



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Pekka Lähdekorpi

Riktade emissioner

—

En nödvändighet för
börsbolagens nutida
kapitalanskaffning?

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare
Katarina Olsson

Ämnesområde
Bolags- och aktiemarknadsrätt

Termin
VT 2013

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
SUMMARY	2
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Introduktion till ämnet	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Metod och material	8
1.5 Disposition	9
1.6 Terminologi och historik	9
2 GÄLLANDE BOLAGSRÄTT	11
2.1 Allmänt	11
2.2 EU-rätten	12
2.3 Emissioner	13
2.3.1 Inledande kommentarer	13
2.3.2 Företrädesemissioner	13
2.3.3 Riktade emissioner	17
2.4 Aktieägarskydd	23
2.4.1 Inledande kommentarer	23
2.4.2 Likhetsprincipen	23
2.4.3 Generalklausulerna	25
2.4.4 Samspelet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna vid en riktad emission	28
2.5 Sammanfattande analys av gällande bolagsrätt	30
3 GÄLLANDE AKTIEMARKNADSRÄTT	33
3.1 Allmänt	33
3.2 God sed på aktiemarknaden	33
3.2.1 Allmänt om aktiemarknadsnämnden	33
3.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:2	35
3.2.3 Aktiemarknadsnämndens uttalanden efter 2002:2	36

3.3 Sammanfattande analys av gällande aktiemarknadsrätt	41
4 UTVÄRDERING AV EMISSIONSLÄGET PÅ AKTIEMARKNADEN	43
4.1 Allmänt	43
4.2 Isbrytning bland börsbolagen	44
4.2.1 Industrivärden	44
4.2.2 Eniro	46
4.2.3 Nordic Mines	48
4.2.4 PA Resources	50
4.2.5 Mindre bolag	51
4.3 Sammanfattande analys av marknadsläget	53
5 AVSLUTANDE KOMMENTARER	56
5.1 Rättslig argumentation	56
5.2 Argumentation utifrån börsbolagens perspektiv	58
5.3 De lege ferenda	60
5.4 Avslutning	62
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	64
RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	70

Sammanfattning

Då konkurrensen mellan börsbolagen ökat och det generella finansklimatet hårdnat är det i dagsläget nästintill en daglig företeelse att svenska börsbolag genomför olika typer av emissioner. Börsbolagens ökade kapitalbehov har även lett till en klar ökning vad gäller bolagens användning av riktade emissioner och samtidigt åskådliggjort vissa bolags- och aktiemarknadsrättsliga problem som uppstår i samband med nämnda emissionsförfarande. Eftersom befintliga aktieägare ofta exkluderas från att delta vid en riktad emission uppdragas frågeställningar om aktieägarnas likabehandling och möjligheter att påverka emissionsbesluten. Det kan argumenteras för att de riktade emissionerna hamnat i skuggan av företrädesemissionerna under de relativt långa perioderna av högkonjunktur varpå de utredda frågeställningarna aktualiserades betydligt mer sällan. Detta bör jämföras med dagens aktiemarknad där emissionsformen ökar för varje år vilket i sin tur medför att utredningsområdet är högst aktuellt.

Utredningen fokuseras kring gällande bolags- och aktiemarknadsrätt där framförallt de gränser som sätts för de riktade emissionerna genom berörda regelverk analyseras. För att påvisa ökningen som skett i användandet av de riktade emissionerna utreds också det nuvarande emissionsläget på aktiemarknaden där svenska börsbolags riktade emissioner utvärderas mot bakgrund av gällande bolags- och aktiemarknadsrätt. Mot bakgrund av att börsbolagen frekvent genomför riktade emissioner analyseras det även huruvida det på senare tid i ljuset av börsbolagens stadigt ökade kapitalbehov skett en lindring av de bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränserna i praktiken. Nämnda frågeställning är aktuell då börsbolagen ständigt söker utveckla sina emissionserbjudanden så mycket som möjligt i syfte att göra det förmånligare för utomstående intressenter att investera stora summor i bolagen. Den tänkbara lindring som i praktiken skett av dessa gränser måste ses i ljuset av dagens aktiemarknad där det råder ständig brist på nytt riskkapital vilket har gjort att de riktade emissionerna också framstår som ett attraktivt alternativ för bolagen i sin kapitalanskaffning.

Utredningen påvisar att även om svensk rätt tillåter genomförandet riktade emissioner har både lagstiftare och AMN tidigare ställt sig restriktiva till en alltför stor ökning av deras användande. Det påvisas dock att framförallt AMN visat sig anpassningsbara i ärendet då det aktiemarknadsrättsliga regelverket kring de riktade emissionerna behövt anpassas i takt med att aktiemarknaden utvecklats och bolagens kapitalbehov ökat. Bolagen saknar dock fortfarande tydliga riktlinjer vad gäller utförandet av en riktad emission. Riktlinjerna måste komma från antingen lagstiftare eller en av denne utsedd aktör varför det är min åsikt att reglementet för de riktade emissionerna bör tas upp för departementsbehandling.

Summary

The increased competition between listed companies on the Swedish stock market (“Stock market” below) in connection with a hardening of the financial climate has made various types of stock issues almost a daily occurrence on the Stock market. The companies’ steadily increasing capital requirements has also led to a significant upturn in the use of targeted stock issues. This development exemplifies certain issues regarding corporate and securities law. As a majority of existing shareholders usually is excluded from participating in a targeted stock issue the subject raises questions concerning shareholders’ equality and their ability to influence the issuance decisions. It can be argued that the rights issues overshadowed the targeted stock issues during the relatively long periods of economic stability, whereas in comparison with today’s tough Stock market the use of targeted stock issues is steadily increasing. This progress makes the investigation highly topical.

The investigation focuses on the relevant Swedish regulations regarding corporate and securities law where especially the reasons justifying a targeted stock issue’s compliance with the regulations are analysed. To demonstrate the increase in the use of targeted stock issues I have also examined the current use of targeted stock issues on the Stock market. Certain targeted stock issues are evaluated in the light of the corporate and securities law presented.

