer inom associations- och börsrätten som kan påverka riktade emissioner, fann jag att det är principen om likabehandling, samt informationsgivning som är viktigast. Angående likabehandling är det främst generalklausulerna som är av betydelse och kan hindra ett företag att göra avvikelser från företrädesrätten. Generalklausulerna föreskriver att styrelsen inte får vidta en rättshandling eller annan åtgärd som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare, samt att bolagsstämman inte får fatta beslut med samma verkan. Vad som är otillbörligt avgörs på objektiva grunder, det är effekten och inte avsikten som är av betydelse. Då AMN ska ge ett uttalande om huruvida en riktad emission strider mot generalklausulen är skälen för emissionen, emissionskursen, samt maktförskjutningen av vikt.

Det jag kommit fram till i min uppsats är att riktade emissioner måste vara förenliga med god sed på aktiemarknaden för att få genomföras. För att detta ska uppnås måste emissionen för det första fastställas på marknadsmässiga villkor och tilldelningen får inte vara otillbörlig. I övrigt kan i stort sett alla skäl som inte strider mot lag eller rekommendationer vara till grund för en riktad emission, så länge inte generalklausulen kränks. Av denna anledning anser jag att det vore omöjligt att i ABL och Leolagen ange alla skäl som är tillåtna för att motivera en riktad emission. Ändå tycker jag att det är önskvärt att ABL 4:2 andra stycket och Leolagen 3 § förses med ett tillägg som stadgar att ett beslut om riktad emission endast är giltigt om det är fattat i enlighet med god sed på aktiemarknaden, för att poängtera att det inte räcker att de formella förutsättningarna för beslut är uppfyllda

Förord

Jag vill tacka Torsten Sandström vid Juridiska Fakulteten i Lund för den hjälp och handledning jag fått då jag skrivit denna uppsats.

Jag vill även tacka min familj som stöttat mig under hela utbildningen.

Lund 01-05-24

Förkortningar

AB	Aktiebolag
ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Ds Fi	Departementsserie, finansdepartementet
FAR	Föreningen Auktoriserade Revisorer
FFFS	Finansinspektionens föreskrifter
IRK	Inregistreringskontrakt
LBC	Lag (1992:543) om börs och clearingverksamhet
NBK	Näringslivets Börskommitté
Prop	Proposition
SARF	Sveriges Aktiesparares Riksförbund
SOU	Statens offentliga utredningar

1 Inledning

1.1 Introduktion till ämnet

Då ett aktiebolag startas ställs det krav på att aktieägarna satsar en viss summa pengar som aktiekapital, vilket främst är ett uttryck för borgenärsskydd. Det är vanligt att företag efter hand upptäcker att de behöver mer eget kapital och därför på ett eller annat sätt vill öka aktiekapitalet. Såsom Aktiebolagskommittén påpekar så är ofta det lägsta tillåtna aktiekapitalet inte tillräckligt:

”Om rörelsen inte ger överskott så att det räcker för att finansiera nyinvesteringar tvingas bolaget ta upp lån. Professionella långivare kräver emellertid att låntagarna har en viss balans mellan främmande och eget kapital. Föreligger inte denna balans, ställer de som villkor för nya lån att det egna kapitalet ökas. Bolag med för lågt aktiekapital tvingas alltså att öka detta för att få tillgång till främmande kapital.”¹

Nyemission och fondemission är olika sätt att öka aktiekapitalet. Delvis olika syften ligger bakom beslut att genomföra dessa företeelser. Fondemission är endast en bokföringsmässig transaktion som görs då bolaget exempelvis vill binda vinsten i företaget genom att flytta denna till aktiekapitalet. Därmed ökas kreditvärdigheten. Nyemission kan däremot genomföras då företaget behöver få in nytt kapital i bolaget, ”nya friska pengar” som det sägs ibland. Då ges nya aktier ut, som tecknas mot pengar eller apportegendom. Andra sätt att skaffa kapital till bolaget kan vara lån, förlagsbevis och aktieägartillskott.² Dessutom finns det ”mellanformer” mellan nyemission och lån, nämligen konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt.

Enligt svensk aktiebolagsrätt har aktieägarna en principiell företrädesrätt att delta i en emission, förutom vid apportemission, men sedan 1973 är det möjligt att göra avsteg från denna företrädesrätt och istället låta andra än aktieägarna delta i emissionen. Det talas då om *riktad emission*. Anledningen till att detta undantag infördes var att det var av vikt att bolag kunde vända sig till någon utomstående, om det inte var möjligt att genomföra en emission med de gamla aktieägarna. Det sades även att ett bolags anställda kan bli mer engagerade i arbetet om de blir aktieägare. Oavsett vilka skäl som ligger bakom en riktad emission så innebär det, åtminstone i teorin, ett ingrepp i aktieägarnas skyddsintresse enligt ABL (1975:1385).

¹ SOU 1997:22, s. 214.

² Dessa kapitalanskaffningsmöjligheter kommer inte att beröras i denna uppsats.

På 1980-talet genomfördes en riktad emission i läkemedelsföretaget AB Leo. Den blev omdiskuterad och kritiserad i media, så mycket att lagstiftaren snabbt kom med en ny lag som gäller riktade emissioner för att lugna ner kritikerna. Nämligen lagen (1987:464) om riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m., den så kallade Leolagen. Denna lag reglerar formaliteter kring ett beslut om riktad emission i aktiemarknadsbolag, men säger inget om de materiella krav som kan ställas på en sådan emission. Vad som är god sed på aktiemarknaden i fråga om riktade emissioner lämnades åt självregleringsorgan att uttala sig om, främst Aktiemarknadsnämnden, AMN.

Ämnet tycker jag är aktuellt, särskilt med tanke på alla IT-bolag som nu lider av ekonomikriser och på olika sätt försöker tillföra bolaget likvida medel. Emissioner är därför vanligt förekommande nu, inte minst riktade sådana.

1.2 Problemställning och syfte

Eftersom en riktad emission i grunden strider mot likhetsprincipen, ett fundament inom associationsrätten, så är ämnet kontroversiellt. Detta märktes inte minst då "Leoaffären" diskuterades på 1980-talet. Leolagen inskränkte möjligheterna att genomföra en riktad emission i och med att den skärpte majoritetskravet för att kunna rösta igenom ett emissionsbeslut som innebär avvikelse från företrädesrätten. Dock skulle uttalanden från AMN avvaktas innan lagstiftning på det materiella området skulle ske. Ännu har inga bestämmelser om detta införts. Enligt min mening är därför lagstiftningen bristande angående riktade emissioner. Varken ABL eller Leolagen säger vilka skäl som är godtagbara för att avvika från aktieägarnas företrädesrätt. Fokus ligger istället på det formella, såsom vilken beslutsmajoritet som ska gälla.

Mitt syfte med denna uppsats har därför varit att undersöka vilka skäl som av aktiemarknaden anses godtagbara för att rikta en emission. För att komma fram till detta har jag studerat vilka skäl som överhuvudtaget är aktuella ur bolagens synvinkel, samt vilka begränsningar associations- respektive börsrätten uppställer. Förhoppningen har varit att genom detta arbete slutligen komma fram till ett förslag på en lagbestämmelse som bör införas som komplement till de formella kraven, vilka uttrycks klart i lagtexten idag. Alternativt får jag ansluta mig till den lösning lagstiftaren valt att hålla sig till. Dessutom har jag velat granska hur en riktad emission går till och vad som är viktigt att tänka på för att inte bryta mot god sed på aktiemarknaden.

1.3 Metod och källor

Jag har använt mig av sedvanlig juridisk metod, vilket innebär att jag har granskat lagtext, förarbeten, doktrin och i viss mån praxis. Materialet har varit ganska begränsat, även om jag har hittat fler källor efterhand. Jag har primärt utgått från förarbeten till ABL och Leolagen för att få en bild av vilken syn lagstiftaren har på fenomenet. I litteraturen behandlas riktade emissioner relativt översiktligt. Svante Johansson fördjupar sig en del i hur de förhåller sig till likhetsprincipen och generalklausulerna i ABL, vilket varit värdefullt.³ Min uppfattning är att han har en ganska restriktiv hållning till avvikelser från företrädesrätten.

Det finns i stort sett inga rättsfall på området. Detta beror säkert på att AMN:s uttalanden angående specifika fall har följts, varför parterna inte har behövt gå till domstol. De underrättsdomar som finns är inte direkt prejudicerande, särskilt inte med tanke på att parterna oftast har förlikts innan dom fallit. I brist på rättsfall har jag istället koncentrerat mig på AMN:s uttalanden. I detta arbete har Björn Kristianssons översikt över nämndens praxis varit till stor nytta.⁴ För att ge en verklighetsanknytning till ämnet har jag även refererat aktuella tidningsartiklar ur Dagens Industri.

1.4 Disposition och avgränsningar

För att uppnå mitt syfte med uppsatsen har jag undersökt vilka skäl som brukar ligga bakom riktade emissioner, det vill säga vad som av aktiebolag anses väga tyngre än aktieägarnas företrädesrätt. Sedan har jag genom associationsrättsliga respektive börsrättsliga principer och AMN:s uttalanden velat ge en bild av vad som utgör god sed på aktiemarknaden. För att ge en förståelse för problematiken kring riktade emissioner inleds uppsatsen med en relativt omfattande redogörelse för bestämmelserna om ökning av aktiekapitalet och lagstiftarens tankar bakom varför aktieägarna i grunden har företrädesrätt. Slutligen behandlas några detaljfrågor som jag tycker är viktiga att belysa angående riktade emissioner.

Fokus ligger på riktade nyemissioner, men även fondemissioner, emissioner av konvertibla skuldebrev och skuldebrev med optionsrätt tas upp. Jag har hållit mig till att skriva om aktiebolag, även om Leolagen gäller aktiemarknadsbolag, vilket även innefattar försäkringsaktiebolag och bankaktiebolag. Såsom redan sagts var det den s.k. "Leoaffären" som på 1980-talet satte igång debatten kring riktade emissioner. Jag har ändå valt att inte utveckla alla detaljer kring just den affären för att istället skriva om riktade emissioner i allmänhet.

³ Johansson, Svante; *Bolagsstämma*.

⁴ Kristiansson, Björn; *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*.

Att emissioner riktade till anställda och företagsledning utgör den största ärendeposten hos AMN återspeglas i uppsatsen genom att jag kan utveckla frågor kring sådana emissioner mer i detalj jämfört med övriga. Då jag har fått uppfattningen att de vanligaste anledningarna för bolag att frångå företrädesrätten är just att rikta emissionen till personer i företaget har jag tyckt att detta upplägg varit motiverat. Det jag anser är det mest kontroversiella skälet till att genomföra en riktad emission är att använda det som försvar mot ett offentligt erbjudande om aktieförvärv. Därför har även detta utvecklats tämligen detaljrikt. I avsnittet om vilka principer som påverkar riktade emissioner behandlas i stort sett uteslutande likabehandling och informationsgivning, eftersom dessa principer genomsyrar hela diskussionen om riktade emissioner. Det kan noteras inte minst i kapitel 7, där jag betonar vissa särskilda frågor, såsom kallelse till bolagsstämma, ansvar för emissionsprospekt, med mera.

2 Ökning av aktiekapitalet

2.1 Allmänt om ökning av aktiekapitalet

Ökning av aktiekapitalet regleras i ABL:s fjärde kapitel. I 4:1 sägs att aktiekapitalet kan ökas genom nyemission eller fondemission. Nyemission förklaras i nämnda paragraf såsom att aktier tecknas mot betalning, fondemission sägs innebära att nya aktier ges ut alternativt att aktiernas nominella värde höjs utan ny betalning. Fondemission är endast en bokföringsmässig transaktion. Då likvida medel behövs blir därför nyemission aktuellt. Det finns två former av nyemission, dels kontantemission där aktierna betalas med pengar, dels apportemission där de betalas med annan egendom. I ABL femte kapitlet finns ytterligare två sätt att öka aktiekapitalet, nämligen emission av konvertibla skuldebrev och emission av teckningsoptioner⁵.

Den kapitelindelning ABL har idag bygger på att det är osäkert huruvida de två sistnämnda möjligheterna verkligen kommer leda till en ökning av aktiekapitalet, eftersom det beror på hur innehavaren väljer att utnyttja sin rätt till omvandling respektive nyteckning. I ett nyligen framlagt förslag till ny aktiebolagslag har reglerna istället disponerats utifrån den stora skillnaden mellan fondemission, som sker utan något tillskott från aktieägarna och övriga emissioner som sker genom tillskott och därför samlats under beteckningen tillskottsemissioner.⁶ Begreppet tillskottsemission anser jag ger ett tydligare uttryck för innebörden än nuvarande beteckningar.

2.2 Nyemission

2.2.1 Kontantemission

Det är vanligt att företag beslutar om en kontantemission då de behöver likvida medel. Ett exempel på det är minröjningsföretaget Countermine. Företagets verksamhet i forna Jugoslavien drabbades av dåliga väderförhållanden och havererade fordon under år 2000, vilket lett till en akut kassabrist. Därför ska en extra bolagsstämma i slutet av mars 2001 fatta ett beslut om ytterligare nyemissioner för att företaget ska kunna ta sig ur krisen.⁷ Ett annat exempel är programvaruföretaget Intenia som genomfört en nyemission för att rädda finanserna. Även om företagens VD, Björn Algvist säger att huvudsyftet är att pengarna ska gå till fortsatt utveckling

⁵ Kallas ofta konvertibler och optionsrätter.

⁶ SOU 2001:1, s. 17 f. I nya ABL upptas vissa gemensamma bestämmelser i 10 kapitlet, fondemission i 11 kapitlet och tillskottsemission i 12 kapitlet.

⁷ Larsson, *Countermine gick på en mina*.

och expansion, så kommer de kortsiktigt gå till att betala av kortfristiga skulder.⁸ Särskilt aktuellt just nu är att många bolag inom IT-sektorn har stora kapitalbehov och därför behöver genomföra emissioner.⁹

2.2.2 Apportemission

Apportemission innebär att aktier utges mot annan egendom än pengar. Att emission mot apportegendom är möjlig utläses av ABL 4:6, som även hänvisar till ABL 2:3.¹⁰ I samband med Sveriges inträde i EU var lagstiftaren dock tvungen att skriva in i ABL att apportegendom inte får utgöras av åtagande att utföra arbete eller tillhandahålla tjänst, se ABL 2:2 första stycket. EG:s andra bolagsdirektiv¹¹, det så kallade kapitaldirektivet, föreskriver detta i artikel 7.¹² Samma förutsättningar gäller vid apportemission som vid apport vid bolagets bildande. I ABL 2:2 sägs att endast sådan egendom som kan vara till nytta för bolaget får utgöra apportegendom. Hemström¹³ menar att det är uttryck för att ett aktiebolag endast får ägna sig åt sådan verksamhet som framgår av bolagsordningen.¹⁴ En fördel med apportemission är att om en rörelse skall omvandlas till aktiebolag efter att ha varit till exempel enskild näringsidkare kan onödiga omvägar undvikas. Då behöver inte rörelsen först säljas för att företagaren ska kunna satsa kontanter i aktiebolaget, som i sin tur ska köpa upp rörelsen.¹⁵ Det är vanligt att apportegendomen består av aktier i ett annat bolag och att det emitterande bolaget ”byter” aktier med aktieägarna i det uppköpta bolaget.

Apportegendomen får inte värderas högre än vad den verkligen är värd för bolaget, se ABL 2:2. Det beror på att övervärderad apportegendom ställer fordringsägare och övriga aktieägare i en sämre ställning än tidigare.¹⁶ Enligt ABL 4:6 andra och tredje styckena ska bolagets styrelse avge en redogörelse för att revisorn ska kunna yttra sig om huruvida egendomen är övervärderad eller inte, samt till nytta för bolaget. I redogörelsen ska styrelsen ta upp de omständigheter som kan vara av intresse för att bedöma apportegendomen. Revisorn ska dock inte ta ställning till styrelsens skäl att genomföra en apportemission.

⁸ Åkerberg, *Intentia tar in 399 miljoner*.

⁹ Linnala, *Lojalitet straffade sig på börsen i fjol*.

¹⁰ Hemström, s. 150.

¹¹ 77/91/EEG

¹² SOU 1992:83, s. 251-252, Prop 1993/94: 196, s. 145.

¹³ Hemström, s. 92.

¹⁴ Om bolagsordningen inte anger något syfte med verksamheten så anses syftet vara att driva bolaget med vinst. Hemström, s. 34.

¹⁵ Hemström, s. 92.

¹⁶ Hemström, s. 92.

2.3 Fondemission

Om bolaget vill omfördela sitt kapital på creditsidan i balansräkningen kan en fondemission genomföras. Vinst som är utdelningsbar enligt ABL 12:2, samt uppskrivningsfond och reservfond kan användas till att öka aktiekapitalet, se ABL 4:16. Även om anläggningstillgångs värde skrivs upp kan beloppet som frigörs användas vid fondemission. På det sättet behålls pengarna i företaget. Konsekvensen av att aktiekapitalet ökas blir att fler aktier måste ges ut, eller att redan utgivna aktiers nominella värde ökas¹⁷. Fondemission kallas därför ibland för ”gratismission” eftersom aktieägarna får nya aktier i bolaget utan att betala för dessa.

Uttrycket ”gratismission” anser jag är mindre lyckat. Visserligen erhåller aktieägarna nya aktier utan att betala för dem, men dessa aktier finansieras av bolagets utdelningsbara vinst, alltså går aktieägarna miste om utdelning. Dessutom medför det vissa omkostnader att genomföra själva emissionen. Fördelen med att pengarna istället binds i aktiekapitalet är att det ökar bolagets kreditvärdighet, eftersom aktiekapitalet inte får sättas ned igen utan att fordringsägarnas intressen iaktas.¹⁸ Utöver att öka kreditvärdigheten så finns andra skäl att genomföra en fondemission. På vissa börslistor krävs det exempelvis att aktiekapitalet är av viss storlek. Ett annat skäl kan vara att om fler aktier ges ut så kan det eventuellt gagna handeln med bolagets aktier på börsen.

2.4 Emission av konvertibla skuldebrev och skuldebrev med optionsrätt

De huvudsakliga skillnaderna, för bolagets motpart, mellan nyemission och lån är att aktier ger rösträtt och rätt att delta i bolagets förvaltning, vilket inte en långivare har. Vid en eventuell konkurs ska däremot fordringsägarna ha betalt innan aktieägarna har rätt till utdelning. Ett konvertibelt skuldebrev kan sägas ha hämtat fördelarna från lån respektive aktie. En innehavare av ett konvertibelt skuldebrev har rätt att helt eller delvis byta ut sin fordran mot aktier i bolaget, vilket ger en viss frihet. Om det går bra för företaget och aktiekursen stiger kan han välja att konvertera och på det sättet ta del av kursuppgången. Det tryggare alternativet att stå kvar som fordringsägare med fast ränta kan dock väljas om bolaget inte utvecklas gynnsamt. Då skuldebrev konverteras uppstår den fördelen för aktiebolaget att aktiekapitalet ökar, dock sker inget tillskott av pengar vilket är fallet då optionsrätter utnyttjas.¹⁹

Optionsrätt innebär att skuldebrev ges ut med en utfästelse att fordringsägaren ska ha rätt att teckna aktier i bolaget, mot betalning.

¹⁷ Skattemässiga eller andra aktuella konsekvenser behandlas inte i denna framställning.

¹⁸ Rodhe, s. 67.

¹⁹ Rodhe, s. 58-65.