Given that the listed companies nowadays frequently carry out targeted stock issues it is also essential to analyse whether the regulatory requirements have been upheld to the same extent compared to the times when the use of targeted stock issues was scarce. This particular matter is interesting, as the listed companies over the past decade have sought to develop their share offers as much as possible in order to make them favourable for external investors. It is therefore important to analyse whether the share issues are still within the limits of the law. My study shows that as the use of targeted stock issues will continue increase so will probably the companies’ demands for lower requirements on how to carry out a targeted stock issue. The question is of specific interest for many of the listed companies as there is a general shortage of new venture capital on the Stock market. This shortage is also one of the main reasons why the targeted stock issues nowadays appear to be a generous alternative for the companies; a targeted stock issue gives the issuing companies an opportunity to attract external financially strong investors by solely marketing themselves on for instance foreign markets.

My study shows that although the regulations regarding relevant corporate and securities law permits the use of targeted stock issues, both the legislative power

and AMN have historically taken a restrictive standpoint to an excessive increase in their use. However, the investigation demonstrates that especially AMN has proven to be adaptable in cases concerning potential conflicts between a targeted stock issue and its regulatory requirements. AMN has step by step revised their former policy in line with the current development on the Stock market. However, it is my opinion that the listed companies are still lacking clear guidance of what is acceptable regarding the companies' strategy in their use of targeted stock issues. These guidelines have to come from either the legislator or another respectable actor on the stock market (for instance Sw; *Kollegiet för svensk bolagsstyrning*). Hence it is my recommendation that the procedures surrounding the use of targeted stock issues should at least be taken up for discussion and processing in the relevant department within the Swedish government.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen
AMN	Aktiemarknadsnämnden
art	artikel
DI	Dagens Industri
Ds	Departementsserien
dir	direktiv
EEG	Europeiska ekonomiska gemenskaperna
EG	Europeiska gemenskaperna
EU	Europeiska unionen
EUT	Europeiska unionens officiella tidning
JT	Juridisk Tidskrift
LU	Lagutskottet
NBK	Näringslivets börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
SFS	Svensk Författningssamling
SOU	Statens offentliga utredningar
SVCA	Svenska Riskkapitalföreningen

1 Inledning

1.1 Introduktion till ämnet

Frågor kring kapitalanskaffning är av stor vikt för de svenska börsbolagen och tillgången till riskkapital är i dessa tuffa finanstider en avgörande faktor för bolagens framtid. I syfte att anskaffa nödvändigt kapital genomför därför börsbolagen ofta olika typer av emissioner. Emittering av värdepapper är dock inte det enda tillvägagångssättet för ett börsbolag att få in kapital. Bolagen kan även stärka finanserna via exempelvis obligationslån och aktieägartillskott. Det tuffa finansklimatet som numera råder till följd av krisåren 2008 och 2009 har försvårat bolagens lånemöjligheter. Bolagen söker sig därför alltmer till andra finansieringsalternativ där de inte blir återbetalningsskyldiga. Detta kan i sin tur tänkas ha sporrat de riktade emissionernas framfart på aktiemarknaden då förfarandet i dagsläget framstår som ett attraktivt kapitalanskaffningsalternativ.

Det är av stor vikt att aktieägarnas intressen tas tillvara för att förtroendet för aktiemarknaden ska upprätthållas. En pålitlig och välfungerande aktiemarknad är helt avgörande för börsbolagens förvaltning då investerarintresset snabbt lär svalna för det fall aktiemarknaden inte framstår som pålitlig.¹ I svensk bolagsrätt har aktieägarna principiell företrädesrätt att delta vid bolagens emittering av nya aktier, konvertibler och teckningsoptioner. Företrädesrätten för befintliga aktieägare har traditionellt sett haft en stark ställning i svensk rätt och är fortfarande vad gäller dess användning i majoritet jämfört med de riktade emissionerna.² Vid avvikelser från företrädesrätten riktas emissionerna ofta till en av bolagsstämman alternativt styrelsen utvalda investerare som ges möjlighet att teckna de nytvagna värdepapprena. De riktade emissionerna medför dock även en del negativa konsekvenser för befintliga aktieägare då deras kapital- och rösträttsandelar blir utspädda. Hur stor utspädningseffekten blir är dels beroende av hur många aktier som emitteras i förhållande till antalet befintliga aktier, dels prissättningen av de nyemitterade aktierna. Eventuella maktförskjutningar som befintliga aktieägare får tåla till följd av en riktad emission riskerar att även påverka deras möjligheter att utöva vissa rättigheter i det emitterande bolaget.

Även om företrädesemissionen är huvudregeln i svensk rätt har det genom ABL skapats en möjlighet för börsbolag att också genomföra riktade emissioner.³

¹ Munck (2011), s 9 ff.

² Se Skog (1996), s 16 f och Skog (2004), s 10 ff.

³ Den principiella skillnaden mellan de två emissionstyperna är att samtliga aktieägarna har företrädesrätt att delta vid en företrädesemission medan enbart en utvald skara investerare, aktieägare eller inte, ges tillfälle att delta vid en riktad emission.

Användandet av riktade emissioner ansågs vid dess reglerade tillkomst nödvändig utifrån bolagsrättslig synpunkt då det är av vikt att börsbolagen kan vända sig till utomstående investerare för det fall befintliga aktieägare inte kan eller vill tillskjuta det behövda kapitalet. Det poängterades dock att möjligheten till att kunna genomföra riktade emissioner var av sekundär betydelse då aktieägarnas företrädesrätt fortfarande skulle gälla som huvudregel.⁴

När börsbolagen genomför emissioner sker detta inte enbart i form av aktier eftersom de även kan emittera teckningsoptioner och konvertibler. En teckningsoption är ett värdepapper som ger innehavaren rätt att teckna nyemitterade aktier till en viss kurs under en viss tid. Teckningsoptionerna kan precis som aktier säljas fritt och är som huvudregel inte villkorade med några restriktioner. En konvertibel är ett skuldebrev utgivet av ett emitterande bolag som av innehavaren kan konverteras till aktier i det aktuella bolaget till en förutbestämd kurs. Eftersom konvertibeln återbetalas för den händelse att aktien inte når konverteringskursen kan konvertibelinnehavarna sitta i orubbat bo medan aktieägarna kan tvingas se värdet på sina aktier falla. En konvertibel är alltså i grund och botten ett lån upptaget av bolaget som även utbetalar en överenskommen ränta på skuldebrevet.⁵

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med detta examensarbete är att undersöka ett antal problem och frågeställningar som uppkommer i samband med riktade emissioner. Eftersom en riktad emission i grunden strider mot likhetsprincipen i 4 kap 1 § ABL, det vill säga att alla aktier ska ha lika rätt i bolaget, är ämnet något kontroversiellt. Utredningen syftar därför till att analysera potentiella motsättningar som finns i den bolagsrättsliga regleringen av de riktade emissionerna. Detta kommer att ske med fokus på dels gällande bolags- och aktiemarknadsrätt, dels det faktiska emissionsläget på aktiemarknaden. Frågor uppstår om varför de riktade emissionerna numera används så pass frekvent och vad som medfört att aktieägarna tillåtit en sådan utveckling. Det kvalificerade majoritetskravet som förenas med beslutet om en riktad emission och som kan tänkas syfta till att begränsa riktade emissioner verkar därmed vara ett till synes ineffektivt begränsningsmedel då majoritetskravet uppnås så pass ofta numera.

Aktiemarknadens nuvarande emissionsläge analyseras alltså mot bakgrund av den bolags- och aktiemarknadsrätt som också presenteras i min utredning. Även om det finns fullgoda verktyg att genomföra riktade emissioner råder det i svensk rätt en viss osäkerhet om innebörden av vad som är tillåtet i samband

⁴ Prop. 1973:93, s 70 ff.

⁵ Se SOU 1997:22, s 153 f för hela stycket.

med genomförandet av en sådan emission. Det är framförallt näringslivets kapitalförsörjning och börsbolagens ökade behov av tillgång till nytt riskkapital som är i utredningens förarsäte. Såväl etablerade börsbolags som nyligen börsintroducerade innovationsbolags kapitalbehov analyseras i utredningen. För att utreda de riktade emissionerna har jag i mitt arbete tagit utgångspunkt i och sökt besvara följande frågeställningar:

- Vilka gränser sätts för de riktade emissionerna genom gällande bolagsrätt och vilka bolagsrättsliga faktorer inverkar på deras laglighet? (Avsnitt 2)
- Vilka gränser stipulerar aktiemarknadsrätten för att en riktad emission ska anses förenlig med gällande aktiemarknadsrätt? (Avsnitt 3)
- Har det på senare tid i ljuset av börsbolagens stadigt ökade kapitalbehov skett en lindring av dessa bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränser i praktiken? Är en eventuell lindring motiverad?

1.3 Avgränsningar

För att kunna skapa ett tillräckligt djup i utredningens analys måste det aktuella ämnet begränsas. Därmed exkluderas apport-, obligations- och fondemissioner från utredningsområdet. Undersökningen fokuserar istället på kontantemissioner av aktier, konvertibler och teckningsoptioner, där utgivandet av aktier av olika skäl ofta hamnar i fokus. Detta sker för att förfarandet vid emitteringen av teckningsoptioner respektive konvertibler i grunden är densamma som vid emitteringen av aktier. Jag bortser även från de så kallade Leo-reglerna i 16 kap ABL. Även om Leo-reglerna berör ärendet om riktade emissioner är det en särreglering som aktualiserar en mängd specifika frågor som det inte finns utrymme för att analysera i förevarande utredning. Leo-reglerna aktualiserar snarare diskussioner om incitamentsprogram och andra specialfrågor än näringslivets generella behov av att kunna använda sig av riktade emissioner som jag ämnar analysera.

Utredningen är avgränsad till emissioner i bolag vars aktier är upptagna till handel på den svenska aktiemarknaden. Även om de riktade emissionerna under senare tid på allvar äntrat den svenska aktiemarknaden är emissionsförfarandet betydligt mer använt i utlandet, varpå det vore av intresse att även göra en komparation mellan svensk och exempelvis amerikansk rätt.⁶ I brist på utrymme och då jag valt att fokusera på det svenska regelverket och den inhemska aktiemarknaden är det dessvärre inte möjligt att genomföra en sådan komparation.

⁶ Se Ds 2012:37, s 38.

1.4 Metod och material

Jag har i mitt utredningsarbete använt mig av en rättsdogmatisk metod där jag granskat gällande lagtext, offentligt tryck, aktiemarknadsnämndsuttalanden, juridisk doktrin och näringslivsrelaterade handlingar såsom emissionsprospekt, bolagsrapporter och pressmeddelanden. Därmed är såväl hela rättskällehierarkin som praktiskt förankrade dokument representerade vilket gör att det föreligger goda möjligheter att skapa en juridisk analys med direkt anknytning till näringslivet.

Forskningsläget kring den bolagsrättsliga regleringen av emissioner och relevanta aktieägarskyddsregler (exempelvis likhetsprincipen) är relativt väl undersökt i den juridiska doktrinen. I princip all allmän associationsrättslig litteratur behandlar ämnena, om än i olika omfattning.⁷ Vad gäller problematiseringar kring just de riktade emissionerna är dock materialet betydligt mer begränsat och nytänkande analyser i ämnet har under årens gång varit sällsynta. Det är framförallt Rolf Skogs forskning som under lång tid varit ledande på området och Skog är fortfarande aktiv då denne varit adjungerad expert vid utformningen av den högst aktuella promemorian om *Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag* (Ds 2012:37). Även om promemorian bara är ett första steg mot en potentiellt förändrad reglering blir den ändå ett viktigt inslag vid den bolagsrättsliga analysen. Samuelsson och Bergström har genom *Aktiebolagets grundproblem* utvärderat tillämpningen av en riktad emission. I övrigt är det begränsat med liknande analyser i doktrinen.