Samtidigt som aktier tecknas mot betalning behåller fordringsägaren sin fordran mot bolaget, men påskrift av skuldebrevet eller optionsbeviset måste göras om att teckning har skett, enligt ABL 5:11 andra stycket. Att ett tillskott av nytt kapital sker då en optionsrätt utnyttjas är inte den enda fördelen för bolaget, jämfört med andra lån. Rätten att teckna aktier har ett ekonomiskt värde, vilket gör att räntan dessutom kan sättas lägre. För långivaren är det positivt att risken vid placering i optionslån är lägre än vid aktieköp.²⁰ I ABL ställs inte något krav på skuldbeloppets storlek eller någon bestämd relation mellan skuldbeloppet och värdet av optionsrätten.²¹

I SOU 1997:22 som behandlar aktiebolagets kapital skrev Aktiebolagskommittén att indelningen i två kapitel, fjärde och femte kapitlena i ABL, har som grund att det är osäkert hurvida emission av konvertibla skuldebrev respektive skuldebrev med optionsrätt kommer leda till en ökning av aktiekapitalet eller ej eftersom innehavare av dessa skuldbrev kan välja att inte konvertera eller nyteckna och därför stå kvar som fordringsägare. Kommittén ansåg att kapitel fyra och fem borde slås ihop till ett, alternativt borde en detaljgranskning göras för att undanröja omotiverade skillnader. Det finns nämligen vissa detaljskillnader mellan de båda kapitlena. Kommittén ifrågasatte om dessa beror på sakliga skillnader eller om skillnaderna endast uppkommit för att reglerna har utarbetats vid olika tider.²² Denna utredning ledde inte till någon proposition, men nu har ännu en utredning lagts fram, SOU 2001:1, där aktiebolagskommittén återigen pekar på att kapitel fyra och fem bör omarbetas. I det nya förslaget har emissionerna delats upp i fondemission respektive tillskottsemission.²³

²⁰ Kedner, s. 60-64, Rodhe, s. 58-65.

²¹ Uttalande 1987:3.

²² SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital, s. 214-215.

²³ Se avsnitt 2.1.

3 Företrädesrätten till nya aktier

3.1 Allmänt om företrädesrätten

En skillnad vid kapitalökning jämfört med bolagsbildning är att det då kapitalet ska ökas redan finns aktieägare som har rätt att delta i en emission. Redan i RÅ 1912 nr 92 sades att ”*alla aktier skulle medföra samma rätt till teckning af de nya aktierna, då bolagsordningen ej annorlunda bestämde.*”²⁴ Då ett bolag idag genomför en kontantemission eller fondemission (genom att fler aktier ges ut) har enligt ABL 4:2 första stycket, aktieägarna företrädesrätt till de nya aktierna. Undantag kan göras genom bestämmelse i bolagsordningen, samt genom emissionsbeslut om bolagsstämman röstar igenom det med kvalificerad majoritet. Enligt ABL 5:2 första stycket gäller samma sak vid emission av skuldebrev mot vederlag i pengar. Företrädesrätten gäller i förhållande till det antal aktier aktieägarna äger sedan tidigare. Vid apportemission gäller dock inte någon företrädesrätt.

Företrädesrätten har lagstiftaren valt att använda sig av för att undvika att de gamla aktieägarna i ett aktiebolag röstar emot ett beslut om kapitalökning på den grunden att de riskerar att själva förlora på en sådan. Om aktierna vid en nyemission ges ut till samma nominella belopp som tidigare aktier kan nämligen det innebära att de nya aktieägarna gör en god affär på bekostnad av de gamla aktieägarna. Detta förutsätter att verksamheten har gått med vinst eller att penningvärdet har sjunkit. Om bolagets egendom har ökat i värde är aktiernas marknadsvärde högre än deras nominella värde. De gamla aktieägarnas aktier sjunker i värde eftersom de måste ”dela med sig” av vinsten. Detta kallas i litteraturen för *utspädningseffekten*.²⁵ Johansson menar att det är vanligt med emissioner med teckningskurser som understiger marknadsvärdet, dels för att emissionen ska bli attraktiv, dels för att det är svårt att göra en korrekt värdesättning av aktierna.²⁶

En lösning på detta problem skulle kunna vara att de nya aktierna får köpas för det aktuella värdet av aktierna. Då skulle de gamla aktieägarna inte förlora på det eftersom den överkurs nytillkomna aktieägare betalat hamnar i reservfonden, vilket kommer de gamla aktieägarna tillgodo. Enligt Rodhe är det dock svårt att bestämma detta värde. Därför har lagstiftaren valt den nuvarande lösningen med företrädesrätt.²⁷ I detta sammanhang kan dock nämnas en undersökning Dagens Industri gjorde under år 2000. Där visade

²⁴ Genom Johansson, s. 140.

²⁵ Se exempel 1 i bilaga A.

²⁶ Johansson, s. 143.

²⁷ Hemström, s. 154-155, Rodhe, s. 53 f.

det sig att i 74 procent av fallen då börsbolag genomfört nyemissioner med företrädesrätt för sina befintliga ägare hade aktierna inte ökat i värde efteråt. Aktieägarna hade med andra ord gjort en ”dålig affär”. Sämst hade det gått för IT-bolagen Enea och IFS.²⁸ Det kan vara så att även de gamla aktieägarna rent ekonomiskt tjänar mest på att emissionen istället riktas, då börskursen ofta går upp efter en riktad emission eftersom marknaden ser en bättre framtid för bolaget. Likvida medel har inkommit och eventuellt har en stor finansiär trätt in som aktieägare. Även om tidigare ägares andel av aktiekapitalet späds ut kan det alltså vara positivt på lång sikt att rikta emissionen.²⁹

Företrädesrätten har inte som enda syfte att skydda aktieägarna mot ekonomisk förlust. Om företrädesrätten utnyttjas undviks även maktförskjutningar i bolaget. Förändringar i makt och inflytande uppstår nämligen om de nya aktierna vid en nyemission tecknas av någon utomstående eller endast någon eller några av aktieägarna.³⁰ Sådana förskjutningar kan få särskilt svåra konsekvenser för minoritetsaktieägare.³¹ Flertalet minoritetsskyddsregler i ABL ger skydd åt minoriteter som representerar minst 10 % av aktierna. Skillnaden mellan exempelvis 11 % av aktierna och 9 % av aktierna kan därför vara avgörande. Skyddet som återstår för minoriteter under 10 % är att enskilda aktieägare kan klandra ett beslut som fattats på bolagsstämman, enligt ABL 9:39. Det kan till exempel göras om beslutet strider mot likhetsprincipen.³²

3.2 Ej företrädesrätt vid apportemission

Vid nyemission mot apportegendom har aktieägarna inte företrädesrätt till aktierna, ABL 4:2 e contrario. Anledningen till detta är att en apportemission ska kunna ske då bolaget vill erhålla viss egendom som någon eller några personer har tillgång till. Såsom Nial och Johansson påpekar får dock inte apportemission göras i syfte att kringgå aktieägarnas företrädesrätt vid kontantemission genom att till exempel en aktieägare får teckna aktier mot apport av egendom som alla aktieägare skulle ha möjlighet att apportera. Enligt författarna bör ett sådant emissionsbeslut, som sker i direkt syfte att påverka maktförhållandena i bolaget, kunna klandras och sättas ur spel, med stöd i generalklausulen, ABL 9:37.³³

²⁸ Linnala, *Lojalitet straffade sig på börsen i fjol*. Vid studie av denna kartläggning måste dock hållas i minnet att år 2000 var ett dåligt år på börsen totalt sett.

²⁹ Olsson, *Rosengren tvekar om dyr Bolidenräddning*.

³⁰ Hemström, s. 155.

³¹ ABL innehåller flera regler som skyddar minoriteter i aktiebolag. Detta har lagstiftaren valt att göra eftersom ingen skulle våga satsa pengar i ett bolag där han eller hon skulle hamna i minoritetsställning, om det var fullt möjligt för majoriteten av aktieägarna att ”köra över” minoriteten. Det skulle inte gynna näringslivet.

³² Rodhe, s. 56, 230, 237..

³³ Nial/Johansson, s. 91.

I mål nr T 221/83 från Sollentuna tingsrätt skulle ett aktiebolag tillföras egendom från dess störste ägare. Syftet var att denne skulle öka sin ägarandel och på lång sikt skulle ett totalt övertagande ske. Emissionsbeslutet klandrades och käranden yrkade på interimistiskt verkställighetsförbud, vilket beviljades med hänsyn till syftet med emissionen. Bolaget avstod sedan från att fullfölja emissionen.³⁴ I mål nr T 827/83 från Stockholms tingsrätt var omständigheterna liknande och käranden hävdade att syftet bakom emissionen var att minska minoritetsaktieägarnas andel av aktiekapitalet till mindre än 10 procent. Dessutom sades att apportegendomen var av ringa värde för bolaget, att den värderats för högt samt att egendomen föll utanför verksamhetsföremålet. Även vissa formella fel åberopades. Tingsrätten förordnade om inhibition och beslutet överklagades. Hovrätten fick dock inte möjlighet till att ta ställning eftersom parterna förliktes.³⁵

Johansson kritiserar nuvarande regler och accepterar inte motiven för att inte ha någon principiell företrädesrätt vid apportemission. Han menar istället att det borde föreligga en principiell företrädesrätt enbart i syfte att tvinga fram en förklaring vid avsteg från den. Detta föreslog aktiebolagskommittén³⁶ på 1970-talet och flera andra länder tillämpar den ordningen, till exempel övriga nordiska länder och Tyskland. I dessa länder krävs kvalificerad majoritet för att fatta beslut om riktad apportemission. Johansson menar att det går att kombinera en apportemission med en kontantemission till övriga aktieägare för att undvika att styrkeförhållandena i bolaget förändras.³⁷

3.3 Olika aktieslag

I ABL 4:2 första stycket sägs att företrädesrätten gäller i förhållande till det antal aktier aktieägarna tidigare äger, om ej annat föreskrivits i bolagsordningen i enlighet med ABL 3:1 andra stycket tredje punkten. Första stycket i 3:1 ger uttryck för *likhetsprincipen*, som är en av huvudprinciperna inom aktiebolagsrätten.³⁸ Där sägs nämligen att alla aktier har lika rätt i bolaget om inte annat följer av 3:1. Efterföljande stycke säger att det i bolagsordningen kan bestämmas att aktier av olika slag skall finnas eller kunna utges. Det kan till exempel vara skillnader i röstvärde för olika typer av aktier. Det är vanligt att börsnoterade företag har så kallade A-aktier och B-aktier där B-aktien har en röst på bolagsstämman, medan A-aktien kanske har tio. I svenskt näringsliv är röstvärdesskillnader betydelsefulla och har ett ekonomiskt värde. Skillnaden kan även ligga i

³⁴ Johansson, s. 145.

³⁵ Johansson, s. 145 f. Även i mål nr T 6-236-88 biföll Stockholms tingsrätt ett inhibitionsyrkande eftersom en riktad nyemission skulle leda till att minoritetsaktieägarens post skulle sjunka till under 10 procent. Svea hovrätt (Ö 1879/88) sa dock att detta inte var tillräckligt för att generalklausulen skulle bli tillämplig, men parterna förliktes innan dom avkunnats. Se Johansson, s. 146.

³⁶ SOU 1971:15, s. 175.

³⁷ Johansson, s. 138 f.

³⁸ Se mer om detta under avsnitt 6.2.1.

rätten till utdelning, där preferensaktier har rätt till utdelning i större grad än stamaktier.³⁹

Tredje punkten i 3:1 andra stycket säger även att skillnad kan göras i företrädesrätten, men att föreskrift om olika företrädesrätt endast får meddelas om skillnaderna mellan aktierna gäller just vinstutdelning eller röstvärde. Tidigare var det endast tillåtet att göra skillnad i företrädesrätten mellan olika aktieslag om de skiljde sig i fråga om vinst eller likvidationskvot, men ABL har anpassats efter artikel 29.2b i andra bolagsdirektivet. Dock gäller fortfarande att det vid fondemission endast får göras skillnad mellan aktier med olika rätt till vinst eller tillgångar, 3:1 fjärde stycket.⁴⁰ Det ansågs nämligen inge betänkligheter att aktier med samma rätt till vinst och tillgångar skulle kunna behandlas olika endast på grund av olika röstvärde, eftersom en fondemission endast är en bokföringsåtgärd som inte ska påverka ägarnas andel eller röstetal i bolaget. När det gäller kontantemissioner ansågs det inte kunna kritiseras på samma sätt eftersom kommersiella skäl kan motivera att emissioner riktas till ägare som innehar aktier av ett visst slag. Dessutom kan en bra emissionskurs motverka den eventuella nackdel övriga aktieägare råkar ut för.⁴¹ Det kan nämligen vara så att en aktie som i bolagsordningen är försedd med företrädesrätt till nya aktier anses vara mer prisvärd än en aktie utan företrädesrätt.⁴²

3.4 Teckningsrättsbevis och delbevis

Om ett bolag har 1000 aktier och ska genomföra en nyemission av 500 aktier har den aktieägare som tidigare innehar en aktie endast rätt att teckna en halv aktie vid nyemissionen, vilket inte är möjligt. Det kan även vara så att en aktieägare av någon anledning inte vill eller kan köpa fler aktier i bolaget, han har kanske inte råd. Lösningen på detta är något som i ABL 4: 3 första stycket kallas teckningsrättsbevis och delbevis. Varje aktieägare som har företrädesrätt till aktier har rätt till ett sådant, om bolaget inte är avstämningsbolag⁴³. Är det fråga om nyemission kallas det teckningsrättsbevis och är det fondemission kallas det delbevis. Dessa kan säljas.⁴⁴ Om företrädesrätten en aktieägare har inte räcker för att teckna en hel aktie är hans möjligheter att antingen köpa till teckningsrättsbevis eller att sälja sitt eget.⁴⁵

³⁹ SOU 1992:83, s. 135.

⁴⁰ SOU 1992:83, s. 134 f. Detta behandlas även i avsnitten 1.2.2.2 och 1.3 ovan.

⁴¹ SOU 1992:83, s. 135 f.

⁴² SOU 1992:83, s. 135.

⁴³ Ett avstämningsbolag får inte ge ut aktiebrev, interimsbevis eller emissionsbevis (delbevis eller teckningsrättsbevis). Dessa bolag ger inte ut papper utan olika rättigheter knyts istället till ett avstämningsregister. Se Nial/Johansson, s. 277.

⁴⁴ Hemström, s. 148-150, Rodhe, s. 65-69.

⁴⁵ Rodhe, s. 53 f.

1991 infördes en ny paragraf i ABL 4 kapitlet, nämligen 3a §. Denna omtalar hur det kan förfaras med överskjutande teckningsrätter och delrätter i avstämningsbolag. I emissionsbeslutet kan införas ett förbehåll att de teckningsrätter som inte motsvarar en hel aktie ska säljas genom bolagets försorg. Denna centrala försäljning ska verkställas av ett värdepappersinstitut. Det belopp som försäljningen ger ska delas upp mellan rättighetsinnehavarna efter den princip som anges i ABL 4:2, det vill säga i förhållande till det antal aktier som berörda aktieägare innehar.

3.5 Subsidiär företrädesrätt

ABL 3:1 tredje stycket anger hur föreskriften om olika företrädesrätt för olika aktieslag får utformas. En aktie ska ge företrädesrätt till en ny aktie i samma aktieslag. De aktier som inte tecknas av de i första hand berättigade skall erbjudas övriga aktieägare, de har således *subsidiär företrädesrätt*⁴⁶. Den subsidiära företrädesrätten infördes i ABL på grund av EG:s andra bolagsdirektiv⁴⁷ artikel 29:2b.⁴⁸ Om inte hela antalet aktier tecknas ens på grund av den subsidiära företrädesrätten så skall övriga aktier fördelas mellan tecknarna i förhållande till tidigare aktieinnehav och i sista hand ska utlottning ske.

Enligt Nial och Johansson är inte lagtexten helt bra eftersom den inte klart uttrycker att den primära företrädesrätten kan utnyttjas genom försäljning av teckningsrätter.⁴⁹ Bolagsordningen bör därför formuleras på ett sätt som tydligt anger vad som gäller, till exempel att aktier som inte tecknas med stöd av de i första hand utfärdade teckningsrätterna skall erbjudas samtliga aktieägare.⁵⁰ Aktiebolagskommittén har uttryckt en viss tveksamhet över de subsidiära teckningsrätternas värde. Om kursen är låg kommer antagligen de företrädesberättigade aktieägarna teckna sig för aktierna, alternativt sälja sina teckningsrätter (se nedan). I de fall kursen uppfattas som så hög att inte de företrädesberättigade vill teckna sig så torde det ekonomiska värdet på sekundärrätterna vara lågt. Kommittén påpekade även att om det i emissionsbeslutet fastställs ett högsta och lägsta belopp för aktiekapitalets ökning, i enlighet med ABL 4:5 första stycket första punkten, samt styrelsen kan gå in och avbryta teckningen när bolagets kapitalbehov är täckt, då utnyttjas den primära företrädesrätten normalt till fulla och den sekundära blir inte aktuell.⁵¹

⁴⁶ Nial/Johansson, s. 92.

⁴⁷ 77/91/EEG.

⁴⁸ SOU 1992:83 Aktiebolagslagen och EG, s. 285-288.

⁴⁹ Se vidare avsnitt 2.3.2.1.

⁵⁰ Denna formulering har godkänts av PRV. Se Nial/Johansson, s. 92.

⁵¹ SOU 1992:83, s. 133 f.

4 Avvikelser från företrädesrätten

4.1 Allmänt om avvikelse från företrädesrätten

I kapitel två redogjorde jag för den företrädesrätt aktieägarna har vid emission. I ABL 4:2 sägs det att företrädesrätten kan frångås genom bestämmelser i bolagsordningen. Då det gäller kontantemissioner kan avvikelse även ske genom bestämmelser som anges i emissionsbeslutet. Slutligen kan villkor som enligt ABL 5:4 första stycket åttonde punkten har meddelats vid emission av skuldebrev inskränka företrädesrätten.⁵² Då företrädesrätten frångås görs en så kallad *riktad emission*, möjligheten att teckna aktier riktas till en viss person eller vissa personer, istället för att samtliga aktieägare får teckna aktier. En effekt av en riktad emission blir som framgått av kapitel 2 att viss ”utspädning” av kapital och röstinflytande för tidigare aktieägare sker.

4.2 Införandet av riktade emissioner i ABL

I 1944: års aktiebolagslag gällde en ovillkorlig företrädesrätt för aktieägarna att teckna nya aktier vid kontantemission. Under början av 1970-talet diskuterades det huruvida undantag från företrädesrätten skulle kunna göras och 1973 infördes möjligheten till riktade emissioner i ABL. I SOU 1971: 15 föreslogs att huvudregeln fortfarande skulle vara företrädesrätt för aktieägarna, men att bolagsstämman med viss kvalificerad majoritet skulle kunna besluta om avvikelse därifrån. Denna möjlighet fanns redan utomlands och övriga nordiska länder bearbetade också förslag med detta innehåll.⁵³ Som motivering för att införa möjlighet till undantag angavs att kunna ge företräde till anställda eller att få in kapital genom en utomstående intressent. En annan anledning var att bolag skulle kunna vända sig till Allmänna pensionsfonden (4:e AP-fonden) för att få ett kapitaltillskott, genom att fonden går in som aktieägare.⁵⁴ Dessutom sades att de dåvarande reglerna kunde medföra försök att kringgå aktieägarnas företrädesrätt genom att genomföra en apportemission där aktierna skulle betalas med viss

⁵² ABL 5:4 första stycket åttonde punkten anger att ett beslut om emission skall ange den rätt som skall tillkomma borgenär eller innehavare av optionsbevis för den händelse aktiekapitalet före utbytet eller nyteckningen ökas eller nedsättes eller nya konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utges eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion.

⁵³ SOU 1971: 15, s. 175.