I brist på lagstiftning på det aktiemarknadsrättsliga området är uttalanden från AMN ledande och ofta normgivande varför analysen av vad som ska anses vara god sed på aktiemarknaden också är en viktig del av utredningen. AMN har vid ett flertal gånger uttalat sig i ämnet om riktade emissioner där dess initiativärende 2002:2 länge ansetts vara ledande på området. På senare tid har dock det tioåriga uttalandets giltighet ifrågasatts och det kan argumenteras för att det numera är marknadspraxis som gäller på området då aktiemarknadens förhållningssätt till de riktade emissionerna förändrats. Vad gäller just analysen av emissionsläget är det logiskt att källorna till detta avsnitt snarare är näringslivsrelaterade handlingar än renodlade juridiska dokument. För att marknadsanalysen ska bli så autentisk som möjligt är därmed emissionsprospekt, årsredovisningar och bolagens pressmeddelanden relevant material för avsnittet. Nedslag i affärspressen är även de nödvändiga för att på sina ställen belysa aspekter kring det nuvarande emissionsläget, detta även om dessa källor i övrigt inte torde bidra med någon större inverkan på det aktuella rättsområdet.

⁷ Se exempelvis Nerep (2003), kap 6, Bergström och Samuelsson (2012), kap 5 och Sandström, kap 10.

1.5 Disposition

Utredningen tar utgångspunkt i tre skilda men samtidigt sammanhängande segment, nämligen gällande bolags- och aktiemarknadsrätt samt det rådande emissionsläget på aktiemarknaden.

Utredningens andra kapitel behandlar gällande bolagsrätt vari emissionernas reglering och tillämpning behandlas samt vilken betydelse bolagsrätten har för bolagens möjligheter att genomföra riktade emissioner.

För börsbolagens vidkommande är det också viktigt att behandla självregleringen som finns på aktiemarknaden. Kapitel tre behandlar därför aktiemarknadsrättens relevanta delar där särskilt AMN och dess samlade bedömning av vad som ska anses vara god sed på aktiemarknaden lyfts fram.

Genom kapitel fyra tar utredningen en mer praktisk vändning då marknadsläget för de riktade emissionerna sätts i fokus. Utredningen förankras med aktiemarknaden då riktade emissioner genomförda av börsbolag utvärderas mot bakgrund av den i min utredning analyserade bolags- och aktiemarknadsrätten. Utvärderingen sker med hjälp av empiriska data.

Som avslutning på utredningen följer kapitel 5 med den avslutande analysen där aktuella problemställningar återigen lyfts fram och utreds. Diskussionen kretsar bland annat kring införandet av tydliga riktlinjer (förslagsvis soft law⁸) och deras eventuella implementering samt betydelse för aktiemarknaden. Analysen präglas av personliga ställningstaganden i ämnet och det skapas bland annat en provokation kring företrädesemissionen i syfte att belysa dess komplikationer

1.6 Terminologi och historik

I sammanhanget är det viktigt att hålla isär begreppen emission och nyemission. Ett bolag kan emittera både aktier, teckningsoptioner och konvertibler men en nyemission syftar endast till situationen då ett bolag ger ut nya aktier. Det förekommer att media använder begreppet nyemission något slentrianmässigt och även felaktigt då emittering av exempelvis konvertibler benämns som en nyemission.⁹ Som utredningen kommer påvisa är de tre ökningsmetoderna väldigt snarlika varför jag vid användandet av begreppet nyemission enbart syftar till emitterandet av nya aktier.

⁸ Se Beyer, s 23 där soft law definieras som ”icke bindande regler som av branschen uppfattas som bindande och som också efterföljs”.

⁹ Se Cisionwire 2011-12-21, stycke 4. Cisionwire är ett offentligt kommunikationsbolag som publicerar olika näringslivsrelaterade dokument över hela världen.

Analysen av den bolagsrättsliga likhetsprincipen utgör en viktig del av utredningen och med tanke på att den i både förarbeten och doktrin benämnts på olika vis (bland annat likhetsgrundsatsen och likabehandlingsprincipen) har jag i syfte att undvika förvirring valt att stringent använda begreppet likhetsprincipen. Jag vill även poängtera att då de analyserade bolagen i både litteratur och media betecknats som antingen aktiemarknadsbolag eller börsbolag, har jag valt att enbart använda termen börsbolag.

Möjligheten att i svensk rätt genomföra riktade emissioner tillkom 1973 genom diverse lagändringar av dåvarande aktiebolagslag. Lagändringarna motiverades bland annat med att dåvarande regelverk tillät att en kontantemission doldes som en apportemission varpå aktieägarnas företrädesrätt förbigicks via en miss i regelverket.¹⁰ Istället för att skärpa lagstiftningen valde regeringen att se till bolagens kapitalanskaffningsbehov och ändrade därför regelsystemet så att även riktade emissioner kunde genomföras. Skyddet för aktieägarna och minoriteten skulle upprätthållas genom att besluten krävde enkel majoritet, det vill säga 50 procent av såväl de avgivna rösterna som de aktier företrädda vid bolagsstämman. Det poängterades dock att beslut om att frångå aktieägarnas företrädesrätt som innebär att någon, på aktieägarnas bekostnad, bereds otillbörlig fördel skulle strida mot generalklausulen i ABL.¹¹

Eftersom tillämpningen av generalklausulen före 1973 var väldigt restriktiv höjdes röster om att det nya regelverket kring riktade emissioner riskerade skada minoritetsägarna då deras möjligheter att nå framgång med en klandertalan ansågs minimala. Lagstiftaren anförde dock att den framtida regleringen också ska medge en betydligt mindre restriktiv tillämpning av generalklausulen varpå aktieägarkollektivet skulle ges större utrymme att klandra eventuella emissioner som genomförs utan företrädesrätt.¹²

De riktade emissionernas inträde i svensk rätt motiverades även av näringslivets krav på ett flexiblare regelverk som skulle öka möjligheterna att locka till sig externt riskkapital. Lagstiftaren konstaterade därför att det är en grundläggande förutsättning att reglerna om aktieägarnas företrädesrätt kan förbigås då krisande bolag behöver få in nytt riskkapital. Det var framförallt de allmänna pensionsfondernas möjligheter att delta i riktade emissioner som lagstiftaren tog fasta på, det ansågs nödvändigt för att fonderna skulle kunna förvaltas på ett tillfredsställande vis.¹³

¹⁰ SOU 1971:15, s 175.

¹¹ SOU 1971:15, s 175.

¹² Prop. 1973:93, s 83 f.