⁵⁴ Rodhe, s. 56.

lättanskafflig egendom.⁵⁵ Vid apportegendom förelåg då som nu inte någon företrädesrätt.⁵⁶

Utredningen påpekade att en avvikelse från företrädesrätten är ett betydelsefullt ingrepp i aktieägarnas intressen. Därför föreslogs att beslut om riktade nyemissioner skulle fattas med samma majoritet som normalt krävs för att ändra bolagsordningen, det vill säga kvalificerad majoritet. Detta förslag avvisades dock av departementschefen och togs inte med i propositionen. Det sades att det skulle räcka med enkel majoritet. Generalklausulen som infördes samtidigt fick räcka som skydd mot missbruk.⁵⁷ Dessutom uttrycktes en tvekan inför regler om kvalificerad majoritet som minoritetsskyddsregler, eftersom de endast skyddar minoriteter av viss storlek.⁵⁸ Det övervägdes att i lagen skriva in att en förutsättning för att få fatta emissionsbeslut med avvikelse från företrädesrätten skulle vara att det var ”erforderligt för kapitalökningens genomförande eller eljest till nytta för bolaget”.⁵⁹ En sådan bestämmelse ansågs dock bli för oklar och kunna medföra tvister. Det sades i propositionen att ett beslut om att en viss grupp aktieägare ska ges rätt att mot kontanter teckna aktier endast kan ske om det finns objektivt godtagbara skäl. Sådana skäl framhölls vara synnerligen ovanliga.⁶⁰

En begränsning som emellertid gjordes i bestämmelsen som infördes var att om det i ett bolag finns olika aktieslag enligt bolagsordningen, så får inte den inbördes ordningen mellan dessa förändras genom ett beslut om avvikelse av företrädesrätten. Däremot skulle det vara tillåtet att besluta om avvikelse från alla aktieslagens företrädesrätt och ge utomstående rätt att teckna aktierna. Även om bara ett av aktieslagen enligt bolagsordningen har företrädesrätt så skulle bolagsstämman kunna besluta om avvikelse.⁶¹ I enlighet med att stämman får fatta beslut om avvikelse av företrädesrätten bör även ett beslut som innebär att endast den subsidiära företrädesrätten riktas vara möjligt. Det skulle till exempel kunna innebära att de aktier som inte tecknas av de primärt företrädesberättigade skall erbjudas anställda i bolaget,⁶²

I bolagsordningen kan införas regler som försvårar bolagets möjlighet att i enlighet med ABL avvika från aktieägarnas företrädesrätt, dock bör inte bolagsstämmans möjlighet att besluta om riktad emission helt kunna bortskrivnas. Nial och Johansson anser att det skulle strida mot ABL 3:1 och 4:2, samt sakna sakligt motiv. En höjning av majoritetskravet för att få

⁵⁵ SOU 1971: 15, s. 178.

⁵⁶ Se ovan under avsnitt 3.2.

⁵⁷ Prop. 1973:93, s. 70 f.f., s. 80 f.f. och s. 128 f.f.

⁵⁸ Prop. 1973:93, s. 69.

⁵⁹ SOU 1971:15, s. 178.

⁶⁰ Prop. 1973:93, s. 129.

⁶¹ SOU 1971:15, s. 178.

⁶² SOU 1992:83, s. 134.

besluta om en riktad emission skulle emellertid kunna införas med stöd i ABL 9:28 andra stycket.⁶³

4.3 Leolagen

4.3.1 Leoaffären

Tio år efter det att undantag från företrädesrätten införts i ABL blev debatten om riktade emissioner aktuell igen. Den sattes igång av en riktad emission i bolaget AB Leo, som utsattes för mycket kritik. Jag vill kort sammanfatta händelseförloppet i den omtalade affären, men väljer att inte utveckla det i detalj. Den intresserade hänvisar jag till Leokommissionens rapport, som ger en detaljrik berättelse.⁶⁴

AB Leo var ett företag i läkemedelsbranschen. Företaget grundades 1914 av en dansk apotekare och hade huvuddelen av sin verksamhet förlagd i Skåne. Det utvecklade, tillverkade och marknadsförde läkemedel. Leo utvecklade bland annat rökavvänjningsmedlet Nicorette och Estracyt, som används vid behandling av prostatacancer.⁶⁵ AB Leo finns inte som bolag idag, men lever kvar i det som nu heter Pharmacia Sverige AB.⁶⁶ När nyemissionen genomfördes hade AB Leo nyligen blivit dotterbolag till Wihl Sonesson AB. Tidigare ägdes Leo av det danska bolaget Kefalas A/S. Aktieägarna i Kefalas gjorde vid försäljningen av AB Leo klart att de ville motverka att Leo omedelbart efter överlåtelsen till Sonesson skulle säljas vidare till något av de stora läkemedelsföretagen. En överenskommelse nåddes som innebar att Sonesson åtog sig att genomföra olika åtgärder i syfte att sprida aktierna i Leo till nya ägargrupper. I köpeavtalet infördes en klausul om att en riktad emission skulle genomföras, omfattande 150 000 aktier. Av dessa skulle 2/3 riktas till ett begränsat antal placerare på marknaden och 1/3 till ledande befattningshavare inom Sonesson och Leo. Avtalsklausulen sa även att Sonessons som gåva skulle överlämna tre aktier till varje anställd i den svenska delen av rörelsen. Slutligen förband Sonesson sig att ansöka om börsintroduktion på Stockholms fondbörs.⁶⁷

Vid ett sammanträde i november 1983 beslutade Sonessons styrelse att utöka den bestämda nyemissionen med 17 000 aktier. Av dessa tilldelades 7000 VD och vice VD, övriga 10 000 aktier tecknades av Sonesson AB.⁶⁸ Sonessons aktier såldes kring årsskiftet 1983/84 till Volvos koncernchef PG Gyllenhammar och VD Håkan Frisinger.⁶⁹ I samband med nyemissionen

⁶³ Nial/Johansson, s. 94.

⁶⁴ Ds Fi 1986:21.

⁶⁵ Ds Fi 1986:21, s. 38.

⁶⁶ <http://www.nicorette.se/press/index.html>, 01-05-23 klockan 15.20.

⁶⁷ Ds Fi 1986:21, s. 38 f.f.

⁶⁸ Ds Fi 1986:21, s. 43 f.f.

⁶⁹ Ds Fi 1986:21, s. 53-54.

genomfördes även vissa andra transaktioner i Leo, bland annat köp av läkemedelsföretaget AB Ferrosan och köp av aktier i Gambro.⁷⁰

Sammantaget ansåg aktieägarna och massmedia att ”Leoaffären” var oetisk. Det sades att villkoren hade varit alldeles för förmånliga för dem som erbjudits aktier, att kretsen mottagare varit för stor, att var och en fått för stor del aktier samt att de som tecknade aktierna inte löpte någon affärsmässig risk. Det berodde på att Förvaltnings AB Yggdrasil ställde en ”kursgaranti” genom att utfästa att de skulle förvärva alla aktier till lägst det pris tecknarna betalat. Det kritiserades även att aktieägarna i moderbolaget Sonesson inte fått tillräcklig information om vad som skulle hända, samt att den information de fick lämnades för sent. Vissa menade till och med att nyemissionen borde ha beslutats av Sonessons bolagsstämma. I den allmänna debatten efter Leoaffären ifrågasattes även om inte bolagets revisorer borde ha reagerat, om bankernas kreditgivning var riktig och om Svenska Handelskammarens värderat AB Leo på rätt sätt.⁷¹ Den huvudsakliga kritiken mot Leoaffären riktades således mot emissionsvillkoren och bristen på information, inte mot riktade emissioner till befattningshavare som företeelse.⁷² Affären uppfattades som att personer med ledande befattningar gynnades på bekostnad av Sonessons aktieägare.

I januari 1986 tillsatte regeringen den så kallade ”Leokommissionen” för att utreda vad som hade hänt i AB Leo. Samtidigt fick kommissionen i uppdrag att undersöka omfattningen av riktade emissioner i andra börsbolag, samt ge förslag på ny lagstiftning inom börsrättsområdet. Resultatet av kommissionens utredning redovisades i rapporten Ds Fi 1986:21 som överlämnades senare samma år.⁷³ Innehållet i denna utvecklas närmare nedan under avsnitt 4.3.4.

4.3.2 Rekommendationer

I februari 1986 kom fondbörsens styrelse med en rekommendation, som en reaktion på debatten kring riktade emissioner. Enligt denna rekommendation borde styrelsen i börsbolag, och dotterbolag till sådana, utan dröjsmål informera börschefen då ett beslut om riktad emission fattats, samt dessutom offentliggöra beslutet. Även skälen för beslutet borde anges, samt till vilka emissionen riktats. Senare samma månad gick börschefen även ut och sa att alla emissioner förutsattes redovisas i årsredovisningarna i börsbolagen.⁷⁴

⁷⁰ Ds Fi 1986:21, s. 45 f.f.

⁷¹ Ds Fi 1986:21, s. 56 f.f., Lombach i Karnov, Kristiansson, s. 21 f.

⁷² Moberg/Samuelsson, s. 186.

⁷³ Kristiansson, s. 22.

⁷⁴ Moberg/Samuelsson, s. 187. Ursprungskällor: Stockholms Fondbörs: *Rekommendation angående information om s.k. riktade emissioner*. Stockholm (86-02-07) och *Uttalande angående riktade emissioner*. Stockholm (86-02-20).

I mars 1986 presenterade Näringslivets Börskommitté (NBK)⁷⁵ en rekommendation angående riktade emissioner av aktier. Den innebär bland annat att ett beslut om sådan emission bör fattas av bolagsstämman och endast i undantagsfall av styrelsen. Det sägs att bemyndigande till styrelsen att besluta om riktad emission endast bör förekomma när så är påkallat av marknadens förutsättningar, främst vid emissioner på utländska marknader, eller då andra särskilda skäl föreligger. Bemyndigande till styrelsen bör inte ske vid en riktad emission till de anställda eller styrelsens ledamöter. Om ett bemyndigande sker bör det preciseras så långt möjligt, särskilt angående:

- Aktieslag som ska komma i fråga vid emissionen samt högsta antal aktier eller högsta emissionsbelopp.
- Den marknad emissionen skall avse eller eljest vilka som skall beredas tillfälle att teckna samt övriga grundvillkor. Vid apportemission anges jämväl apportegendomen.
- Tid inom vilken bemyndigandet får utnyttjas.

Rekommendationen tillämpas även på riktade emissioner av konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning.⁷⁶

4.3.3 Inrättande av Aktiemarknadsnämnden

Den 1 september 1986 inrättades en nämnd för aktiemarknadsfrågor, Aktiemarknadsnämnden (AMN), av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund. Nämnden drivs av en ideell förening som idag har sju medlemmar, nämligen Sveriges Industriförbund, Stockholms Handelskammare, OM Stockholmsbörsen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Föreningen Auktoriserade Revisorer FAR och Sveriges Försäkringsförbund.⁷⁷ Förebild för nämnden var den brittiska The Panel on Take-Overs and Mergers som verkar vid Londonbörsen.⁷⁸ Enligt sina stadgar⁷⁹ ska Aktiemarknadsnämnden verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, vilket sker genom uttalanden, rådgivning och information. Nämnden har inga sanktionsmöjligheter, av uttalande 1992:2 framgick att den endast konstaterar huruvida god sed uppfyllts. Den har dock möjlighet att uttala att god sed påkallar att en viss åtgärd företas, såsom den gjorde i uttalande 1994:4 då den ansåg att Volvo borde underställa bolagsstämman ett av styrelsen beslutat offentligt erbjudande.⁸⁰ För börsregistrerade bolag kan sanktioner ändock följa i samband med riktade emissioner. Inregistreringskontraktet föreskriver sanktioner för den som bryter mot det

⁷⁵ Vid sidan av AMN är NBK näringslivets mest aktiva organ angående börsetiska frågor. Dess huvudmän är Industriförbundet och Stockholms Handelskammare. Se Kristiansson, s. 31.

⁷⁶ Börs och värdepapper, s. 730 f.

⁷⁷ <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>

⁷⁸ <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>

⁷⁹ Se bilaga B.

⁸⁰ Kristiansson, s. 28.

och kontraktet innehåller hänvisning till NBK:s rekommendation, vilken omtalades ovan.

Domstol, myndigheter och börsstyrelsen kan begära yttrande från aktiemarknadsnämnden. Uttalanden kan även göras på eget initiativ eller på förfrågan från en aktieägare eller ett företag. Det är vanligt att Sveriges Aktiesparares Riksförbund (SARF) inkommer med ärenden till AMN. Nämnden bedömer åtgärder som företas av aktiemarknadsbolag⁸¹ Av stadgarna framgår att med aktiemarknadsbolag jämställs bolag som vidtagit åtgärd i syfte att bli aktiemarknadsbolag.⁸² AMN prövar ärendet även om företaget efter framställningen till AMN beslutar att inte genomföra marknadsintroduktionen.⁸³ Även en åtgärd av aktieägare i ett aktiemarknadsbolag kan bedömas, om det kan vara av betydelse för aktierna i bolaget.⁸⁴

Tanken är att de frågor nämnden tar upp ska ha en aktiemarknadsrättslig anknytning och den undviker att till exempel ta ställning i avtalsrättsliga eller aktiebolagsrättsliga spörsmål, även om det i vissa fall har varit oundvikligt. Det kan sägas att NBK ger generella rekommendationer, medan AMN bedömer konkreta fall.⁸⁵ Uttalanden från nämnden behandlas underhand i denna uppsats.

4.3.4 Leolagen

Leokommissionens rapport DsFi 1986:21 remissbehandlades. Föredragande statsråd i Finansdepartementet höll med kommissionen om att Leoaffären kunde kritiseras, samt att det borde övervägas huruvida reglerna om riktade emissioner var tillräckliga. Först borde dock verkan av börskommitténs rekommendation och aktiemarknadsnämndens arbete avvaktas. Angående emissioner till anställda ville finansdepartementet skärpa reglerna direkt, eftersom denna typ av emissioner blivit allt mer vanliga under 80- talet. I dessa fall föreslogs att beslut alltid bör fattas av bolagsstämman.⁸⁶ Föredragande statsråd i Justitiedepartementet ville att nya regler skulle införas angående riktade emissioner, men han trodde att det skulle vara omöjligt att införa regler som helt hindrar kringgående, men samtidigt gör det möjligt att genomföra affärsmässigt motiverade transaktioner. Hans önskan var dock en lagstiftning som gjorde att uppenbara fall av kringgående kan angripas såsom oetiska.⁸⁷

Resultatet av Leokommissionens arbete blev en ny lag, lag (1987:1479) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.. Denna lag har kommit

⁸¹ Prop. 1986/87:76, s. 19 f. Bilaga B, 14 §.

⁸² Se bilaga B, 14 §.

⁸³ Uttalande 1990:8.

⁸⁴ Se bilaga B, 14 §.

⁸⁵ Kristiansson, s. 27 f.

⁸⁶ Prop. 1986/87:76, s. 21 f.f.

⁸⁷ Prop. 1986/87:76, s. 25 f.

att kallas "Leolagen". Leolagen gäller aktiemarknadsbolag, det vill säga bolag registrerade på börsen, eller OTC-bolag⁸⁸. För att hindra kringgående gäller lagen även dotterbolag till aktiemarknadsbolag, se Leolagen 1 §. Riktade emissioner förekommer även i andra aktiebolag, men eftersom ägandet är mer spritt i aktiemarknadsbolag ansåg föredragande statsråd i propositionen till Leolagen att behovet av skydd för minoritetsaktieägare är större i aktiemarknadsbolag.⁸⁹ Ett i min mening lämpligt alternativ hade eventuellt varit att låta Leolagen vara tillämplig på alla publika bolag och dotterbolag till dessa, eftersom alla aktiebolag med en bred ägarkrets kräver särskilda skyddsregler.⁹⁰

Johansson kritiserar att lagens tillämpningsområde inte vidgats eftersom de bolag som inte är aktiemarknadsbolag inte heller är bundna av NBK:s rekommendationer och dessutom inte utsetts för kontroll av massmedia eller AMN. Han menar därför att risken för "dolt majoritetsmissbruk" är större i privata bolag. Anledningen till att dessa bolag inte omfattas av lagen tror han är att lagstiftningsarbetet ansågs brådskande och att det därför inte fanns tid att beakta de problem som finns i bolag som inte är aktiemarknadsbolag.⁹¹

I propositionen till Leolagen sades att det skulle strida mot reglerna om riktade emissioner i ABL att införa en lag som vore generellt tillämplig på emissioner då företrädesrätten frångås.⁹² Därför gäller Leolagen främst de fall då emission sker till personer i företaget vilka kan påverka emissionsvillkoren på grund av sin ställning. Föredragande för Justitiedepartementet förordade dock att den skulle gälla vid alla emissioner till anställda, eftersom dessa ibland kan ha som syfte att gynna personer med ledande befattning.⁹³ Vilka personer som omfattas av lagen anges i 4 §.⁹⁴

Leolagen skärpte kravet på beslutsmajoritet jämfört med ABL. För att bolagsstämman ska kunna fatta ett beslut om riktad emission krävs det minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna, se 3 §. Dessutom kan inte styrelsen fatta emissionsbeslut enligt Leolagen. Lagen inskränker således de formella förutsättningarna för att fatta ett beslut om riktad emission. Kommissionen ansåg dock att det var för tidigt att lagstifta om materiell börsetik. Först skulle en utvärdering ske av

⁸⁸ Bolag vars aktier är registrerade på OTC-listan.

⁸⁹ Prop. 1986/87:76, s. 27. Leokommissionen gav ingen motivering till varför denna tyckte att lagen skulle begränsas till att gälla aktiemarknadsbolag. Se DsFi 1986:21, s. 10 och 120 ff.

⁹⁰ SOU 1997:22, s. 219.

⁹¹ Johansson, s. 479 f.

⁹² I ABL 4:2 tredje stycket anges att det krävs två tredjedelars majoritet för att besluta om avvikelser från företrädesrätten. Om Leolagen skulle gälla alla riktade emissioner vore ABL:s majoritetsregel utan verkan i fortsättningen. Det ansågs antagligen inge betänkligheter.

⁹³ Prop. 1986/87:76, s. 26 f.

⁹⁴ Se avsnitt 7.2.

de självsanerande åtgärder Stockholms fondbörs vidtagit genom NBK: s rekommendationer och uttalanden från AMN.⁹⁵

Då de nya reglerna infördes valdes, som framgått här, lösningen att lägga dem i en egen lag. Eftersom de nya bestämmelserna i princip endast gäller aktiemarknadsbolag ansågs det olyckligt att placera dem i ABL, som gäller alla aktiebolag. Dessutom kan ett aktiemarknadsbolag även vara ett försäkringsaktiebolag eller ett bankaktiebolag. De bolagsformerna omfattas inte av ABL, utan regleras i andra lagar. Reglerna skulle heller inte passa in i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.⁹⁶ I förslag till ny aktiebolagslag förslår Aktiebolagskommittén nu att Leolagen införlivas med ABL.⁹⁷

⁹⁵ Prop. 1986/87:76, s. 21 f.f.

⁹⁶ Prop. 1986/87:76, s. 26.

⁹⁷ SOU 2001:1, s. 18.

5 Olika skäl att genomföra en riktad emission

5.1 Allmänt om olika skäl för att genomföra en riktad emission

Varken i ABL eller Leolagen sägs det att avvikelse från företrädesrätten måste ske i visst syfte. Därför vill jag nu närmare studera vad som kan ligga bakom ett företags beslut att vid en nyemission avvika från aktieägarnas företrädesrätt och varför det ur bolagets synvinkel kan vara bättre att vända sig till någon annan än aktieägarna. Jag kommer här redovisa de skäl som jag genom att läsa litteratur, tidningsartiklar och AMN:s uttalanden finner vara de vanligast förekommande. Leokommissionen gjorde 1986 en empirisk utredning om riktade emissioner som genomförts 1984 och 1985. Den bestod dels av en kartläggning, dels en enkätundersökning. Avsikten med undersökningen var att ge en bild av emissionernas omfattning, vilka syften som låg bakom och hur emissionsbesluten fattats. Jag kommer kommentera vissa utslag av den undersökningen i detta kapitel.

Företag kan bedöma det som värdefullt att få in en ny aktieägare som har något speciellt att tillföra bolaget, exempelvis tillgång till nya marknader eller någon särskild kompetens. Ett annat skäl att rikta en emission kan vara att befintliga ägare inte har råd att investera mer i bolaget, samtidigt som likvida medel behövs. Enligt AMN är bedömningen av skälen till en riktad emission i de flesta fall av företagsekonomisk natur. Nämnden har inte som uppgift att avgöra vad som är företagsekonomiskt riktigt för ett företag. Bolag rekommenderas endast att iaktta försiktighet angående skälen för riktade emissioner.⁹⁸ Nial och Johansson säger att en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt bara bör göras om den sker i bolagets intresse, inte för att gynna någon utomstående, eller viss eller vissa aktieägare på bolagets eller övriga aktieägares bekostnad.⁹⁹

Jag har valt att lägga tyngdpunkten vid skälen att motivera anställda och försvara sig mot fientliga erbjudanden. Det har jag gjort eftersom personalemissioner är vanligt förekommande och jag tycker att det är kontroversiellt att använda riktade emissioner som försvar mot offentliga erbjudanden.

Först vill jag nämna att ett vanligt förfarande i samband med emissioner är att ett företag som köper upp ett annat företag betalar säljaren med nyemitterade aktier i det köpande bolaget. Leokommissionens undersökning

⁹⁸ Uttalande 1988:12.

⁹⁹ Nial, Johansson, s. 93. Olika skäls förenlighet med god sed på aktiemarknaden behandlas senare i uppsatsen.

visade att apportemissioner i samband med företagsförvärv representerade närmare 50% av både antalet emissioner och det totala emissionsbeloppet för de emissioner¹⁰⁰ som undersökts.¹⁰¹ Vad som då sker är att säljaren tillskjuter sitt bolag som apportegendom.¹⁰² Som har framgått av tidigare kapitel har inte aktieägarna någon lagstadgad företrädesrätt vid apportemission. Därför görs inte heller någon avvikelser från företrädesrätten. Eftersom mitt syfte med detta kapitel är att granska skäl till avvikelser från företrädesrätten ämnar jag inte redogöra för företagsförvärv genom apportemission.

5.2 Få in en utomstående intressent

Då möjligheten till riktade emissioner infördes på 1970-talet sades att ett skäl var att ett bolag skulle kunna emittera fria aktier utomlands för att på det sättet få en finansiering med hjälp av utländskt kapital.¹⁰³ Numera har systemet med fria och bundna aktier avskaffats, men det finns fortfarande ett intresse från företagens sida att få tillgång till utländskt kapital. I Dagens Industri gick det att den 9 april i år läsa att nätkonsulten Icon Medialab planerar en riktad nyemission. Ny storägare blir då Red Valley/Fidessa Asset Management. Red Valley är ett investmentbolag registrerat på skatteparadiset Guernsey. Fidessa Asset Management är en investeringsrådgivare med verksamhet i Luxemburg och företräder Red Valley. Visserligen späds aktiekapitalet ut med hela 18 procent, men styrelseordföranden anser att emissionen är en bra lösning för att stärka kassan.¹⁰⁴

Det är vanligt att bolag vänder sig till starka finansiärer då det behövs likvida medel, eftersom befintliga aktieägare inte alltid har möjlighet att inbringa de summor som krävs. Boliden är ett aktuellt exempel på detta. Företaget har i slutet av mars i år föreslagit näringsministern Björn Rosengren att Boliden ska rikta en emission till staten. Staten går i så fall in med 1,5 miljarder kronor och får 30 procents ägande i bolaget. Björn Rosengren påpekar dock att det är stora summor det handlar om, samt att staten endast är intresserad om affären får synergieffekter med LKAB.¹⁰⁵

Det behöver inte vara akut brist på kapital som gör att ett företag vill få in en utomstående som aktieägare. Att aktiemarknaden tolkar det som ett gott

¹⁰⁰ Leokommissionen inleder redogörelsen för undersökningsresultaten med att säga att undersökningen innefattar i stort sett alla emissioner, inklusive apportemissioner, vilka skett utan företrädesrätt för de gamla aktieägarna. För enkelhetens skull använder de beteckningen riktade emissioner på alla, även om den inte är helt korrekt när emissionen vänder sig till aktiemarknaden i dess helhet med samma villkor för gamla och nya aktieägare. Se Ds Fi 1986:21, s. 82.

¹⁰¹ Ds Fi 1986:21, s. 83.

¹⁰² För utveckling av reglerna kring apportemission hänvisar jag till avsnitten 2.2.2 och 3.2.

¹⁰³ Kedner/Roos, s. 95.

¹⁰⁴ Hammarström, *Ny storägare i Icon*.

¹⁰⁵ Olsson, *Rosengren tvekar om dyr Bolidenräddning*.

tecken om ett bolag ägs av någon eller några intressenter som har mer kapital att tillgå är också av vikt för bolaget. Anledningen till att vända sig till någon utomstående kan även vara att denne innehar någon viss kompetens som bolaget behöver, alternativt har den tillgång till en viss marknad som bolaget vill etablera sig på. Således kan skäl liknande dem som ligger bakom ett företagsförvärv motivera en riktad emission.

I svenska företag finns det ofta en stor aktieägare som kontrollerar bolagsstämman, det kan vara en privatperson eller ett annat företag. Därutöver har bolaget ofta en eller flera minoritetsaktieägare utan direkt inflytande över stämmans beslut. De kan ha en viktig funktion i en maktstrid. Det kan till exempel vara fjärde AP-fonden, annan fond, försäkringsbolag eller industriföretag.¹⁰⁶ Efter vissa ändringar i placeringsföreskrifterna för fjärde AP-fonden på 1970-talet blev det möjligt att placera medel ur denna i aktier. För att ett bolag ska få tillgång till medel ur fonden krävs det att emissionen riktas till denna.¹⁰⁷ Det var ett av skälen som anfördes i förarbetena då möjligheten till avvikelse från företrädesrätten infördes i ABL.¹⁰⁸

5.3 Motivera anställda

5.3.1 Företagsledare

Om företagsledarna har en stor ägarandel tolkar kapitalmarknaden det som att företaget har ett högt värde. Detta kan förklaras med att dessa personer anses inneha bättre information om företaget jämfört med allmänheten. Om företagsledningen väljer att själv äga en stor andel innebär det att de också tar en större risk och får ta konsekvenserna av sina beslut.¹⁰⁹ Carl Hemström har skrivit att då möjligheten till riktade nyemissioner infördes i ABL var det inte meningen att företagsledningarna eller stora aktieägare skulle kunna tjäna pengar på övriga aktieägares bekostnad genom rikligt ”sockrade” emissioner¹¹⁰. Han påstår dock att det till stor del har blivit resultatet.¹¹¹

Att rikta emissioner till ledande befattningshavare diskuterades inte då reglerna i ABL infördes på 70-talet.¹¹² Leokommissionen tog däremot upp frågan om tillämpningen av den så kallade ”pilotskolan”. Pilotskolan menar att ledande personer i ett företag, ”piloter”, arbetar mer engagerat om de får egen ekonomisk vinning av att det går bra för bolaget. Av de 20 företag som svarat på Leokommissionens enkät avsåg fyra svar emissioner riktade enbart

¹⁰⁶ Bergström/Rydqvist, s. 15.

¹⁰⁷ Kedner/Roos, s. 96.

¹⁰⁸ Rodhe, s. 57.

¹⁰⁹ Bergström/Rydqvist, s. 30 f.

¹¹⁰ Med ”sockrade emissioner” menar Hemström att aktierna tecknas mot en kurs som understiger marknadsvärdet.

¹¹¹ Hemström, s. 156.

¹¹² Moberg/Samuelsson, s. 184.

till ledande befattningshavare. Alla fyra företagen svarade att ett mycket viktigt syfte med emissionen var att i enlighet med pilotskolan göra företagsledarna till aktieägare i bolaget för att öka deras motivation.¹¹³ Pilotskolan har kritiserats eftersom gränsen mellan personer med ledande ställning i bolaget och företagets ägare suddas ut, vilket kan leda till att företagsledare kan lockas att fatta kortsiktiga beslut som endast de själva vinner på. Dessutom kan det vara svårt att se skillnad på vad som endast är motivationshöjande och vad som är belöning för redan presterat arbete.¹¹⁴ Tre av de fyra företagen som i Leokommissionens undersökning riktad emissioner till företagsledare uppgav just att ett ganska viktigt syfte var att ge en extra belöning till befattningshavarna. De sa att det kan vara svårt att uppnå det syfte med löneökningar på grund av den höga skatten.¹¹⁵ Att pilotskolan har många förespråkare i Sverige har säkerligen ett samband med det höga skatteuttaget på inkomst av tjänst.¹¹⁶

Leokommissionen sa att den inte funnit några hinder mot att tillämpa pilotskolan, under förutsättning att villkoren för emissioner fastställs på marknadsmässiga grunder. Detta är viktigt för att aktiemarknadens förtroende ska bibehållas. Dessutom bör en utomstående person sätta priset på aktierna, om bolaget inte är börsnoterat. Enligt Leolagen 4 § första stycket, punkterna 1 och 2, är lagen tillämplig på beslut om riktad emission till personer i styrelser, VD eller vice VD (om bolaget är ett aktiemarknadsbolag). Leokommissionen ansåg att det inte överhuvudtaget vore lämpligt att rikta emissioner till styrelseledamöter.¹¹⁷ Även AMN har uttryckt att styrelseledamöter inte bör få delta i en emission i annat fall än då de är anställda i bolaget eller annat bolag i koncernen, men det är inte förbjudet i lag. AMN förklarar sin ståndpunkt med att de uppgifter som normalt ankommer på och fullgörs av styrelseledamöter inte är av sådan karaktär att de skäl som ligger till grund för en emission till anställda i allmänhet äger tillämpning.¹¹⁸

Även SARF är positiva till pilotskolan, men betonar att utgångspunkten måste vara att ledningen får ta del av framtida värdetillväxt som den är med om att skapa. Den ska inte på detta sätt få ersättning för redan utfört arbete. Vad gäller teckningsbelopp¹¹⁹ måste det stå i rimlig proportion till befattningshavarens lön. En skälig övre gräns kan vara en halv årslön.¹²⁰ Även AMN har uttryckt att det är rimligt.¹²¹ Det kan därför anses iögonfallande att AMN i uttalande 1990:7 inte ansåg en tilldelning varierade mellan 15 och 180 procent av befattningshavarnas årslön strida mot god sed

¹¹³ Ds Fi 1986:21, s. 92.

¹¹⁴ Moberg/Samuelsson, s. 185.

¹¹⁵ Ds Fi 1986:21, s. 92.

¹¹⁶ Ds Fi 1986:21, s. 103.

¹¹⁷ Ds Fi 1986:21, s. 103-107, Prop. 1986/87:76, s. 20 f.

¹¹⁸ Uttalande 1989:1.

¹¹⁹ Med teckningsbelopp menas summan av det nominella beloppet på aktierna som tecknas.

¹²⁰ Aktiespararna, s. 8-9.

¹²¹ Uttalande 1989:1, se vidare under avsnitt 5.3.2.

på aktiemarknaden. Den planerade emissionen skulle riktas till 225 chefer, varav 130 verksamma i utlandet, i en koncern med 20 000 anställda. AMN motiverade sitt beslut med att företagets intresse av att kunna erbjuda ledande befattningshavare villkor som är konkurrenskraftiga även i ett internationellt perspektiv vägde tungt.¹²²

Sedan 1992 har ett nytt system utnyttjats för att öka ledande befattningshavares engagemang, så kallade syntetiska optioner. Det är ett finansiellt instrument vars värde baseras på börskursen för aktierna. Innehavaren har rätt att vid optionens slutdag få ut ett kontantbelopp motsvarande aktiekursen.¹²³ I uttalande 1994:6 gav AMN riktlinjer för utfärdande av syntetiska optioner till personer i ledande position i aktiemarknadsbolag. Nämnden hade inget principiellt att invända mot systemet och angående villkoren för syntetiska optioner ställer AMN liknande krav som vid riktade emissioner. Däremot råds aktiemarknadsbolag och ledande befattningshavare med insiderinformation att avstå från utfärdande eller förvärv av syntetiska optioner innan den känsliga informationen har offentliggjorts.¹²⁴

5.3.2 Övriga anställda

Leokommissionens enkätundersökning av riktade emissioner under 1984 och 1985 visade att 14 av 20 enkätsvar avsåg emissioner riktade till anställda i bolaget.¹²⁵ Emissioner riktade till anställda kan ta olika form. En svensk motsvarighet till amerikanska "stock-options" är personaloptioner. Den anställde erbjuds årligen optionsposter, vilka oftast är försedda med överlåtelseförbud och kan utnyttjas först efter en kvalifikationstid. Personaloptioner har därför en stark koppling till anställningen.¹²⁶ En annan möjlighet är att bolagsstämman kan besluta att de aktier som enligt bolagsordningen ska tecknas med sekundär företrädesrätt istället ska erbjudas de anställda i bolaget.¹²⁷ Bolagsstämman kan även välja att helt avvika från aktieägarnas företrädesrätt och besluta att en nyemission ska riktas till personalen.

Leolagen är enligt 4 § första stycket punkten 3 tillämplig då en emission av aktier, konvertibla skuldebrev eller skuldebrev med optionsrätt riktas till anställda i ett aktiemarknadsbolag. SARF anser att även andra bolag vars aktier är föremål för marknadsnoteringar bör följa denna lag.¹²⁸

I slutet av februari 2001 stod det i Dagens Industri att Akzo Nobel är berett att under de kommande åren dela ut aktier till sina anställda för flera hundra

¹²² Uttalande 1990:7.

¹²³ Kristiansson, s. 96 f.

¹²⁴ Kristiansson, s. 97.

¹²⁵ Ds Fi 1986:21, s. 88.

¹²⁶ Aktiespararna, s. 10.

¹²⁷ Bökmark/Svensson, s. 43 f.

¹²⁸ Aktiespararna, s. 8.

miljarder kronor. Genom att göra det hoppas företagsledningen att personalen i egenskap av aktieägare ska bli mer engagerad i företaget.¹²⁹ Styrelsen i Glocalnet lägger i slutet av mars fram ett förslag till bolagsstämman som bland annat innebär utgivande av personaloptioner och bemyndigande till emission av förlagslån, med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Emissionen riktas till ett dotterbolag för vidareförsäljning till anställda i Glocalnet och dess dotterbolag.¹³⁰ Detta är bara två exempel på att många bolag vill att de anställda ska vara delägare för att på det sättet motiveras att göra ett bra jobb.

SARF är positivt inställda till försök att öka de anställdas engagemang genom emissioner riktade till dem. Dock har förbundet upptäckt att det finns ett stort behov av riktlinjer som balanserar intresset mellan aktieägarna, ledning och övriga anställda. De riktlinjer som SARF angett behandlar främst riktade emissioner av teckningsoptioner och konvertibler, eftersom dessa är mest förekommande. Till exempel hävdar SARF att vid riktade emissioner till anställda bör inte utspädningseffekten av kapital eller röstinflytande överstiga 5 procent. Då ska även tidigare riktade emissioner som ännu är utestående beaktas. Denna ”medräkningsbestämmelse” avser främst upprepade emissioner av personalkonvertibler med korta tidsmellanrum.¹³¹ I snabbt växande företag med stort behov av både personal och aktiekapital kan det i undantagsfall vara godtagbart med en större utspädning.¹³² Detta har AMN befast i sitt uttalande 1989:1.¹³³

I uttalande 1989:1 angav AMN generella riktlinjer för utformning av villkor vid emissioner av aktier, konvertibler och teckningsoptioner riktade till anställda¹³⁴. Villkoren får variera beroende på olika faktorer såsom den anställdes lön, ställning i bolaget, anställningstid eller övriga anställningsvillkor. Högsta tilldelnings- eller teckningsbelopp bör inte vara mer än motsvarande 50 procent av den anställdes årslön, även om emissionen inte blir fulltecknad.¹³⁵ Sex år senare sa AMN dock att begränsningen till en halv årslön inte gällde då alla anställda skulle likabehandlas. Då uttalade sig nämnden om ett fall då alla anställda skulle få teckna för högst 800 000 kronor.¹³⁶ Det anses dock strida mot god sed att bestämma högsta tillåtna teckningsbelopp först efter det att den anställda sagt hur mycket han eller hon vill teckna för. Därför kan inte högsta teckningsbelopp sättas individuellt.¹³⁷

¹²⁹ Lundin, *Akzos personal får gratis aktier*. Någon emission är det inte fråga om i detta fallet, eftersom företaget kommer köpa sina egna aktier på marknaden och sedan dela ut dem gratis till personalen, men tanken bakom är jämförbar med en emission till anställda

¹³⁰ Dagens industri, *Glocalnet föreslår personaloptioner*.

¹³¹ Uttalande 1995:1.

¹³² Aktiespararna, s. 8-9.

¹³³ Uttalande 1989:1.

¹³⁴ Även emissioner till ledande befattningshavare diskuterades.

¹³⁵ Uttalande 1989:1.

¹³⁶ Uttalande 1995:2.

¹³⁷ Uttalande 1995:3.

5.4 Försvar mot offentliga erbjudanden

Förvärv av aktier i ett aktiebolag kan ske genom offentligt erbjudande, vilket innebär att en budgivare meddelar aktieägarna i målbolaget att han vill köpa deras aktier, till ett visst pris. Alla aktieägare tar eventuellt inte emot detta bud positivt. Likaså kan företagsledningen vilja motarbeta att företaget köps upp.¹³⁸ Erbjudandet riktar sig till aktieägarna, som i princip kan sälja sina aktier till vem de vill. Det finns vanligtvis någon aktieägare som har ett kontrollerande inflytande över företaget och därmed kan förhindra ett fientligt erbjudande.

Det finns inte många civil- eller associationsrättsliga regler som reglerar offentliga erbjudanden.¹³⁹ NBK har dock sammanställt en rekommendation¹⁴⁰, eftersom det visat sig att vissa oönskade beteenden förekommit. Rekommendationen ställer krav på likabehandling av aktieägarna och fordrar att aktieägarna får relevant information så att de kan ta ställning till erbjudandet. Rekommendationen har sin grund i det inregistreringskontrakt (IRK) som tecknas mellan Stockholms fondbörs och bolag som fått tillstånd att börsnotera aktier. I NJA 1985 s. 343-”Företagsfinansmålet” sa HD att aktiemarknadsbolag är skyldiga att följa NBK:s rekommendation, på grund av IRK¹⁴¹ och 1988 förtydligades och utvidgades rekommendationen i denna fråga.¹⁴²

Rekommendationen från NBK säger att om ett bolag förhandlar med ett annat bolags styrelse om att rikta ett offentligt erbjudande till aktieägarna i målbolaget, eller om ett sådant erbjudande har riktats utan kännedom hos målbolagets styrelse, då får styrelsen inte utan bolagsstämmans medgivande förhindra eller försvåra för budgivaren. NBK:s rekommendation säger dock inget om vilka motåtgärder bolagsstämman kan fatta beslut om. Per Samuelsson nämner att en riktad emission till ett annat bolag är ett exempel på acceptabelt försvar för att förebygga att ett offentligt erbjudande riktas till aktieägarna. Syftet med en sådan åtgärd skulle vara att späda ut aktiekapitalet. Så här uttrycker Samuelsson sig:

”Om företagsledning befarar att bolaget är ett uppköpsobjekt kan de företa en riktad emission till ett vänligt sinnat företag. Detta är en variant av korsvist ägande och baseras på delvis samma former av lojalitetsband mellan bolagsledningarna. Eftersom det inte finns någon synlig koppling mellan de båda företagen kan det vara svårt att avgöra de egentliga motiven

¹³⁸ Afrell/ Klahr/ Samuelsson, s. 231 f.

¹³⁹ ABL 4:18 säger att ett emissionsprospekt skall upprättas om summan som kan komma att betalas för aktierna uppgår till minst 300 000 kronor.

¹⁴⁰ *Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag*, från 1971.

¹⁴¹ NJA 1985 s. 343, s. 350 f.

¹⁴² Den heter numera *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv*.