¹³ Prop. 1973:93, s 64 ff.

2 Gällande bolagsrätt

2.1 Allmänt

En korrekt genomförd emission som avviker från huvudregeln om aktieägarnas företrädesrätt sanktioneras genom 13 kap 1 § andra stycket p. 2 c ABL och är därmed inte lagstridig. Vid närmare analys av den bolagsrättsliga regleringen av de riktade emissionerna uppdragas dock ett antal aspekter värda att ifrågasättas och detta speciellt i ljuset av det minoritetsskydd som inkorporerats i ABL, varför det är av intresse att utvärdera vilka faktorer som inverkar på en riktad emissions förenlighet med bolagsrätten. Regleringens historik spelar en förhållandevis viktig roll i förevarande avsnitt då det är något oklart i vilken utsträckning som vissa essentiella förarbetsuttalanden kan ses som gällande idag. Man ska även ha i åtanke att de aktuella bestämmelserna i mångt och mycket överensstämmer med dem som infördes redan 1973. Det är framförallt lagutskottets uttalande 1973:19 avseende samspelet mellan en riktad emission och aktieägarskyddet som står i centrum. Lagutskottet uttrycker dels en restriktiv syn på de riktade emissionerna, dels att emissioner riktade till vissa befintliga aktieägare sällan kan vara förenliga med ABLs aktieägarskyddsbestämmelser. Det restriktiva synsättet har även vid senare tillfällen av lagstiftaren framhållits som välgrundat.¹⁴ Aktualiteten av lagutskottets uttalande kan dock ifrågasättas då börsbolagens marknadsagerande visar på en motsatt utveckling med ett stadigt ökat antal riktade emissioner.¹⁵ Det bör i sammanhanget även påpekas att det efter nämnda uttalande inte publicerats några juridiska dokument som i nämnvärd betydelse förkastar uttalandets relevans på området, med undantaget att Skog i en nyutkommen promemoria anser att uttalandets giltighet av flera skäl ”passerat av tiden”¹⁶. Vilken tyngd Skogs uttalande kommer ha vid den kommande departementsbehandlingen kan dock enbart spekuleras i.

I det följande redovisas gällande bolagsrätt för dels företrädesemissioner och riktade emissioner, dels aktieägarskyddet i form av likhetsprincipen och generalklausulerna. Bestämmelserna kring nyemissioner är i fokus även om eventuella skillnader i regleringarna av de olika emissionstyperna också redovisas.

¹⁴ Prop. 1986/87:76, s 22.

¹⁵ Se <http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/statistik/>.

¹⁶ Ds 2012:37, s 45.

2.2 EU-rätten

EU:s harmoniserade bolagsrätt styrs av kommissionens andra bolagsdirektiv.¹⁷ Kapitaldirektivet, som det också kallas, är ett minimidirektiv och bara ett av flera bolagsdirektiv som syftar till harmonisera unionens bolagsrätt. Det framgår av art 29.1 dir 77/91/EEG att huvudregeln vad gäller kontantemissioner är att de ska tecknas med företrädesrätt för befintliga aktieägare. Företrädesrätten får som huvudregel inte begränsas i vare sig bolagsordning eller stiftelseurkund, men kan dock enligt art 29.4 och art 40 samma direktiv förbigås genom ett stämmobeslut fattat med kvalificerad majoritet. Avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt måste enligt samma bestämmelser också motiveras genom en skriftlig redogörelse där skälen till avvikelserna samt grunderna för teckningskursen anges. EU-domstolen har även fastställt att riktade emissioner endast ska ske undantagsvis och att samtliga undantag som görs måste vara föregångna enligt föreskrifterna i art 29.4 dir 77/91/EEG.¹⁸

Det ska även framhållas att det i kapitaldirektivets art 29.6 stadgas att ovan nämnda bestämmelser ska även tillämpas vid emitteringen av värdepapper som kan bytas ut mot aktier eller som är förenade med teckningsrätt till aktier, det vill säga konvertibler samt teckningsoptioner.

Eftersom det andra bolagsdirektivet är ett minimidirektiv finns det möjligheter att i nationell lagstiftning ställa högre krav.¹⁹ Som tidigare redogjorts (se avsnitt 2.1) fanns det i svensk rätt, redan innan kommissionens andra bolagsdirektiv antogs, bestämmelser om beslut av riktade emissioner. Det i svensk rätt enkla majoritetskravet anpassades till EUs krav på kvalificerad majoritet. Detta skedde dock med ett tillägg om att majoritetskravet skulle avse såväl de avgivna rösterna som de aktier företrädda vid bolagsstämman. Tillägget var med tanke på att det andra bolagsdirektivet är ett minimidirektiv inte problematiskt. Direktivet har inkorporerats i svensk rätt genom utspridda lagbestämmelser i ABL där de riktade emissionerna regleras i 13 kap ABL.

¹⁷ Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga.

¹⁸ Mål C-338/06 *kommissionen mot Spanien*, p 25 f.

¹⁹ Se mål C-42/95 *Siemens mot Nold*, p 19 där EU-domstolen stadgar att det är tillåtet att i nationell rätt ställa högre krav än vad som framgår av andra bolagsdirektivet. Domstolen konstaterade dessutom att en nationell bestämmelse genom vilken principen om aktieägarnas företrädesrätt, med en möjlighet att på vissa villkor begränsa denna, utsträcks till att omfatta även kapitalökningar som betalas med apportegendom. Detta medförde att domstolen valde att utöka art 29.1 dir 77/91/EEG tillämpningsområde till att också omfatta apportemissioner.

2.3 Emissioner

2.3.1 Inledande kommentarer

Ett fenomen värt att först nämnas är de tudelade emissionerna. I syfte att åstadkomma en snabb kapitalökning och samtidigt respektera aktieägarnas behov av likabehandling har börsbolagen under det senaste årtiondet utvecklat ett tudelat emissionsförfarande bestående av dels en riktad emission, dels en företrädesemission.²⁰ Förfarandet kan tänkas inverka på bolagsstämmans benägenhet att rösta igenom en riktad emission då aktieägarna vid ett tudelat förfarande till viss del får behålla sin företrädesrätt. Detta torde i sin tur leda till att det kvalificerade majoritetskravet blir mindre problematiskt eftersom emissionen inte är en rent riktad sådan.