*för emissionen, som kan ges en annan motivering offentligt och till bolagsstämman.*¹⁴³

Som alternativ till riktad emission säger Samuelsson att en emission med företrädesrätt kan genomföras, men på så ofördelaktiga villkor att flertalet aktieägare förväntas avstå från sin företrädesrätt.¹⁴⁴ I förväg kan bolagsledningen ha ordnat med en lojal köpare som träder i deras ställe.¹⁴⁵

Jag anser att Samuelssons ståndpunkt att en riktad emission kan vara en möjlighet för att förebygga ett offentligt erbjudande är kontroversiell. Om Leolagen är tillämplig ställs det krav på att bolagsstämman beslutar om riktade emissioner, alternativt att bolagsstämman godkänner styrelsens beslut i efterhand. Jag tolkar Samuelsson som att han uppmanar styrelsen att inför bolagsstämman ange ett annat skäl för emissionen. Eftersom bolagsstämman består av samma personer som eventuellt kommer motta det offentliga erbjudandet kan problem uppstå då bolagsledningen ska undanhålla det egentliga motivet till den riktade emissionen för bolagsstämman. Om styrelsen misstänker att någon vill köpa upp aktierna i bolaget menar jag att risken finns att även aktieägarkretsen fått liknande information. Den kan då välja att inte rösta igenom styrelsens förslag om riktad emission. Det räcker att 1/10 av aktieägarna röstar emot för att emissionen inte ska kunna genomföras, eftersom det ställs krav på 9/10 då Leolagen är tillämplig. Om det uppdagas att styrelsen haft för avsikt att genomföra en riktad emission av skäl som undanhållits bolagsstämman tror jag att situationen kan utvecklas till en förtroendekris.

Leolagen är inte tillämplig om målbolaget inte är ett aktiemarknadsbolag eller det bolag till vilket aktierna ska riktas (det "vänligt sinnade bolaget") inte omfattas av 4 § Leolagen. I så fall kan ABL 4:15 tillämpas, vilket innebär att bolagsstämman kan bemyndiga styrelsen att besluta om emission. Bemyndigandet gäller dock i högst ett år. I sådana bolag ser jag en större möjlighet till potentiellt försvar mot fientliga erbjudanden genom en riktad emission. Då kan styrelsen genom ett optionsavtal förbinda ett lojalt företag att vid händelse av försök till fientligt förvärv teckna riktade aktier, i syfte att späda ut den fientlige förvärvarens aktieinnehav. Om målbolaget är börsbolag är NBK:s rekommendation om offentliga erbjudanden tillämplig. Enligt NBK får styrelsens bemyndigande endast utnyttjas i undantagsfall och även om styrelsen ingår optionsavtalet långt innan det fientliga uppköpsererbjudandet riktas till aktieägarna, så kan företaget hamna i en konfliktsituation. Om det införlivar optionsavtalet bryter det mot NBK:s rekommendation och därmed även börsens inregistreringskontrakt, om det omvänt följer rekommendationen bryter det mot optionsavtalet och riskerar skadestånd för avtalsbrott. Den enda lösningen på detta problem skulle vara att företaget lyckas påvisa att ett undantag i NBK:s rekommendation var

¹⁴³ Moberg/ Samuelsson, s. 169.

¹⁴⁴ Moberg/Samuelsson, s. 169.

¹⁴⁵ Afrell, m.fl., s. 248-251.

tillämpligt på grund av att åtgärden var så brådskande att försvaret mot det fientliga erbjudandet var tillåtet.¹⁴⁶

Uttalande 1988:11 gällde ett offentligt erbjudande som styrelsen för Beckers hade riktat till aktieägarna för Kanthal Höganäs. I samband med det riktade Kanthal Höganäs en emission till Beckers. Det var alltså fråga om ett tillmötesgående i det fallet, men AMN tog även tillfället i akt att uttala sig i mer allmänna ordalag om riktade emissioner i anknytning till offentliga erbjudanden. AMN konstaterade att en princip i samband med offentliga erbjudanden är att målbolaget inte får äventyra att ett erbjudande avges eller att det vidhålles, men att åtgärder som vidtas med stöd av bolagsstämmans beslut alltid är tillåtna. Att en riktad emission i samband med ett offentligt erbjudande kan väcka uppmärksamhet är enligt AMN uppenbart, men det är utan betydelse huruvida emissionen i sak har något samband med det offentliga erbjudandet. Det som är av betydelse är istället om emissionsfrågan behandlats på bolagsstämman, om Leolagen har tillämpats, samt att det offentliga erbjudandet inte varit förenat med villkor om att 90 procent av antalet aktier och röster uppnås. En viss försiktighet bör alltid iakttagas i samband med sådana här åtgärder.¹⁴⁷

¹⁴⁶ Rantén, s. 53 f.

¹⁴⁷ Uttalande 1988:11.

6 Övergripande principer av betydelse för riktade emissioner

6.1 Allmänt

Leolagen behandlar endast de formella förutsättningarna för ett beslut om riktad emission, men den säger ingenting om de materiella villkoren för en riktad emission. Ur Leolagen går således inte att tolka när en riktad emission får äga rum. Denna fråga är därför mer komplex och får lösas genom att studera bolagsrätten och börsrätten. Jag ska i detta kapitel redovisa aktuella principer och dess verkan på riktade emissioner. Tyngdpunkten ligger på likabehandling och informationsgivning.

Det har övervägts att i ABL införa som förutsättning för att få genomföra en riktad emission att det ska vara erforderligt för att kunna öka kapitalet eller på annat sätt vara till nytta för bolaget. En sådan bestämmelse skulle dock behöva formuleras ganska obestämt och skulle kunna medföra tvister. Därför har lagstiftaren valt att inte stadga detta i lag. Enligt ABL 4:4 första stycket skall dock skälen till avvikelser från företrädesrätten anges i förslaget till riktad emission.¹⁴⁸

I all ny lagstiftning som reglerar värdepappersmarknaden återfinns ett krav på god sed i en portalparagraf. För att ett bolag som ska emittera riktade aktier ska anses följa god sed krävs det att gällande lagar, förordningar och föreskrifter följs, samt även uttalanden från så kallade självregleringsorgan.¹⁴⁹ Exempel på sådana organ är AMN, NBK, FAR, Stockholms Fondbörs, med flera. Då AMN ska bedöma en fråga om riktade emissioner utgår den förutom från ABL även från aktiebolagsrättsliga och börsrättsliga principer för att slutligen komma fram till ett uttalande om vad som utgör god sed på marknaden.¹⁵⁰

Det är av alla parter intresse att handeln och verksamheten på värdepappersmarknaden bedrivs på ett sätt som gör att inte allmänhetens förtroende förloras eller enskilda kapitalinsatser riskeras. Principer på börsrättens område grundas därför på huvudprincipen om ”fair play” och har utvecklats främst ur aktiebolagsrätten.¹⁵¹ För att aktiemarknaden ska fungera måste vissa rättssäkerhetskrav ställas på bolagen. AMN har en restriktiv syn på ändring av villkor.¹⁵² Som exempel ur AMN:s uttalanden kan nämnas att

¹⁴⁸ Kedner/Roos, s. 96.

¹⁴⁹ Kristiansson, s. 32.

¹⁵⁰ Kristiansson, s. 34.

¹⁵¹ Kristiansson, s. 33-37.

¹⁵² Se t.ex. uttalanden 1988:6 och 1992:7.

det har ansetts strida mot god sed att ändra en teckningsfrist.¹⁵³ Angående rättssäkerheten kan en jämförelse med avtalsrätt göras. Om ett bolag går ut och ändrar emissionsvillkoren mitt under pågående teckningstid, kan det liknas vid ett brott mot ett avtal med marknaden.

6.2 Likabehandling

6.2.1 Allmänt om likabehandling

Aktiebolagsrätten kan ses som en vidareutveckling av avtalsrätten och reglerar primärt förhållandet mellan bolaget och dess ägare. Grunden i aktiebolagsrätten vilar till stor del på principen om likabehandling, vilken innebär att alla aktier har lika rätt i bolaget. Denna kommer till uttryck dels i ABL:s generalklausuler (8:34 och 9:37), men även i en oskriven likhetsprincip som har sin kärna i ABL 3:1 första stycket.¹⁵⁴ Likhetsprincipen uttrycks något annorlunda i olika källor, men Johansson menar att innebörden är att det med varje aktie ska följa samma rättigheter som med övriga aktier.¹⁵⁵ Likhetsprincipen gäller vid alla typer av åtgärder, men tillåter undantag om det anges i lag eller i bolagsordningen. Ett exempel på sådant undantag är rätten att i bolagsordningen frångå aktieägarnas företrädesrätt vid ökning av aktiekapitalet, vilket uttrycks i ABL 3:1 andra stycket, tredje punkten. I ABL 4:2 första stycket sägs att avvikelser även får göras i emissionsbeslutet. Likhetsprincipen i ABL 3:1 är därför inte tillämplig på riktade emissioner.

I det så kallade ”Företagsfinansmålet”, NJA 1985 s 343¹⁵⁶, fastslogs att det inom börsrätten finns ett krav på likabehandling även utanför den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipen. Denna börsrättsliga likabehandlingsprincip bestämmer i vilken mån placerare på aktiemarknaden kan kräva att bli likabehandlade av bolag de inte äger aktier i. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen är av störst vikt vid informationsgivning.¹⁵⁷ AMN har inom det bolagsrättsliga området upprätthållit och till och med utökat likabehandlingsprincipen, men nämnden har varit mer flexibel när det inte gällt ett förhållande mellan aktieägare och bolag.¹⁵⁸

6.2.2 Generalklausulerna

Generalklausulerna utgör ett skydd för aktieägarna mot otilbörliga riktade emissioner. Generalklausulerna föreskriver att styrelsen inte får vidta en

¹⁵³ Uttalande 1994:3.

¹⁵⁴ Kristiansson, s. 33 f.

¹⁵⁵ Johansson, s. 120.

¹⁵⁶ NJA 1985 s 343, s. 350 f.

¹⁵⁷ Angående offentliga erbjudanden har likabehandlingsprincipen kodifierats i en rekommendation av NBK från 1988, mer om denna nedan.

¹⁵⁸ Kristiansson, s. 35.

rättshandling eller annan åtgärd som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare, samt att bolagsstämman inte får fatta beslut med samma verkan.¹⁵⁹ Det är endast aktieägarnas relationer till bolaget i deras egenskap av aktieägare som omfattas av likhetsprincipen.¹⁶⁰ Generalklausulerna är däremot inte begränsade till att gälla olikbehandling av aktieägare, utan gäller alla åtgärder som är ägnade att bereda otillbörlig fördel för en aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare.¹⁶¹ Då en emission riktas till de anställda i ett bolag kan således generalklausulerna bli tillämpliga.¹⁶²

Vad som är otillbörligt avgörs på objektiva grunder och något ont uppsåt krävs inte. Således omfattas dels de fall då bolagsstämman på grund av oaktsamhet har fattat beslut om en otillbörlig emission, men även de fall då det skett medvetet. Åhman menar att om en rättshandling är företagen i syfte att rädda bolaget ur en krissituation så ska det påverka bedömningen av huruvida den var otillbörlig eller ej.¹⁶³ Då generalklausulerna infördes i ABL sades att även om en avvikelse från företrädesrätten skulle sakna stöd i lag eller bolagsordningen så behöver den inte vara otillbörlig. Den kan eventuellt accepteras om den är företagsekonomiskt riktig eller försvarlig.¹⁶⁴ Om beslutet om riktad emission trots allt strider mot generalklausulen på något sätt kan beslutet undanröjas efter klandertalan.¹⁶⁵

Eftersom riktade emissioner ändrar ägarförhållandena i bolaget kan de utnyttjas för att skapa en aktieägarminoritet eller försämra en minoritets ställning.¹⁶⁶ Gavatin ifrågasätter om det då verkligen sker i bolagets intresse.¹⁶⁷ Jag menar att det är viktigt att hålla isär ägarnas intressen och bolagets intressen. Det kan uppstå situationer då det för bolagets överlevnad är nödvändigt att fatta beslut utan att ta hänsyn till minoritetsaktieägare. Då kan det vara i bolagets intresse att fatta beslut om en riktad emission. Vid mer än 90 procents majoritet kan beslut om tvångsinlösen av minoriteten fattas, enligt ABL 14:31 första stycket, vilket kan vara ett ofrånkomligt steg i en omstrukturering.¹⁶⁸ Oenighet hos aktieägare kan leda till stora problem för företaget, särskilt om det bildas aktieägargrupper med samma möjligheter att kontrollera makten i bolaget och dessa har olika åsikter om vilka beslut som ska fattas. Då kan det vara bättre för bolaget att makten koncentreras, för att komma ur ”dödläget”.

¹⁵⁹ Generalklausulen har en motsvarighet i norsk rätt och även i Danmark krävs det att riktade emissioner har lojala motiv. Se Johansson, s. 144

¹⁶⁰ Åhman, s. 793.

¹⁶¹ Kristiansson, s. 34.

¹⁶² Kristiansson, s. 68.

¹⁶³ Åhman, s. 800 f.

¹⁶⁴ Prop. 1973:93, s. 137.

¹⁶⁵ Kedner/ Roos, s. 96.

¹⁶⁶ Om minoriteten hamnar under 10 procent av det totala antalet aktier förloras mycket av det skydd ABL ger genom olika minoritetsskyddsregler.

¹⁶⁷ Gavatin, s. 60.

¹⁶⁸ Bergström/Rydqvist, s. 13.

Noteras bör att ett bolagsstämmbeslut kan vara otillbörligt även om det fattats med föreskriven majoritet.¹⁶⁹ Huruvida ett beslut strider mot generalklausulen prövas av domstol. AMN kan endast ge ett yttrande angående om det strider mot god sed.¹⁷⁰ Förutom att några fall har tagits upp i underrätter¹⁷¹ finns ingen rättspraxis på generalklausulernas tillämplighet på riktade emissioner, däremot har AMN ställts inför frågan ett flertal gånger. Vid bedömning av om en riktad emission strider mot generalklausulerna tittar AMN på vilka skäl som ligger bakom emissionen, emissionskursen, samt maktförskjutningen som uppstår i bolaget.¹⁷² Angående förändring i styrkeförhållanden är rättsläget mest osäkert, men åtminstone i uppenbara fall bör ett minskat minoritetsinflytande vara tillräckligt för att generalklausulen ska vara tillämplig.¹⁷³ Om emissionen riktas till vissa gamla aktieägare måste riktningen ha objektivt godtagbara skäl. Johansson tror att det är större möjlighet för en aktieägarminoritet att lyckas med en klandertalan med stöd i generalklausulen om emissionen riktas till gamla aktieägare istället för till utomstående.¹⁷⁴ Enligt uttalanden i förarbetena torde det nämligen vara synnerligen ovanligt att sådana godtagbara skäl kan åberopas i en kontantemission.¹⁷⁵

I uttalande 1987:3 inhämtade AMN ett yttrande från Håkan Nial, där han säger att avvikelser från företrädesrätten till förmån för vissa aktieägare kan göras om det finns rimligt skäl därtill, men att generalklausulen kan sätta hinder i vägen. Eftersom bolagsstämman har rätt i lag att frångå företrädesrätten kan det inte i allmänhet anses innebära en otillbörlig fördel för dem som får teckna aktier. Nial säger att *"uttrycket "otillbörlig" uppfattas gärna så att det har en moralisk anstrykning och har, när det gäller beslut om avvikelser från företrädesrätt, sin egentliga syftning på fall som har karaktär av maktmissbruk"*¹⁷⁶. Johansson menar att en förutsättning för ett välfungerande näringsliv är att aktiebolagens kapitalförsörjning är tryggad och att det syftet inte kan upprätthållas om majoritetsägare tillåts utnyttja sin ställning på minoritetens bekostnad.¹⁷⁷

Nial påpekar i sitt yttrande att generalklausulen kräver både nackdel för bolaget eller annan aktieägare, samt otillbörlig fördel för någon. Detta innebär att det förhållande att en aktieägare inte får teckna aktier vid en emission och därmed kan sägas lida skada inte räcker för att generalklausulen ska bli tillämplig, om inte någon bereds otillbörlig fördel.

¹⁶⁹ Pehrson, s. 495 f.

¹⁷⁰ Uttalande 1988:12.

¹⁷¹ Se under avsnitt 3.2.

¹⁷² Kristiansson, s. 59.

¹⁷³ Johansson, s. 148.

¹⁷⁴ Johansson, s. 144.

¹⁷⁵ Se t.ex. SOU 1971:15, s. 175 och Prop. 1973:93, s.129.

¹⁷⁶ Uttalande 1987:3.

¹⁷⁷ Johansson, s. 147. Denna åsikt understryks av Mål nr T 221/83 från Sollentuna TR och Mål nr T 827/83 från Stockholms TR (se avsnitt 3.2.) Å andra sidan stöds det inte av Mål nr T 6-236-88.

Om någon lider allvarlig skada, till exempel på grund av omkastning av makt- och röstförhållandena, torde det förmodligen bedömas föreligga en otillbörlig fördel för den som genom emissionen vinner ökat inflytande.¹⁷⁸

6.3 Informationsgivning

Leo-affären och den debatt som följde efter den gällde till stor del informationskyldigheten gentemot aktieägarna. Enligt Leo-kommissionen var informationen som gavs i samband med affären väl kortfattad. Den angav inte skälet för emissionen och inte heller fördelningen mellan olika personalkategorier, vilket enligt kommissionen hade varit önskvärt eftersom strukturen och storleken av aktietilldelningen till personalen inom koncernledningen var anmärkningsvärd.¹⁷⁹

ABL innehåller flertalet bestämmelser om att ett aktiebolag ska informera sina aktieägare om relevanta händelser och åtgärder i bolaget. Principen om information är knuten till likabehandlingsprincipen på det sättet att det anses strida mot likabehandlingsprincipen att inte ge samma information till samtliga ägare, om inte särskilda skäl talar för det. Johansson nämner ett exempel på ett sådant undantag. Han menar att om en aktieägare utanför stämman har erhållit känslig information, som kan leda till väsentlig skada, om bolaget så är det inte självklart att bolaget ska behöva ge samma information till övriga aktieägare.¹⁸⁰ Detta resonemang tycker jag verkar rimligt i och med att det då inte är *bolaget* som ger informationen och därmed heller inte olikbehandlar sina ägare. Johansson nämner dock att Dotevall har uttryckt en annan mening i frågan och sagt att bolagsledningen ”överhuvudtaget inte får särbehandla aktieägare utan stöd i aktiebolagslagen eller bolagsordningen”¹⁸¹, men Dotevall har inte anfört något stöd för denna åsikt.

Det är mycket viktigt att marknaden får information för att den ska fungera och allmänheten ska bibehålla sitt förtroende för den. AMN:s inställning tycks vara att information *ska* ges om den *kan* ges och principen om information har konkretiserats mer än övriga här nämnda principer.¹⁸² Ramarna för att information ska ges vid viktigare händelser anges i LBC (Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet), som preciseras av IRK (inregistreringskontraktet) och FFFS 1995:43.

SARF har påpekat hur viktigt det är att bolaget tar sitt ansvar att informera sin personal då det är aktuellt med en riktad emission till de anställda. Särskilt viktigt är att personalen blir upplyst om vilka risker det medför att teckna sig. Efter det att bolagsstämman fattat beslut om emission bör

¹⁷⁸ Uttalande 1987:3.

¹⁷⁹ Ds Fi 1986:21, s. 75.

¹⁸⁰ Johansson, s. 121.

¹⁸¹ Dotevall, s. 283.

¹⁸² Kristiansson, s. 37.

bolaget med hjälp av utbildning och information se till att personalen vid teckningsanmälan kan fatta ett självständigt och väl underbyggt beslut. För att uppnå detta måste informationen vara utförlig, samt både skriftlig och muntlig.¹⁸³

Två informationskällor i samband med riktade emissioner är kallelse till bolagsstämma, samt emissionsprospekt.¹⁸⁴ Det är av stor vikt att både aktieägare och marknad får så mycket information som möjligt i samband med en riktad emission. Vissa praktiska problem kan dock sätta hinder i vägen för att ge all information. Till exempel görs ofta kallelse till bolagsstämma i dagspress, vilket medför visst begränsat utrymme. I uttalande 1988:11 sa AMN att det var i enlighet med god sed att i kallelsen ange att styrelsens fullständiga förslag till emissionsbeslut fanns tillgängligt på bolagets kontor två veckor innan bolagsstämman. Aktieägarna hade möjlighet att skaffa sig tillräcklig information.¹⁸⁵ Uttalande 1987:8 behandlade huruvida en styrelse som höll på och förhandlade om ett företagsförvärv kunde hålla det hemligt för bolagsstämman då den riktade emissionen skulle finansiera förvärvet till viss del. AMN sa att aktieägarna senast vid beslut om emission måste ha fullständig information om företagsförvärvet eftersom det kan påverka marknadens värdering av bolaget.¹⁸⁶

¹⁸³ Aktiespararna, s. 11.

¹⁸⁴ Se även kapitel 7 angående dessa frågor.

¹⁸⁵ Uttalande 1988:11.

¹⁸⁶ Uttalande 1987:8.

7 Emissionsförfarande och emissionsvillkor

7.1 Utfärdande av kallelse

Enligt Leolagen 5 § så gäller ABL 4:4 samt motsvarande bestämmelse i försäkringsrörelselagen 4:7 då en riktad emission ska genomföras. Dessa paragrafer ställer krav på att kallelsen till bolagsstämman ska innehålla det huvudsakliga innehållet i emissionsförslaget. Vad detta innebär framgår dock inte av lagen.

I uttalande 1988:10 hade AMN på framställning av SARF att ta ställning till innehållet i två kallelser till bolagsstämma för beslut om riktad emission. Där konstaterade AMN att på grund av att Leolagen inte detaljreglerar vad en kallelse ska innehålla så varierar olika kallelser mycket i detta avseende, så även de kallelser som AMN hade att bedöma i det aktuella uttalandet. I dessa fall var det fråga om riktade emissioner till anställda med flera i det emitterande bolaget, respektive anställda i koncernbolag. AMN valde att göra mer generella överväganden om innehållet i kallelser av detta slag, eftersom de frågor SARF pekat på var av principiell karaktär.¹⁸⁷

Nämnden sa att när aktieägarnas företrädesrätt frångås är det önskvärt att de får del i emissionsförslaget redan genom kallelsen.¹⁸⁸ AMN anser ändå att det av många skäl, bland annat praktiska inte är lämpligt att bifoga all information redan till kallelsen. Kallelse utfärdas ofta i dagstidningar då det gäller börsbolag, vilket hindrar att förslaget utvecklas i detalj. Vissa villkor är inte heller av den art att det ur aktieägarnas synpunkt bör krävas i kallelsen, medan andra villkor är av så stor betydelse att det är av stor vikt att aktieägaren uppmärksammas på dem tidigast möjligt. AMN menar att det vore att gå för långt att kräva att redan kallelsen måste innehålla preciserade uppgifter om exempelvis konverteringskursen.¹⁸⁹ De aktieägare som ber om det ska dock få förslaget hemskickat. Föredragande statsråd i förslaget till Leolagen gav rådet att ta in emissionsförslaget i föregående års årsredovisning om emissionsbeslutet ska fattas på ordinarie bolagsstämma. Det är dock inte alltid möjligt att ta in informationen där och därför regleras inte saken i lag.¹⁹⁰ AMN rekommenderar att det i kallelsen anges att förslaget till emissionsbeslut skickas till de aktieägare som anmält sitt deltagande till bolagsstämman.¹⁹¹

¹⁸⁷ Uttalande 1988:10.

¹⁸⁸ Prop. 1986/87:76, s. 30. Jämför Ds Fi 1986:21, s. 127.

¹⁸⁹ Uttalande 1988:10.

¹⁹⁰ Prop. 1986/87:76, s. 30. Jämför Ds Fi 1986:21, s. 127.

¹⁹¹ Uttalande 1988:10.

Dessa villkor anser AMN att kallelsen bör innehålla¹⁹²:

- Vem som är teckningsberättigad.
- Emissionens belopp.
- Omfattningen av teckningsrätten.
- Konvertibla skuldebrevs nominella belopp, emissionskurs, räntefot och förfallodag.
- Konverteringstid och konverteringskurs.
- Ökningen av aktiekapitalet vid full konvertering.
- Utspädningseffekten i avseende på aktiekapitalet och röstetalet.
- Kategoriindelning om olika kategorier av anställda ges olika teckningsrätt, styrelseledamöter bör alltid redovisas som en egen kategori.

SARF ansluter sig till AMN:s uttalande angående innehållet i kallelse. Förbundet rekommenderar dessutom att det i förslaget anges vilken värderingsmodell som använts, samt vilket eller vilka värderingsinstitut som anlitas.¹⁹³

Aktieägarna måste vara medvetna om att vissa av de villkor som kallelsen innehåller kan anges med reservationer för ändring. Detta beror på att det enligt ABL 4:4 första stycket är möjligt för bolaget att vänta med att ange ett fullständigt emissionsförslag fram tills en vecka före bolagsstämman, dock måste kallelsen skickas ut 2-6 veckor före stämman, enligt ABL 9:13 första stycket.

7.2 Emissionsbeslutet

7.2.1 Allmänt om emissionsbeslutet

Som har framgått av denna uppsats har formerna för emissionsbeslut haft stor betydelse både för lagstiftaren och självreglerande organ.¹⁹⁴ ABL 4:1 andra stycket anger två förutsättningar för att emission överhuvudtaget ska vara aktuellt, nämligen att bolaget är registrerat, samt att bolagsordningen tillåter ökning av aktiekapitalet.¹⁹⁵ Enligt ABL 4:1 andra stycket fattas ett beslut om emission av bolagsstämman om inte annat följer av ABL 4:14 eller 15, där det anges att även styrelsen kan fatta beslut om riktad emission, om beslutet godkännes av bolagsstämman. Då beslut om en riktad emission ska fattas krävs det att beslutet biträds med 2/3 av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.

¹⁹² Uttalande 1988:10.

¹⁹³ Aktiespararna, s. 10.

¹⁹⁴ Kristiansson, s. 70.

¹⁹⁵ Om ändring av bolagsordningen krävs ska beslut om sådan ändring fattas innan emission tas upp till beslut. Vid ändring av bolagsordningen ställs krav på kvalificerad majoritet, se ABL 9:30-33.

7.2.2 Leolagens tillämpningsområde

Om bolaget enligt insiderlagen (1990:1342) utgör aktiemarknadsbolag eller dotterbolag till sådant bolag gäller reglerna Leolagen, enligt 1 §. I uttalande 1989:1 sa AMN att vad som gäller emissioner i dotterbolag bör tjäna till vägledning även då det gäller intressebolag om det med ”hänsyn till ägarandelen, inflytandet och andra omständigheter framstår som sakligt motiverat”.¹⁹⁶ I uttalande 1990:9 ansågs dock inte överlåtelser av teckningsoptioner från ett intressebolag till ett annat intressebolag behöva behandlas i ”moderbolaget” i enlighet med Leolagen eftersom det enligt AMN inte förelåg något försök till kringgående av lagen.¹⁹⁷

Leolagen gäller enligt sina bestämmelser även utländska dotterbolag till aktiemarknadsbolag. Enligt svensk internationell privaträtt gäller dock normalt lagstiftningen i det land där bolaget är registrerat, angående bolagets interna rättsförhållanden. I de fall då registrering inte är nödvändig tillämpas lagen i det land där styrelsen har sitt säte eller där bolagets huvudsakliga verksamhet utövas. Giltigheten av ett emissionsbeslut är ett exempel på ett sådant internt rättsförhållande. Detta kan medföra komplikationer för en svensk domstol som ska fatta beslut i ett mål som gäller en emission i ett utländskt dotterbolag. Då ska domstolen tillämpa utländsk lag istället för Leolagen. Det svenska moderbolaget måste dock följa Leolagens bestämmelser om beslut på moderbolagets bolagsstämma, även om dotterbolaget är utländskt.¹⁹⁸

Enligt 4 § gäller lagen sådana emissioner som med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt riktas till:

- Styrelseledamöter eller suppleanter i det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern.
- Verkställande direktör eller vice verkställande direktör i det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern.
- Andra anställda hos det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern.
- Make eller sambo till någon som avses i 1-3.
- Omyndiga barn som står under vårdnad av någon som avses i 1-3.
- Juridiska personer över vilka någon som avses i 1-5 ensam eller tillsammans med annan som avses där har ett bestämmande inflytande.

Utländska anställda i dotterbolag omfattas av personkretsen i 4 §. Det fastslogs i uttalande 1987:10 som behandlade en optionsplan som bolaget

¹⁹⁶ Uttalande 1989:1.

¹⁹⁷ Uttalande 1990:9.

¹⁹⁸ SOU 1997:22, s. 221.

Inter Innovations planerade att rikta till styrelseledamöter och ledande befattningshavare i ett nyinköpt amerikanskt dotterbolag.¹⁹⁹

7.2.3 Bolagsstämmobeslutet

Enligt Leolagen krävs för ett giltigt emissionsbeslut att det fattats av bolagsstämman, eller godkänts av den i efterhand. Stämman har således inte rätt att överlåta beslutanderätten på styrelsen, som den kan om bolaget inte är aktiemarknadsbolag.²⁰⁰ Lagen hindrar dock inte att bolagsstämman uppdrar åt styrelsen att verkställa ett emissionsbeslut om bolagsstämman har fattat ett beslut som i detalj reglerar emissionens materiella innehåll. Bolagsstämman kan till exempel uppdra åt styrelsen att rikta emissionen till en viss personkrets utan att namnge alla personerna, men styrelsen får inte ges tillfälle att fatta egna beslut angående vilka personer som faller inom nämnda krets.²⁰¹ Detta framgår av flera uttalanden från AMN.²⁰² För att ett emissionsbeslut på ett dotterbolags stämma ska kunna fattas krävs det att beslut härom först har fattats på moderbolagets bolagsstämma, enligt 6 § andra stycket.

Ett emissionsbeslut enligt Leolagen måste ha biträtts av aktieägare som företräder 9/10 av både de vid stämman avgivna rösterna och de aktier som är företrädna vid stämman. Den kvalificerade majoriteten är avsedd att ge en aktieägarminoritet ett större skydd mot maktmissbruk. Att det räckte med enkel majoritet då riktade emissioner infördes i ABL 1973 motiverades bland annat med att minoritetsskyddet skulle tillgodoses genom generalklausulen. Synen i motiven till Leolagen var att det skyddet inte var tillräckligt och krav ställdes därför på 9/10 majoritet. Då Sverige skulle gå med i EU anpassades ABL till EG:s bolagsrätt, vilket innebar att ABL:s regler närmade sig de i Leolagen. I det andra bolagsdirektivet (77/91/EEG) artikel 29.4 och artikel 40.1 sägs att beslut av bolagsstämman att göra avvikelse från företrädesrätten skall fattas med kvalificerad majoritet. I ABL infördes därför krav på 2/3 majoritet av såväl avgivna röster som företrädna aktier på stämman, vid emissionsbeslut. Detta innebar att Sverige fick samma majoritetskrav som övriga nordiska länder, samt de flesta övriga EU-länder.²⁰³

Aktiebolagskommittén diskuterade i samband med anpassningen till EG-direktivet om det var tid att ta bort Leolagens särskilda majoritetskrav. Det sades, precis som tidigare, att minoriteten inte skulle stå utan skyddsmedel, då generalklausulen är tillämplig på otillbörliga emissionsbeslut.

¹⁹⁹ Uttalande 1987:10.

²⁰⁰ Då Leolagen inte är tillämplig gäller fortfarande ABL 4:15.

²⁰¹ Moberg/Samuelsson, s. 191.

²⁰² Se till exempel 1988:10, 1990:3, 1992:5 och 1995:3.

²⁰³ SOU 1997:22, s. 218.

Kommittén kom ändå fram till att den inte borde rekommendera en upphävning av Leolagen.²⁰⁴

7.2.4 Remissinstansernas synpunkter på Leolagen

Vid remissbehandlingen av lagförslaget till Leolagen var det regleringen av emissionsbeslutet som gav upphov till flest invändningar på olika sätt. Här är några av dem:

- SARF tyckte att beslut om sådana riktade emissioner som Leolagen reglerar inte borde kunna fattas av styrelsen med efterföljande godkännande av bolagsstämman.
- En remissinstans ansåg att det borde krävas att revisorerna gett ett positivt yttrande om emissionsbeslutet. Föredraganden ansåg att den föreslagna lagens regler skulle vara tillräckliga, men han kommenterade ändå invändningen genom att säga att revisorerna vid sin granskning bör kontrollera att Leolagen inte överträts.
- Flera remissinstanser tyckte att det inte skulle krävas beslut i moderbolag för att få fatta emissionsbeslut i dotterbolag.
- Vissa remissinstanser förordade ett majoritetskrav på endast 2/3 och motiverade detta med att det är huvudregeln för ändringar av bolagsordningen. Föredragande statsråd i Justitiedepartementet kom med motargumentet att ABL ställer krav på högre majoritet vid mer ingripande ändringar i bolagsordningen, se nu gällande ABL 9:31-32. Han höll inte heller med om att det skulle strida mot bolagens autonomi att tvinga ett moderbolag att gå till sin bolagsstämma innan det kan fatta ett emissionsbeslut på ett dotterbolags stämma. Syftet att hindra kringgående av reglerna ansåg han väga tyngre.²⁰⁵

7.3 Emissionskursen

Det är bolagsstämman som bestämmer emissionskursen, vilket många gånger kan vara ett svårt beslut. I och med artikel 29.4 i andra bolagsdirektivet infördes krav på att även grunden för emissionskursen måste anges i emissionsförslaget.²⁰⁶

Beslutet av emissionskurs begränsas av att aktierna inte får tecknas till underkurs, det vill säga under det nominella värdet. Detta är dock möjligt för bolag noterade på Stockholms fondbörs under förutsättning att mellanskillnaden täcks genom överföring av medel från bolagets eget kapital (utöver aktiekapitalet) alternativt om värdet på anläggningstillgångar skrivs upp, se ABL 4:1 fjärde stycket. I förslag till ny ABL föreslås förbudet mot underkurs avskaffas. Enligt Aktiebolagskommittén innebär det nämligen

²⁰⁴ SOU 1997:22, s. 218.

²⁰⁵ Prop. 1986/87:76, s. 28 f.

²⁰⁶ SOU 1992:83, s. 153 f.

inget problem för aktieägarna om aktier tecknas mot ett pris som understiger det nominella²⁰⁷. Detta motiveras med att då en riktad emission sker ställs det ändå krav på att teckningskursen bestäms på ett sätt som är rättvist. Om de som deltar i emissionen favoriseras på ett otillbörligt sätt kan beslutet klandras. Därför anser kommittén att det är irrelevant i sammanhanget huruvida priset är satt under det nominella beloppet eller endast under marknadsvärdet. Den föreslagna ordningen inkräftar inte på borgenärsskyddet, eftersom det ut borgenärernas synpunkt är positivt med en nyemission så länge den ger ett tillskott som överstiger emissionskostnaderna.²⁰⁸

Utöver förbudet mot underkurs är bolagsstämman fri att sätta priset. Då måste överväganden göras kring vilka effekter en för hög, respektive för låg kurs får. Frågan är då vad som är högt eller lågt. Gavatin säger att en möjlighet är att beräkna det justerade substansvärdet²⁰⁹ på bolagets aktier enligt bolagets balansräkning före emission, samt efter emission med olika tänkta emissionskurser och sedan jämföra dessa och se vilken utspädningseffekt de olika alternativen ger.²¹⁰ Dessutom kan en jämförelse med eventuell börskurs eller marknadsvärde göras. Om priset ska baseras på börskursen så är det viktigt att marknaden känner till relevant information om bolaget, så att börskursen inte är missvisande. I uttalande 1989:4 förhandlade ett bolag, som planerade riktad emission, samtidigt med ett annat företag om att förvärva detta. AMN sa att mätperioden för börskurserna skulle väljas så att marknaden innan mätningarna skulle ske hade hunnit tillgodogöra sig informationen om företagsförväret.²¹¹

AMN ser det inte som sin uppgift att pröva om olika värderingsmodeller som finns är förenliga med god sed på aktiemarknaden, mer än inom ramen för en allmän rimlighetsbedömning.²¹² Enligt AMN bör bolag vid prissättningen utgå från det teoretiska värdet enligt någon för värdepapper allmänt vedertagen värderingsnorm²¹³ Dessa beräkningar grundas dock på osäkra antaganden om kommande marknadsutveckling, vilket kan medföra att jämkning av priset kan behövas. För att uppnå ett visst syfte med emissionen kan det vara nödvändigt att sätta priset under marknadspriset.²¹⁴ Då ett onoterat dotterbolag riktar en emission till anställda och ledande befattningshavare anser AMN att två oberoende experter ska medverka vid den värdering som ligger till grund för prissättningen.²¹⁵

²⁰⁷ Kommittén föreslår att systemet med nominellt värde helt lämnas och ersätts med ett kvotaktiesystem. Se SOU 2001:1, s. 208.

²⁰⁸ SOU 2001:1, s. 209-216.

²⁰⁹ En akties substansvärde räknas ut genom att dividera justerat eget kapital med antalet aktier i bolaget. Arvidson, s. 28.

²¹⁰ Gavatin, s. 59 f.

²¹¹ Uttalande 1989:4.

²¹² Uttalande 1990:2.

²¹³ Uttalande 1987:11.

²¹⁴ Uttalande 1989:1.

²¹⁵ Uttalande 1989:1.

AMN säger att det krävs extra omsorg att fastställa pris då emissionen riktas till några icke obetydliga aktieägare i bolaget. Några sakligt underbyggda tvivel om emissionens förenlighet med likhets- eller likabehandlingsprincipen ska inte behöva uppkomma hos aktieägarna om priset har satts rätt. På grund av att sådana tvivel uppstått hos ett stort antal aktieägare, däribland flera som haft möjlighet att göra en ingående och sakkunnig bedömning, så bedömde AMN att en riktad emission i bolaget Drott 1988 inte var förenlig med god aktiemarknadssed.²¹⁶

En avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt får inte ske på ett sådant sätt att en så kallad ”partiell fondemission” genomförs. Det är fallet om emissionen sker mot så låg betalning att väsentliga värden flyttas över till viss eller vissa aktieägare eller utomstående, vilka emissionen riktas till.²¹⁷ En ofrånkomlig effekt av en riktad emission är den så kallade utspädningseffekten, det vill säga att aktiekapitalet späds ut. Både Aktiespararna och AMN har sagt att utspädningen inte bör vara mer än 5 procent, men att det exempelvis kan vara godtagbart att överstiga detta gränsvärde då aktiekapitalet är litet i förhållande till antalet anställda och emissionen riktas till de anställda. Samma sak kan gälla emissioner i dotterbolag eftersom dessa ofta har ett mycket litet aktiekapital. Då är det extra viktigt att emissionen prissätts på ett marknadsmässigt sätt.²¹⁸

Största faktorerna som påverkar prissättningen är nog ändå hur aktieägarna kommer att påverkas, samt om de personer emissionen riktar sig till kommer att anse att det är värt investeringen. Slutligen bör priset sättas så att emissionen blir fulltecknad.²¹⁹ När ett bolag emitterar aktier till sina gamla aktieägare är det sedvanligt att emissionskursen sätts lågt för att det ska uppnås.²²⁰ Hemström kallar det att budet ”sockras”.²²¹ En misslyckad emission medför att bolaget inte får det kapitaltillskott det behöver, vilket kan tyda på att marknaden inte har tilltro till bolaget.²²²

7.4 Ansvar för vilseledande eller bristfälliga emissionsprospekt

En svår fråga är vem som ska anses ansvarig för innehållet i ett prospekt. Prospektet är det dokument som ligger till grund för nya aktieägares beslut att skjuta till pengar vid en nyemission (eller börsnotering). Bestämmelser om emissionsprospekt finns i ABL 4:18-26. ABL 4:18 anger när ett emissionsprospekt måste upprättas. Det måste göras när ett publikt aktiebolag eller en aktieägare i ett sådant bolag offentliggör eller på annat

²¹⁶ Uttalande 1988:12.

²¹⁷ Nial och Johansson, s. 93.

²¹⁸ Uttalande 1990:8.

²¹⁹ Gavatin, s. 59 f.

²²⁰ Linnala, *Lojalitet straffade sig på börsen I fjol*.

²²¹ Hemström, s. 154-155.