Det ska i detta inledningsskede även poängteras att styrelsen enligt 13 kap 31 § ABL får besluta om nyemission under förutsättning av stämmans efterföljande godkännande. Styrelsen kan även enligt 13 kap 35 § ABL genom bolagsordningen bemyndigas att på egen hand besluta om nyemission varpå generalklausulen avseende styrelsens rättshandlingar (8 kap 41 § ABL) också har en central roll. De aktuella bestämmelserna omfattar beslut om alla typer av emissionsförfaranden med premissen att bemyndigandet om beslut av riktade emissioner beslutats med kvalificerad majoritet. Även om ett börsbolag med ett fåtal stora majoritetsägare kan tänkas försöka utnyttja denna möjlighet, då de troligtvis också har majoritet i styrelsen, torde detta ändå vara ett relativt ovanligt fenomen bland börsbolagen då ägandet i de flesta fall är så pass spritt. En engagerad aktieägare torde vilja behålla sin beslutanderätt i ärenden rörande kapitalanskaffning.

2.3.2 Företrädesemissioner

Allmänt

Aktieägarnas företrädesrätt har av både lagstiftare och doktrinen ansetts vara ett utflöde av likhetsprincipen där rätten att delta i emissioner är en rättighet som följer av att varje aktie ska ha lika rätt i bolaget (se 4 kap 1 § ABL).²¹ Skog menar till och med att det strängt taget inte skulle behövas någon särskild bestämmelse om aktieägarnas företrädesrätt att delta i en emission då en sådan rätt sannolikt ändå skulle föreligga.²² Det har dock ansetts pedagogiskt och lagtekniskt fördelaktigt för samtliga berörda parter med en uttrycklig reglering varför en sådan infördes redan genom 1910 års aktiebolagslag.

²⁰ AMN 2002:2, stycke 16.

²¹ Se SOU 1971:15, s 175 och Skog (2004), s 11.

²² Skog (2004), s 11.

En annan aspekt som också bör belysas är att börsbolagens företrädesemissioner ofta är garanterade. Garantiavtalet utgörs av ett löfte om aktieteckning för det fall att den aktuella emissionen inte fulltecknas. Avtalet ingås mellan det emitterande bolaget och garanten alternativt garanterna där emittenten genom garantiavtalet försäkrar sig om att emissionen fulltecknas eller åtminstone till den grad som framgår av garantiavtalet. För många börsbolag är garantiavtalen en ekonomisk nödvändighet för att överhuvudtaget kunna genomföra en emission varför dessa ofta ingås på ett tidigt stadium. Emittenten betalar i samband med garantiavtalets ingående ett arvode till garanten vare sig denne i ett senare skede måste infria sitt löfte eller inte.²³

Regelverket och teckningsprocessen

Det framgår av 13 kap 1 § ABL att befintliga aktieägare vid en kontant nyemission har företräde att teckna nyutgivna aktier.²⁴ Det ska poängteras att det handlar om en rättighet och inte en skyldighet att teckna sig för de nya aktierna, vilket i sin tur medför att om befintliga aktieägare inte tecknar några nya aktier ges vanligtvis utomstående investerare chansen att i ett senare skede delta i nyemissionen. Aktieägarnas företrädesrätt att teckna aktier sker i förhållande till det antal aktier de redan äger (jämför med 4 kap 1 § ABL), vilket i sin tur medför att huvudregeln om företrädesrätt inte kan användas för att ändra maktbalansen aktieägarna emellan. För det fall en aktieägare väljer att vara passiv vid en företrädesemission har denne åtminstone haft chansen att påverka sin position i bolaget och torde således inte ha invändningar mot eventuella utspädningseffekter eller andelsförluster. Vad gäller riktade emissioner är det jämförelsevis just befintliga aktieägares utspädning och andelsförluster som är kontroversiella och skapar debatt.

4 kap 3 § ABL, som också behandlar företrädesrätten, bör i sammanhanget ses i ljuset av 13 kap 1 § ABL och främst denna bestämmelses andra stycke p. 2 a. Företrädesrätten kan nämligen genom 4 kap 3 § ABL regleras på annat sätt i bolagsordningen då börsbolagen däri kan införa föreskrifter om olika företrädesrätt. Detta sker genom användning av olika aktieslag där dessa skiljer sig åt i fråga om rösträtt vilket i sin tur kan resultera i olika företrädesrätt bland aktieägarna. I 4 kap 3 § ABL andra stycket anges två alternativ till hur en föreskrift om företrädesrätten ska utformas i bolagsordningen. Det första alternativet innebär att samtliga aktieägare ska ha lika företrädesrätt, det vill säga att de har företrädesrätt i förhållande till sin andel av ett visst aktieslag i

²³ Äqvist, s 598 f.

²⁴ Det ska påpekas att bestämmelsen aktualiseras även vid kvittningsemmissioner (istället för traditionell betalning kvittar tecknaren i samband med en kvittningsemmission bort befintliga fordringar som denne har gentemot det emitterande bolaget). Det finns vid bestämmelsens tillämpning dock inga skäl att göra skillnad på en kontant- respektive kvittningsemmission. Aktier som bolaget självt eller dess dotterbolag innehar ger inte någon företrädesrätt enligt bestämmelsens tredje stycke.

aktiekapitalet. Det andra alternativet föreskriver däremot om olika företrädesrätt varpå regleringen i bolagsordningen måste innehålla föreskrifter om primär respektive subsidiär företrädesrätt. Eftersom 4 kap 3 § ABL är ett uttryckligt undantag från likhetsprincipen i 4 kap 1 § ABL ska eventuella särregleringar i bolagsordningen respekteras. Det ska dock påpekas att detta inte begränsar eventuella prövningar enligt generalklausulerna.²⁵ Nerep hävdar att skilda aktieslag är fördelaktiga vid nytgivna aktiers prissättning då en korrekt prissättning av en aktie av ett visst aktieslag förutsätter att det på förhand kan avgöras vilken företrädesrätt som aktien kommer medföra i emissionen.²⁶

I 13 kap 2 § andra stycket p. 2 b ABL stadgas ytterligare ett undantag från den traditionella företrädesrätten då det vid ett bolags tidigare emission av teckningsoptioner eller konvertibler kan ha meddelats villkor om företrädesrätt vid en framtida nyemission. Detta leder i sin tur till att den traditionella företrädesrätten som den kommer till uttryck i 13 kap 1 § första stycket ABL får stå tillbaka i förhållande till villkoren i det tidigare emissionsbeslutet. Vad gäller det sista undantaget i 13 kap 2 § andra stycket p. 2 c ABL om särskilda bestämmelser i emissionsbeslutet (riktad emission) behandlas detta undantag nedan.

Emissionsprospekten för företrädesemissionerna är ofta uppbyggda så att registrerade aktieägare erhåller ett visst antal teckningsrätter för varje, vid ett specifikt avstämningsdatum, innehavd befintlig aktie. Sedan ges aktieägarna tillfälle att under en viss teckningsperiod handla med teckningsrätterna varefter de förfaller utan kompensation och blir värdelösa. Det emitterande bolaget kommer sedan några veckor senare offentliggöra utfallet för företrädesemissionen och för det fall den inte blir fulltecknad ges troligtvis utomstående investerare chansen att delta varpå den förhoppningsvis blir fulltecknad.²⁷ Det ska tilläggas att då aktieägarna får tillgång till sina teckningsrätter har de också som huvudregel rätt att överlåta över sina teckningsrätter vilket betyder att de fritt får överlåta sina teckningsrätter till andra intressenter. Vad som dock bör poängteras är att huvudregeln om fri förvaltningsrätt ofta begränsas genom prospektet då teckningsrätterna förenas med restriktioner vad avser deras överlåtelse och försäljning till andra jurisdiktioner än den svenska aktiemarknaden. I en av Swedbanks senaste företrädesemissioner fick teckningsrätterna i exempelvis USA enbart erbjudas eller säljas till personer som

²⁵ Den primära företrädesrätten bestäms i förhållande till aktieägarnas andel i det relevanta aktieslaget, det vill säga att en emission av A-aktier ger A-aktieägare företrädesrätt. Den subsidiära företrädesrätten tillämpas i enlighet med den allmänna principen om aktieägarnas företrädesrätt men träder endast in för det fall den primära företrädesrätten inte utnyttjas fullt ut, se Nerep och Samuelsson (2012), kommentar till 4 kap 3 § ABL avsnitt ”3.2 Företrädesrättens utformning i bolagsordningen” stycke 1 ff.

²⁶ Nerep och Samuelsson (2012), kommentar till 4 kap 3 § ABL avsnitt ”3.1 Allmänt” stycke 1.

²⁷ Swedbank (prospekt), s 3.

bedömdes vara ”Qualified Institutional Buyers”²⁸. Anledningarna till att handeln med potentiella investerare från vissa jurisdiktioner måste begränsas är väldigt diversifierade då det exempelvis kan vara olagligt med företrädesemissioner i vissa jurisdiktioner eller att det emitterande bolaget vill försäkra sig om att emissionen enbart tecknas av enligt bolagen definierade pålitliga investerare.

Prissättning

Teckningskursen får som huvudregel enligt 13 kap 4 § tredje stycket ABL inte sättas till underkurs, det vill säga kursen får inte underskrida de tidigare aktiernas kvotvärde (aktiekapitalet dividerat med antalet aktier). För börsbolag gäller dock enligt samma bestämmelse att emittering till underkurs får ske under förutsättning att aktiekapitalet tillförs kapital som motsvarar skillnaden mellan teckningskursen och aktiernas sammanlagda kvotvärde. Ett andra alternativ är att bolaget skriver upp värdet på befintliga anläggningstillgångar motsvarande nämnda kapitalskillnad.²⁹ Omfattande emissionsrabatter till följd av nämnda bestämmelse kan dock medföra bolagsrättsliga komplikationer, speciellt i samband med en riktad emission. Eftersom huvudsyftet med en emission är att få in tillräckligt med riskkapital så fort som möjligt är det vanligt att företrädesemissionerna tecknas till en relativt förmånlig teckningskurs, detta i syfte att säkra emissionens fulltecknande.³⁰ Den fördelaktiga teckningskursen torde inte vara lika kontroversiell vid en sedvanlig företrädesemission då villkoren tillgodoser samtliga aktieägare.

Övrigt

Som tidigare nämnts garanteras företrädesemissionerna numera i stor utsträckning av både befintliga aktieägare och utomstående investerare som enbart kliver in för det fall emissionen inte fulltecknas.³¹ Det har dock blivit vanligare med företrädesemissioner där vissa aktieägare ges möjlighet att teckna fler aktier i förhållande till sin andel i bolaget, det vill säga dessa aktieägare ges möjlighet att utöver sin primära företrädesrätt teckna fler aktier (detta kan exempelvis ske genom den subsidiära företrädesrätten).³² Detta torde i sin tur leda till att emissionsgaranterna i mindre utsträckning får ta del av emissionen (förutsatt att garanten är en utomstående investerare) varpå exempelvis garantiprovisionerna kan komma att höjas, det vill säga provisionen som det emitterande bolaget utger till garanten oavsett om denne behöver delta vid emissionen. Detta kan på sikt vara hämmande för företrädesemissionens fortsatta användande.

²⁸ Swedbank (prospekt), s 155.

²⁹ Enligt 13 kap 5 § första stycket p. 8 samt femte stycket ABL kan även styrelsen bemyndigas att bestämma teckningskursen då detta kan ske betydligt närmare själva emissionen och på så vis matcha de aktuella förutsättningarna på den ständigt föränderliga kapitalmarknaden.

³⁰ Skog (2004), s 15.

³¹ Se DI 2012-11-07, stycke 1.

³² Edhall, s 37.