²²² Gavatin, s. 60.

sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget. Dessutom måste summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att betalas uppgå till minst 300 000 kronor.

Utöver reglerna i ABL har Finansinspektionen utfärdat föreskrifter (FFFS 1995:21) om prospekt, vilka innehåller regler för hur prospekt ska offentliggöras, samt vilket innehåll de ska ha. Även NBK och Aktiespararna har berört frågan i rekommendationer.²²³ Bolagets revisorer ska granska prospektet och avge ett yttrande. Om prospektet ändå innehåller felaktiga uppgifter kan dessa ha vilselett aktieägarna som därför förlorat pengar på grund av den dåliga informationen. Säljaren och dennes rådgivare har ofta ett övertag jämfört med köparen eftersom de besitter sakkunskap, medan köparen till stor del bara har prospektet att lita till.

Det finns inga klara lagregler om prospektansvaret trots att det under bara år 2000 genomfördes nyemissioner och börsnoteringar för 100 miljarder kronor. På detta område ligger Sverige efter andra nordiska länder. Dagens tillämpning i Sverige baseras på rättsfall i samband med Kreugerkraschen. Prospektet kommer från bolagets styrelse, men för att denna ska bli ansvarig krävs överträdelse av ABL eller lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Även om styrelsen skulle finnas vara ansvarig är det i exempelvis nystartade IT-bolag vanligt att styrelseledamöternas förmögenhet består av aktier i företaget, vilket är en faktor att ta hänsyn till angående skadestandsfrågan. I en vid Stockholms universitet nyligen framlagd doktorsavhandling, skriven av Catarina af Sandeberg, konstateras att i alla länder författaren studerat utöver Sverige finns ett ansvar för styrelsen, bolaget, emissionsbankerna och rådgivarna.²²⁴ I uttalande 1987:3 hade AMN att bedöma ett förlikningsförslag i en pågående amerikansk process, där Gambro blivit stämt på grund av att käranden ansåg att ett emissionsprospekt vid en riktad emission innehöll felaktigheter och var ofullständigt. Enligt amerikansk rätt hade Gambro strikt ansvar för innehållet i prospektet, medan styrelseledamöter, liksom underwriters, kunde undgå ansvar genom att visa att de ej förfarit vårdslöst.²²⁵

I förslaget till ny aktiebolagslag föreslås att bolaget ska kunna bli ansvarigt för fel och brister i ett prospekt. Det krävs dock att uppgifterna i prospektet varit vilseledande eller felaktiga och tillkommit genom grov oaktsamhet.²²⁶ Något ansvar för emissionsbanker eller rådgivare behandlas inte i betänkandet. Sandeberg tycker att emissionsbankers och mäklarfirmors ansvar borde vara större, särskilt då det handlar om nya företag som saknar erfarenhet och historik. Det är dessutom banker och mäklare som är styr vad som är ett rimligt pris för aktierna. Deras antaganden om lönsamhet och tillväxt påverkar köparna.²²⁷

²²³ Aktiespararna, s. 14.

²²⁴ Wilke, *Rådgivare slipper ansvar för dåliga prospekt*.

²²⁵ Uttalande 1987:3.

²²⁶ SOU 2001:1, s. 266 f.f.

²²⁷ Wilke, *Rådgivare slipper ansvar för dåliga prospekt*.

7.5 Överlåtelseförbudet i Leolagen

Bestämmelserna om riktade emissioner i Leolagen har kompletterats med ett överlåtelseförbud i 6§. Om ett aktiebolag emitterat aktier med företrädesrätt till teckning för ett aktiebolag i samma koncern, så får det senare bolaget inte överlåta dessa aktier till personer inom den ”förbjudna kretsen” i Leolagen. Detta är dock ändå möjligt om bolagsstämman i det överlåtande bolaget fattat beslut om det, alternativt även bolagsstämman i det moderbolag som är aktiemarknadsbolag, om det överlåtande bolaget är dotterbolag och inte aktiemarknadsbolag. Sådana bolagsstämmobeslut om överlåtelse ska fattas med 9/10 majoritet.

I 7§ Leolagen anges att ett moderbolag inte heller i övrigt får överlåta aktier i ett dotterbolag till någon som ingår i den förbjudna kretsen utan att bolagsstämman i moderbolaget fattat beslut därom. Om det överlåtande bolaget inte är aktiemarknadsbolag, men i sin tur har ett moderbolag som är det, krävs det dessutom att överlåtelsen godkänns av bolagsstämman i sistnämnda bolag. I uttalande 1990:9 ansågs inte en överlåtelse av teckningsoptioner till ledande befattningshavare i ett intressebolag från ett annat intressebolag behöva behandlas i moderbolaget enligt Leolagens regler. Anledningen var att de inblandade inte försökte kringgå lagens regler.²²⁸

Aktiebolagskommittén uttryckte i SOU 1997:22 att 7§ Leolagen anses lägga onödiga hinder i vägen för ett moderbolag att överlåta aktierna i ett dotterbolag till ledningen i dotterbolaget, så kallad ”management buy-out”. Kommittén föreslog därför att moderbolagets bolagsstämma endast ska behöva godkänna överlåtelsen om den sker till befattningshavare i det överlåtande bolaget eller dess moderbolag, eller närstående till dessa.²²⁹ Denna ändring antogs inte, men i SOU 2001:1 föreslås återigen att kravet på att moderbolagets stämma ska behöva fatta beslut om ”management buy-out” upphävs.²³⁰

I AMN:s uttalande 1990:3 ifrågasatte SARF bland annat att VD i Nordstjernan AB skulle bestämma optionens pris, lösenpris, samt andra villkor vid utställande av köpoptioner till anställda i ledande befattning i ett dotterbolag. SARF menade att dessa villkor skulle bestämmas av bolagsstämman enligt Leolagen. Nordstjernan argumenterade emot genom att säga att 7 § Leolagen inte uppställer något krav på att bolagsstämman ska fatta beslut om detaljerade villkor i varje överlåtelse av aktier i

²²⁸ Uttalande 1990:9.

²²⁹ SOU 1997:22, s. 220.

²³⁰ SOU 2001:1, s. 18.

koncernbolag, endast om överlåtelsen som sådan.²³¹ AMN konstaterade att vid beslut om emission av bland annat aktier har bolagsstämman enligt Leolagen mycket begränsade möjligheter att uppdra åt styrelsen att fatta beslut, men att lagen inte säger något om vad som ska gälla vid beslut om överlåtelse. Då uppkommer frågan om Leolagens bestämmelser i denna fråga är analogt tillämpliga angående överlåtelse av aktier. Detta svarar AMN inte på, men säger att vid en etisk prövning bör överlåtelse behandlas som om Leolagens krav är tillämpliga. Alltså kan inte bolagsstämman uppdra åt styrelse eller VD att fatta beslut om detaljerade villkor.²³²

Överlåtelseförbudet i Leolagen gäller endast då bolaget har riktat emissionen till bolag inom koncernen. För att kringgå bestämmelserna om emissionsbeslut i Leolagen har det hänt att bolag har låtit någon utomstående förvärva aktier i bolaget för att sedan överlåta dem till anställda eller bolagsledning i bolaget. Hur kringgåendesituationer ska behandlas är en kontroversiell fråga. Johansson säger att det finns två synsätt. Antingen kan Leolagens tillkomst ses som ett underkännande av pilotskolan, vilket talar för en extensiv tolkning av lagen. Alternativt kan Leolagen istället uppfattas som en extrem åtgärd som tilltagits för att lugna massmedierna i samband med ”Leoaffären”, vilket talar för en mer restriktiv tolkning. I och med att det finns två olika betraktelsesätt ansluter Johansson sig till AMN:s uttalande 1987:2, eftersom detta står i överensstämmelse med lagens ordalydelse.²³³ I det fallet skulle en utomstående, enligt ett avtal med ett aktiemarknadsbolag utfärda köpoptioner avseende aktier i bolaget. Villkoren var marknadsmässiga och AMN fann inga speciella omständigheter som skulle strida mot god sed på marknaden. Så här uttryckte AMN sig:

”Enligt Aktiemarknadsnämndens mening strider det inte mot god sed på aktiemarknaden att ett aktiemarknadsbolag medverkar till tillkomsten av erbjudanden i enlighet med vad som i sina principiella grunddrag har redovisats ovan i syfte att bereda anställda i allmänhet eller ledande befattningshavare i bolaget delägarskap i bolaget.”²³⁴

²³¹ AMN klargör att det inte är en överlåtelse av aktier som äger rum då köpoptioner utfärdas, men utifrån de utgångspunkter nämnden hade att behandla i fallet saknades det skäl att behandla det på annat sätt.

²³² Uttalande 1990:3.

²³³ Johansson, s. 477.

²³⁴ Uttalande 1987:2.

8 Avslutning

Vi hör och läser dagligen om att aktiebolag lider av likviditetsbrist och därför söker olika möjligheter att införskaffa mer kapital för att kunna ta sig ur sin kris. Det är vanligt att nyemissioner görs, eftersom bolaget då får ett direkt tillskott i kassan. Då inte de befintliga aktieägarna vill eller kan investera mer pengar i bolaget får det se sig om efter andra finansiärer. Ett alternativ till att ta upp lån kan vara att rikta en emission till någon utomstående intressent. Denna möjlighet finns i Sverige sedan mitten på 1970-talet. Innan dess hade en ovillkorlig företrädesrätt för de gamla ägarna förelegat. Införandet av riktade emissioner i ABL motiverades bland annat med de nyss nämnda ekonomiska skälen, men även att ge företag möjlighet att kunna rikta en emission till sina anställda för att de ska bli mer engagerade i sitt arbete. Aktuellt på 70-talet var även att bolag kunde tilldelas pengar ur fjärde AP-fonden, om en emission riktades till denna.

Efter att möjligheten till riktade emissioner funnits i tio år genomfördes Leoaffären, till vilken jag har återkommit hela uppsatsen igenom. Affären kritiserades mest på grund av sin omfattning och vilka personer emissionen riktades till, inte så mycket för att det var en riktad emission. Debatten sattes igång och lagstiftaren ansåg att reglerna måste ses över. NBK kom med en rekommendation som sa att styrelsens möjlighet att fatta beslut om riktad emission skulle inskränkas och fondbörsen sa att beslut om riktade emissioner borde offentliggöras. Dessutom inrättades AMN som skulle verka för god sed på aktiemarknaden, genom uttalanden, rådgivning och information.

Det dröjde inte länge innan en ny lag på området, Leolagen, införts. Den nya lagen innebar en drastisk begränsning för aktiemarknadsbolag att på bolagsstämman få igenom ett beslut om riktad emission. Enligt Leolagen krävs det nämligen 9/10 majoritet för emissionsbeslutet, jämfört med den enkla majoritet ABL ställde krav på vid Leolagens införande. Lagstiftaren vågade emellertid inte gå fullt ut och reglera det materiella angående riktade emissioner. "Leokommissionen" ansåg att det var bättre att avvakta vad AMN med flera hade att säga i denna fråga. Fortfarande än idag, 15 år senare, har lagstiftaren inte gått vidare i sin ambition att fastställa regler om under vilka förutsättningar det kan vara sakligt motiverat att avvika från aktieägarnas företrädesrätt.

Min förhoppning har varit att jag genom denna uppsats skulle komma fram till ett förslag på hur lagstiftaren kan göra. Antingen ett utkast till en materiell bestämmelse som kompletterar de formella kraven på riktade emissioner som ABL och Leolagen uppställer idag. Alternativt en slutsats om att dagens regelsystem är bra som det är, eller att det åtminstone inte finns någon bättre lösning. Därför har jag undersökt vilka skäl som av aktiemarknaden anses godtagbara för att rikta en emission, genom att

studera förarbeten, litteratur och framförallt AMN:s uttalanden. Det är främst associationsrättsliga spörsmål som har behandlats, men till viss del även börsrättsliga.

Allra först ville jag ändå börja med att undersöka historiken bakom riktade emissioner, för att riktigt förstå problematiken. Därför valde jag att inleda min uppsats med ett allmänt kapitel om ökning av aktiekapital och sedan ett kapitel om företrädesrätten och vilka tankar som ligger bakom den. Jag kom då fram till att aktieägarna har företrädesrätt till teckning av nya aktier för att det ska undvikas att de drabbas av en ekonomisk förlust på grund av den utspädningseffekt som uppstår då emissionen riktas till andra än de som redan äger aktier i bolaget. Även risken för stora maktförskjutningar kringgås då företrädesrätten utnyttjas. I botten grundas företrädesrätten på likhetsprincipen, som är en av bolagsrättens stöttstenar.

Oavsett vilka skäl som ligger bakom en riktad emission så innebär det ett ingrepp i aktieägarnas intresse av att få utnyttja sin företrädesrätt. Detta kan utgöra ett motsatsförhållande till företagets intresse av att gå med så stor vinst som möjligt, men i det långa loppet är det ju trots allt så att det även är i aktieägarnas intresse att vinsten maximeras. De vill antagligen tjäna pengar på sina aktier och har förmodligen placerat dem i ett bolag de tror kommer förvalta dem väl. Ändock kan situationer uppstå då särskilt minoritetsaktieägare kan känna sig överkörda av majoriteten och anser att en riktad emission har ett otillbörligt syfte.

Jag har i min uppsats sökt svaret på vad som anses vara otillbörligt. Om en åtgärd ger en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan, samt medför en nackdel för bolaget eller annan aktieägare får bolagsstämman eller styrelsen i ett aktiebolag inte fatta beslut om åtgärden, enligt ABL:s generalklausuler. Vad som är otillbörligt avgörs på objektiva grunder och det är irrelevant huruvida bolaget hade för avsikt att exempelvis försöka minska en minoritetsägares inflytande, det är effekten som är av betydelse. Då AMN ska ge ett uttalande om huruvida en riktad emission strider mot generalklausulen är skälen för emissionen, emissionskursen, samt maktförskjutningen av vikt.

Eftersom riktade emissioner ändrar ägarförhållandena i bolaget så kan de användas för att skapa en aktieägarminoritet eller försämra en befintlig minoritets ställning. Det anses osäkert om en maktförskjutning i sig kan medföra att emissionen är otillbörlig. En rimlig slutsats tycker jag är att eftersom det överhuvudtaget är tillåtet att genomföra riktade emissioner så räcker inte maktförskjutningen som argument emot emissionen, eftersom utspädningseffekten är ofrånkomlig. Fast gränsen till maktmissbruk är svår att dra i detta sammanhang. För att generalklausulen ska bli tillämplig krävs det att någon får en otillbörlig fördel samtidigt som minoritetsägarna förlorar makt. Jag anser att det är sakligt motiverat att genomföra en riktad emission med syftet att påverka ägarförhållandena om det är nödvändigt för bolagets överlevnad att en omstrukturering sker. Det kan till exempel bero på att

olika ägargrupper har olika åsikter angående väsentliga beslut, vilket hindrar bolaget. Om syftet *endast* är att ge en fördel åt någon utomstående trots att bolaget inte har någon nytta av det, då tycker jag att en riktad emission vore i strid med generalklausulen och därför inte sakligt motiverad. Då bolaget vänder sig till en utomstående som har mycket kapital att satsa i företaget, eller har någon kompetens bolaget behöver tycker jag att det räcker som sakligt skäl för emissionen.

Jag stödjer den så kallade ”pilotskolan” som innebär att anställda och företagsledare utför ett bättre jobb då de innehar aktier i bolaget. Kausalsambandet mellan ett bra utfört arbete och ekonomisk utdelning förstärks då. Det tror jag är bra för alla inblandade. Kritikerna har sagt att risken finns att företagsledare fattar beslut som endast de själva tjänar på, eller att möjligheten att teckna aktier i själva verket är en belöning för redan utfört arbete. Kritiken måste tas på allvar och försiktighet iakttas då en emission riktas till anställda, särskilt företagsledare, men jag tycker ändå att det är ett fullgott skäl för en avvikelse från företrädesrätten. Att marknaden tolkar det som ett positivt tecken att personer med mycket information om bolaget själva äger aktier i det är ännu en anledning till att denna typ av riktade emissioner gynnar bolaget.

Det enda av de skäl för att avvika från företrädesrätten som jag känner mig tveksam inför är försvar mot offentliga erbjudanden om uppköp. NBK rekommenderar att om ett annat bolags styrelse har riktat ett fientligt erbjudande till aktieägarna så får inte styrelsen i målbolaget motarbeta erbjudandet utan bolagsstämmans godkännande. SARF anser att det överhuvudtaget strider mot god sed på aktiemarknaden att mitt under pågående uppköpsprocess genomföra en riktad emission. Per Samuelsson anser dock att det är acceptabelt att ett företag för att försvara sig mot uppköp riktar en emission till ”ett vänligt sinnat bolag”. AMN menar att även om huvudregeln är att målbolaget inte får äventyra ett erbjudande, så strider inte emissionen mot god sed om beslut om den har fattats på bolagsstämman, i enlighet med Leolagen. Däremot är det uppenbart att en riktad emission i samband med ett offentligt erbjudande kan väcka uppmärksamhet.

Angående emissionskursen har AMN sagt att några sakligt underbyggda tvivel om emissionens förenlighet med likabehandlingsprincipen inte ska behöva uppkomma hos aktieägarna om priset har satts rätt. Priset ska sättas rättvist, men hur ett rättvist pris räknas fram vill inte AMN uttala sig om. Nämnden säger endast att någon för värdepapper allmänt vedertagen värderingsnorm ska användas. För att ett visst syfte med emissionen ska uppnås kan det ibland krävas att priset sätts under marknadsvärdet, vilket AMN inte har något att invända emot. Det är dock viktigt att bolaget är extra försiktigt om emissionen riktas till aktieägare som redan innehar en stor andel i bolaget.

Frågan jag nu ställer mig är om tiden är mogen att lagstifta om materiell börsetik angående riktade emissioner. Det har gått 14 år sedan Leolagen skapades och AMN inrättades. Som har sagts finns det inga domstolsavgöranden angående riktade emissioner och i litteraturen sägs inget om hur en materiell regel skulle kunna se ut, trots att Leokommissionen lämnade en öppning och endast sa att det var för tidigt att ta ställning i frågan då. Det jag kommit fram till är att riktade emissioner måste vara förenliga med god sed på aktiemarknaden för att få genomföras. För att detta ska uppnås måste emissionen för det första fastställas på marknadsmässiga villkor och tilldelningen ska inte vara otillbörlig. I övrigt kan i stort sett alla skäl som inte strider mot lag eller rekommendationer genomföras, om inte generalklausulen kränks. Av denna anledning anser jag att det vore omöjligt att i ABL och Leolagen ange alla skäl som är tillåtna för att motivera en riktad emission. Ändå tycker jag att det är önskvärt att ABL 4:2 andra stycket och Leolagen 3 § förses med ett tillägg som stadgar att ett beslut om riktad emission endast är giltigt om det är fattat i enlighet med god sed på aktiemarknaden, för att poängtera att det inte räcker att de formella förutsättningarna för beslut är uppfyllda.

I det sista kapitlet har jag granskat vissa detaljer som är aktuella då en riktad emission ska genomföras, nämligen kallelse, beslutsmajoritet, prissättningen, ansvar för prospekt och överlåtelseförbudet i Leolagen, allt för att ge en helhetsbild av vilka problem som kan uppkomma i samband med riktade emissioner. Även här har jag poängterat vad som är förenligt med god sed och detta genomsyras av att aktieägare och aktiemarknad ska informeras om så mycket som möjligt, så tidigt som möjligt. Det som varit mest omdiskuterat av de frågor jag tagit upp i sista kapitlet är förbudet mot underkurs, vem som ska ansvara för dåliga prospekt, samt huruvida ett moderbolags bolagsstämman ska behöva godkänna bolagets beslut att överlåta aktierna i ett dotterbolag till dotterbolagets företagsledare. Samtliga dessa frågor föreslås revideras och jag tycker att förslagen som Aktiebolagskommittén lagt fram i SOU 2001:1 är bra. Jag väljer därför att inte vidare kommentera dessa frågor här.

I SOU 2001:1 föreslås hela Leolagen integreras i ABL. Huruvida lagen fortsätter att ligga utanför ABL eller ej tycker jag inte är av stor betydelse, det är innehållet som är det väsentliga. Enligt min mening bör dock bestämmelserna gälla alla aktiebolag. Argumentet för att de endast gäller aktiemarknadsbolag är att ägandet är så spritt att aktieägarna har ett större behov av skydd. Detta håller jag inte med om till fullo. Eftersom andra aktiebolag inte är bundna av NBK:s rekommendationer eller fondbörsens regler och dessutom inte granskas av massmedia i lika stor utsträckning anser jag att även aktieägare i mindre bolag bör skyddas mot majoritetsmissbruk.

Efter dessa reflektioner och kommentarer avslutar jag denna uppsats med att säga att jag nu väntar med spänning på att få se om reglerna kring riktade emissioner kommer kompletteras eller revideras inom kort.

Bilaga A

Exempel 1

Bolaget AB har ett aktiekapital på 100 000 kronor. Detta är fördelat på 1000 aktier à 100 kronor var. Eftersom bolaget har gjort en vinst på 50 000 kronor så har aktiernas värde stigit till 150 kronor. Bolaget vill expandera och önskar därför få in mer kapital. Aktiekapitalet dubblas till 200 000 kronor genom en nyemission av 1000 aktier à 100 kronor. Detta innebär att bolagets egendom (aktiekapital och vinst) nu är värd 250 000 kronor. Det ska fördelas på 2000 aktier, vilket gör att varje aktie efter nyemissionen är värd 125 kronor. De gamla aktieägarna har således gjort en förlust då deras aktier har sjunkit från 150 till 125 kronor, medan nytecknarna gör en vinstaffär då de köper aktier som är värda 125 kronor för endast 100 kronor.

Exempel 2

X äger 10 aktier i Bolaget AB. Dessa är värda 150 kronor styck, men det nominella beloppet är endast 100 kronor. Bolagsstämman i Bolaget AB har beslutat om en nyemission av 1000 aktier som får tecknas till det nominella beloppet. X väljer dock att avstå från sin företrädesrätt och får istället ett teckningsrättsbevis för varje aktie. Dessa säljer han till Y för 25 kronor styck. Eftersom aktierna efter nyemissionen kommer att vara värda 125 kronor, som visat ovan, så kan Y tänka sig att betala 25 kronor för rätten att få teckna aktier, som han köper för 100 kronor. På detta sätt får X ersättning för den förlust han gör då hans aktier minskar i värde med 25 kronor.

Bilaga B

Stadgar för Föreningen aktiemarknadsfrågor

STADGAR²³⁵
för
FÖRENINGEN FÖR AKTIEMARKNADSFRÅGOR
med ändringar antagna av årsmötet 1991, 1995 och 2000

Föreningen

§ 1

Föreningen för aktiemarknadsfrågor skall främja god sed på aktiemarknaden. Till föreningen är knuten en nämnd, Aktiemarknadsnämnden.

§ 2

Beslut att antaga medlem i föreningen fattas av föreningsmötet. Medlem kan utträda ur föreningen vid kalenderårets slut, om medlemskapet sagts upp minst sex månader dessförinnan. Beslut att utesluta medlem i föreningen fattas av föreningsmötet.

§ 3

Föreningens verksamhet finansieras genom medel som medlemmarna tillskjuter eller som på annat sätt ställs till föreningens förfogande.

§ 4

Föreningen skall sammanträda till årsmöte före utgången av juni månad varje år. Föreningen sammanträder i övrigt när det behövs. Kallelse till föreningsmöte skall ske skriftligen senast två veckor före mötet.

§ 5

Föreningsmötet är beslutfört om minst hälften av medlemmarna är närvarande.

§ 6

Varje medlem i föreningen har en röst.

§ 7

Föreningsmötets beslut utgörs av den mening som har fått mer än hälften av de avgivna rösterna eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden biträder. Vid val anses den vald som fått de flesta rösterna. Vid lika röstetal avgörs valen genom lottdragning. Beslut att antaga eller utesluta medlem är giltigt endast om det biträtts av samtliga vid mötet närvarande medlemmar. Medlem får inte rösta i fråga om uteslutning av honom själv.

§ 8

Vid årsmötet skall följande ärenden förekomma:

- Val av mötesordförande

²³⁵ Hämtade från <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>, 01-01-28, kl. 20.00.

- Val av en person som tillsammans med ordföranden skall justera protokollet
- Framläggande av årsredovisning och revisionsberättelse
- Fastställelse av resultaträkningen och balansräkningen
- Beslut om ansvarsfrihet för styrelsen och, i förekommande fall, verkställande direktören
- Val av ledamöter och suppleanter i styrelsen (vartannat år)
- Val av revisor

Styrelsen

§ 9

Styrelsen skall sköta föreningens ekonomiska och administrativa frågor samt teckna dess firma.

§ 10

Styrelsen skall ha högst tio ledamöter och högst tio suppleanter, som utses av årsmötet för en period om två år. Varje medlem får nominera en ledamot och en suppleant. Styrelsen väljer inom sig en ordförande.

§ 11

Styrelsen får utse en verkställande direktör för att sköta den löpande verksamheten i föreningen.

§ 12

Styrelsen skall årligen avge en årsredovisning för föregående räkenskapsår och senast den 30 april överlämna årsredovisningshandlingarna för granskning till föreningens revisor.

Revisor skall senast den 30 maj avge en revisionsberättelse över sin granskning. En kopia av redovisningshandlingarna och revisionsberättelsen skall sändas till medlemmarna samtidigt med kallelse till årsmötet.

Aktiemarknadsnämnden

Verksamhet

§ 13

Aktiemarknadsnämnden skall genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.

På begäran av domstol eller annan myndighet, börs eller auktoriserad marknadsplats kan nämnden också avge yttrande.

§ 14

Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats (aktiemarknadsbolag) eller en aktieägare i ett sådant bolag, som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett aktiemarknadsbolag kan bli föremål för nämndens bedömning.

Med aktie jämställs emissionsbevis, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och andra aktierelaterade instrument.

Med aktiemarknadsbolag jämställs bolag som vidtagit åtgärd i syfte att bli aktiemarknadsbolag.

Nämnden kan göra uttalanden på eget initiativ eller efter framställning. Nämnden avgör själv huruvida en framställning skall föranleda att frågan tas upp till behandling. Därvid skall särskilt beaktas om frågan är av principiell natur eller av praktisk betydelse för aktiemarknaden. Nämnden skall emellertid också ta hänsyn till om frågan är eller kan väntas bli behandlad i annan ordning.

Sammansättning

§ 15

Nämnden består av en ordförande, högst fyra vice ordförande och högst 20 övriga ledamöter, vilka samtliga utses av styrelsen för högst två kalenderår. Ledamot kan utses för ny period.

§ 16

Nämnden skall till sitt förfogande ha en expertpanel. Panelen skall biträda nämnden i såväl enskilda ärenden som frågor av principiell karaktär utan direkt anknytning till ett enskilt ärende. Panelen består av högst 15 medlemmar, vilka samtliga utses av styrelsen för högst två kalenderår. Medlem kan utses för ny period. Medlemmarna skall ha anknytning till värdepappersinstitut eller ha erfarenhet av sådana aktiemarknadsfrågor som emittenter eller investerare ställs inför. Nämnden får under beredning av ett ärende på lämpligt sätt höra en eller flera av panelens medlemmar. Nämnden får också i ett enskilt ärende utse medlem av panelen att som ledamot delta i behandlingen. I fråga om jäv mot och tystnadsplikt för medlem av panelen gäller 23 och 26 § § .

Arbetsformer

§ 17

Nämnden fastställer i plenum en arbetsordning för sin verksamhet. Arbetsordningen får innehålla bemyndiganden för ordföranden att på nämndens vägnar avgöra ett ärende genom uttalande eller vidtaga annan åtgärd.

§ 18

Behandling av ärende i nämnden kan ske skriftligen eller muntligen.

§ 19

En begäran om ett uttalande med anledning av en planerad åtgärd skall behandlas med särskild skyndsamhet.

Sammanträden och beslut

§ 20

Vid behandling av ett ärende skall minst fyra och högst åtta ledamöter delta. Högst två av dessa ledamöter får vara utsedda enligt 16§ fjärde stycket. Ledamöterna bör ha olika erfarenheter och kunskaper. Sammansättningen bestäms enligt principer som anges i arbetsordningen. Ordförande vid behandling av ett ärende skall vara nämndens ordförande eller, om denne har förfall, vice ordförande. Ett ärende av särskild betydelse kan på initiativ av nämndens ordförande behandlas i plenum. Nämnden i plenum är beslutför om minst hälften av ledamöterna är närvarande, däribland nämndens ordförande eller en vice ordförande.

§ 21

Varje ledamot av nämnden har en röst.

§ 22

Nämndens beslut utgörs av den mening som har fått mer än hälften av de avgivna rösterna eller, vid lika röstetal, den mening som ordföranden biträder.

§ 23

Angående jäv mot ledamot gäller vad som i lagen (1999:116) om skiljeförfarande föreskrivs om opartiskhet.

Uttalanden

§ 24

Nämndens uttalande begärs genom skriftlig framställan, om inte ordföranden medger att framställan görs muntligen.

I framställningen skall de omständigheter som ligger till grund för framställan anges.

En ofullständig framställning kan avvisas.

§ 25

Nämndens uttalanden skall vara skriftliga.

Uttalanden skall offentliggöras, om inte nämnden på särskilda skäl finner anledning att inte offentliggöra det.

Ett uttalande som gäller en planerad åtgärd får inte av nämnden offentliggöras förrän åtgärden vidtagits eller på annat sätt gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden. Om nämnden bedömer att uttalandet är av särskild vikt för främjandet av god sed på aktiemarknaden och att ett offentliggörande skulle kunna ske på ett sådant sätt att företagshemlighet inte avslöjas eller någon på annat sätt skadas, kan ett sådant uttalande offentliggöras i anonymiserad och sammandragen form.

Tystnadsplikt

§ 26

Ledamot, expert och föredragande i nämnden, som i samband med behandling av ett ärende fått kännedom om omständigheter som inte framgår av något offentliggjort uttalande eller på annat sätt är allmänt tillgänglig har tystnadsplikt i denna del och får inte heller själv obehörigen använda sig av kunskapen. Detsamma gäller annan som i samband med nämndens behandling fått sådan kunskap.

Arvode

§ 27

Ledamot, expert och föredragande i nämnden har rätt till ersättning enligt principer som fastställs av föreningens styrelse.

Ändring av stadgarna

§ 28

Beslut om ändring av dessa stadgar fattas av föreningsmötet. Beslutet är giltigt om det biträtts av samtliga vid mötet närvarande medlemmar. Aktiemarknadsnämnden skall höras innan beslut fattas.

Upplösning av föreningen

§ 29

Föreningen upplöses genom beslut i samma ordning som gäller för ändring av stadgarna.

Bilaga C

Arbetsordning för Aktiemarknadsnämnden

Arbetsordning för Aktiemarknadsnämnden²³⁶

fastställd av Aktiemarknadsnämnden i plenum den 25 augusti 1999 med stöd av § 18 i stadgarna för Föreningen för aktiemarknadsfrågor

1 §

Med presidiet avses i denna arbetsordning ordföranden och vice ordförandena i nämnden. Vid förfall för ordföranden inträder i dennes ställe den vice ordförande som först utsetts. Vad som föreskrivs om ordföranden gäller även vice ordförande som tjänstgör i ordförandens ställe.

2 §

Kanslifunktionerna för nämnden fullgörs av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare. Med kansliet avses i denna arbetsordning de tjänstemän vid Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare som ställts till nämndens förfogande för sådant ändamål.

3 §

Nämnden sammanträder på kallelse av ordföranden som efter samråd med kansliet bestämmer tid och plats för sammanträdet. Ledamöterna av presidiet bör såvitt möjligt beredas tillfälle att delta i behandlingen av ärende som ankommer på nämnden. Vilka som i övrigt skall kallas för behandlingen av visst ärende avgörs av ordföranden efter samråd med kansliet och med beaktande av ärendets beskaffenhet, varvid i görligaste mån bör eftersträvas att viss cirkulation mellan ledamöterna kommer till stånd samt att ledamöternas erfarenheter och kunskaper tas till vara på bästa sätt.

4 §

Ärendena avgörs efter föredragning, om inte särskilda skäl föranleder annat. Presidiet utser efter samråd med kansliet personer med expertkunskaper om aktiemarknaden som skall stå till nämndens förfogande för föredragning. Ordföranden utser efter samråd med kansliet föredragande i särskilt ärende. Föredragning får också ske av ledamot eller expert i nämnden.

5 §

Begär aktiemarknadsbolag eller annan upplysning eller tillfälle till diskussion i en fråga som rör god sed på aktiemarknaden och kan samtal för sådant ändamål lämpligen äga rum utan att frågan prövas av nämnden genom uttalande, kan frågan behandlas av ordföranden. Såvitt möjligt skall därvid även en föredragande eller en företrädare för kansliet närvara.

6 §

Har en fråga angående undantag från bestämmelserna i Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999) eller angående besked om hur nämnda rekommendation skall tolkas i visst hänseende principiell eller särskild betydelse för börsverksamheten vid OM Stockholmsbörsen AB, skall samråd ske med börsen. Samråd med börs eller auktoriserad marknadsplats kan också ske i annat fall. Samråd sker muntligen

²³⁶ Hämtade från <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>, 01-01-28, kl. 20.00.

genom ordförandens eller föredragandens försorg innan ärendet föredras i nämnden, om inte särskilda skäl föranleder annat.

7 §

Är en fråga angående undantag från bestämmelserna i Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999) eller angående besked om hur nämnda rekommendation skall tolkas i visst hänseende uppenbart av mindre vikt, kan i brådskande fall frågan behandlas av ordföranden. Ordföranden kan också i andra fall på nämndens vägnar meddela ett uttalande i fall då motsvarande fråga redan har behandlats av nämnden.

8 §

Frågor om avgift i ärende hos nämnden prövas av kansliet.

9 §

Nämndens uttalanden skall genom kansliets försorg sändas till samtliga ledamöter. Är ett uttalande konfidentiellt sänds det dock endast till de ledamöter som har deltagit i behandlingen, presidiet samt de personer som står till förfogande som föredragande, om uttalandet inte lämpligen i anonymiserad form kan sändas till samtliga ledamöter.

Det ankommer på kansliet att sörja för distributionen i övrigt av nämndens beslut och att pröva frågor om offentliggörande av nämndens uttalanden i de fall då ett uttalande enligt nämndens beslut inte omedelbart skall offentliggöras. Kansliet svarar för nämndens arkiv.

10 §

Fråga om ändring i denna arbetsordning behandlas av nämnden i plenum. Presidiet får dock besluta om avvikelser från arbetsordningen i frågor av mindre vikt.

Källförteckning

Lagförarbeten

- Ds Fi 1986:21 *Riktade emissioner av aktier, m.m.*
- Proposition 1973: 93
- Proposition 1986/87:76 *Om riktade emissioner, m.m.*
- SOU 1971:15 *Förslag till aktiebolagslag m.m.*
- SOU 1992:83 *Aktiebolagslagen och EG- En anpassning av den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1,2,3 och 12.*
- SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapital.*
- SOU 2001:1 *Ny aktiebolagslag.*

Litteratur

- Afrell, Lars
Klahr, Håkan
Samuelsson, Per *Lärobok i kapitalmarknadsrätt, upplaga 2, Stockholm 1998.*
- Bergström, Clas
Rydqvist, Kristian *Marknaden för företagskontroll- En analys av börs- och bolagsrättsliga förslag, Stockholm 1992.*
- Bökmark, Jan
Svensson, Bo, *Aktiebolagslagen- kommentar och lagtext, upplaga 11, Stockholm 1991.*
- Dotevall, Rolf *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, Stockholm 1989.*
- Gavatin, Charles *Aktiebolagsrätt i teori och praktik, Stockholm 1992.*

- Hemström, Carl *Bolagens rättsliga ställning - Om enkla bolag, handelsbolag, kommanditbolag och aktiebolag, upplaga 2, Stockholm 1995.*
- Johansson, Svante *Bolagsstämma, Stockholm 1990.*
- Kedner, Gösta *Kommentar till aktiebolagslagen och bokföringslagens regler om årsbokslut, upplaga 8, Lund 1991*
- Kedner, Gösta
Roos, Carl Martin *Aktiebolagslagen Del 1, Kapitel 1-10, upplaga 2, Stockholm 1982.*
- Kristiansson, Björn *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år, Stockholm 1996.*
- Moberg, Krister
Samuelsson, Per *Börsrätt, Lund 1988.*
- Nial, Håkan
Johansson, Svante *Svensk associationsrätt i huvuddrag, upplaga 7, Stockholm 1998.*
- Pehrson, Lars *Generalklausuler i aktiebolagslagen i Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987, Stockholm 1987.*
- Rantén, Linda *Fientliga erbjudanden om aktieförvärv, examensarbete i associationsrätt/ börsrätt vid Juridiska fakulteten, Lunds universitet, HT-00.*
- Rodhe, Knut *Aktiebolagsrätt, upplaga 19, Stockholm 2000.*
- Åhman, Ola *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten, Uppsala 1997.*

Tidningsartiklar

- Hammarström, Martin *Ny storägare i Icon, Dagens Industri, 2001-04-09.*
- Larsson, Roger *Countermine gick på en mina, Dagens Industri, 2001-03-05.*

Linnala, Tomas	<i>Lojalitet straffade sig på börsen i fjol- Tre av fyra nyemissioner minskade i värde, Dagens Industri, 2001-02-24.</i>
Lundin, Kim	<i>Akzos personal får gratis aktier, Dagens Industri, 2001-02-27.</i>
Olsson, Hans-Inge	<i>Rosengren tvekar om dyr Bolidenräddning- "Det handlar om mycket pengar", Dagens Industri, 2001-03-24.</i>
Wilke, Björn	<i>Rådgivare slipper ansvar för dåliga prospekt, Dagens Industri, 2001-02-28.</i>
Åkerberg, Nina	<i>Intentia tar in 399 miljoner, Dagens Industri, 2001-03-27.</i>
Författare ej angiven	<i>Glocalnet föreslår personaloptioner, Dagens Industri, 2001-02-22.</i>

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

Uttalande 1987:2
 Uttalande 1987:3
 Uttalande 1987:8
 Uttalande 1987:10
 Uttalanden 1988:6
 Uttalande 1988:10
 Uttalande 1988:11
 Uttalande 1988:12
 Uttalande 1989:1
 Uttalande 1989:4
 Uttalande 1990:2
 Uttalande 1990:3
 Uttalande 1990:7
 Uttalande 1990:8
 Uttalande 1990:9
 Uttalande 1992:2
 Uttalande 1992:5
 Uttalanden 1992:7
 Uttalande 1994:3
 Uttalande 1994:4
 Uttalande 1995:1
 Uttalande 1995:2
 Uttalande 1995:3

NBK:s rekommendationer och uttalanden

1971	<i>Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag.</i>
86-02-07	<i>Rekommendation angående s.k. riktade emissioner.</i>
86-02-20	<i>Uttalande angående riktade emissioner.</i>
1988	<i>Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv.</i>

Rättsfall

Mål nr T 221/83, Sollentuna tingsrätt
Mål nr T 827/83, Stockholms tingsrätt
Mål nr T 6-236-88, Stockholms tingsrätt och Ö 1849/88, Svea hovrätt

RÅ 1912 nr 92
NJA 1985 s. 343

Internetadresser

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se>
<http://www.di.se>
<http://www.nicorette.se/press/index.html>

Övrigt

Arvidson, Per	<i>FEK 502- Extern redovisning och räkenskapsanalys, lektionskompendium på företagsekonomisk grundkurs, Lunds Universitet, vårterminen 2001.</i>
Föreningen Auktoriserade Revisorer FAR	<i>Börs och värdepapper, FARs regelsamling II, 1999.</i>
Lombach, Jan	<i>Kommentar till Leolagen i Karnov, CD-rom.</i>

Sveriges Aktiesparares
Riksförbund

*Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy- riktlinjer
för bättre kontroll och insyn för ägarna i
marknadsnoterade bolag.*