Skog har dock anfört att aktier som potentiellt sett omfattas av den subsidiära företrädesrätten också borde kunna tecknas av utomstående investerare förutsatt att ett kvalificerat majoritetsbeslut tagits av bolagsstämman.³³ Skog menar att eftersom den subsidiära företrädesrätten inte är densamma som den primära företrädesrätten utan kan liknas mer vid en riktad emission ska samma beslutsregler gälla för den subsidiära företrädesrätten som för riktade emissioner. Skog framhåller att då det är fritt fram för aktieägarna att teckna sig för fler aktier borde även utomstående investerare få ta del av de aktier som omfattas av den subsidiära företrädesrätten.³⁴ Mot bakgrund av det i ABL sanktionerade och alltmer frekventa användandet av riktade emissioner kan Skogs synsätt utifrån ett konsekvenstänkande ses som följdriktigt.³⁵ Det bör emellertid framhållas att det vore att föredra om bolagen genom exempelvis bolagsordningen reglerar i specifikt vilka situationer som avvikelser kan ske från aktieägarnas subsidiära företrädesrätt. Detta för att undgå eventuella oklarheter i ämnet och potentiella dispyter mellan bolagsledning och aktieägare om slentrianmässiga avvikelser från den subsidiära företrädesrätten. Även om spørsmålet i praktiken sällan torde ställa till några större problem (detta eftersom den subsidiära företrädesrätten ofta bara träffar några få procent av de nytvagna aktierna) har det i doktrinen ändå framhållits att bolagen bör inta ett försiktigt förhållningssätt till frågan då det innan rättsläget klarlagts inte kan uteslutas att stämmobesluten kan komma att klandras.³⁶ Ärendet är också känsligt då utomstående emissionsgaranter riskerar att bli åsidosatta då deras utrymme att delta vid emissioner minskar för det fall den subsidiära företrädesrätten inte kan frångås. Denna utveckling torde i nästa led vara negativt för bolagens utsikter att säkerställa nytt riskkapital genom garanterade företrädesemissioner.

2.3.3 Riktade emissioner

Allmänt

Den kända Leo-affären exemplifierar hur en riktad emission går till. Läkemedelsbolaget Leo genomförde en nyemission där aktierna tilldelades utvalda investerare samt ledningen för Leo. Aktieposterna som tecknades avsåg extremt höga belopp dessutom. Kort efter nyemissionen steg marknadspriset på Leo-aktierna till mer än det dubbla då bolaget introducerade en ny produkt.³⁷ Följderna av Leo-affären berörde inte bara ärendet om riktade nyemissioner men den illustrerar likväl konfliktsituationen om övriga aktieägares utspädning och maktförluster som kan uppstå då enbart en utvald skara får teckna de nya aktierna.

³³ Se Edhall, s 36 och Skog (1996), s 19 f.

³⁴ Se Edhall, s 36 och Skog (1996), s 19 f.

³⁵ Se Bergström och Samuelsson (2012), s 275.

³⁶ Edhall, s 39.

³⁷ Munck (2011), s 10.

Kapitaldirektivet (77/91/EEG) syftar till att harmonisera medlemsstaternas bolagsrätt vilket bidragit till en utåt sett enhetlig reglering inom EU. Detta tycks dock inte spegla näringslivsklimatet då riktade emissioner tycks vara betydligt vanligare i flera av de ledande EU-länderna (framförallt Storbritannien, Tyskland och Frankrike).³⁸ Även i USA är riktade emissioner sedan länge ett väl använt instrument för kapitalanskaffning där förfarandet är snabbt, effektivt och sker med premisen att då bolagen gynnas så gynnas också aktieägarna. Att emittera aktier ses i USA som ett förtroendeuppdrag och idealet är att gynna befintliga aktieägare då alla emissioner och de kurser som sätts måste genomföras på affärsmässiga grunder.³⁹

Regelverket

De riktade emissionerna regleras via 13 kap 1 § andra stycket p. 2 c ABL där det stadgas att huvudregeln om aktieägarnas företrädesrätt kan frångås genom bestämmelser i emissionsbeslutet. Ett beslut om att rikta en emission måste även enligt 13 kap 2 § ABL ha biträts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädade vid stämman, det vill säga beslutet kräver kvalificerad majoritet. Det måste också enligt 13 kap 4 § första stycket p. 6 ABL genom emissionshandlingen klargöras vilken fördelningsgrund som ska tillämpas för aktierna vid den riktade emissionen.

Skälen till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt samt grunderna till teckningskursen måste enligt 13 kap 4 § fjärde stycket ABL anges i emissionsförslaget (se även art 29.4 dir 77/91/EEG). Bortsett från kravet på att emissionen måste vara motiverad av objektiva skäl vid emissioner riktade till befintliga aktieägare har det inte specificerats vad dessa skäl måste innehålla för att emissionen ska vara förenlig med bolagsrätten.⁴⁰ I övrigt överensstämmer regleringen av de riktade emissionerna med den av företrädesemissionerna.

Prissättning och doktrin

Skälen till varför en riktad emission genomförs kan utifrån bolagets intressen vara flera. Den viktigaste faktorn torde ändå vara säkerhetsaspekten av att snabbt kunna säkra nytt riskkapital, bolagsledningen kan kalla till extra bolagsstämma och få emissionen genomröstad för att sedan på ett relativt enkelt och kostnadsfritt sätt erbjuda de utomstående investerarna möjlighet att teckna aktier i bolaget. Vid en riktad emission försvinner dels osäkerheten kring huruvida emissionen kommer bli fulltecknad, dels behöver inga prospekt förberedas då det generellt är enbart en liten skara som deltar vid riktade emissioner. På så vis

³⁸ Se Affärsvärlden 2010-01-19, stycke 3.

³⁹ Ds 2012:37, s 38 f.

⁴⁰ Se SOU 1975:15, s 175.

minimeras kostnaden samt tiden för emissionsförfarandet.⁴¹ Ett annat skäl som kan tänkas vara av starkt intresse för det emitterande bolaget är att man genom riktade emissioner ges möjlighet att knyta till sig kapitalstarka, såväl inhemska som utländska, utomstående investerare.

Johansson hävdar att en riktad emission som inte sker i det emitterande bolagets intresse alltid borde strida mot aktieägarskyddet (främst generalklausulen) och således vara oförenlig med bolagsrätten. Om ett av emissionens syften är att gynna utomstående eller vissa aktieägare på bolagets eller befintliga aktieägares bekostnad torde ett sådant förfarande enligt Johansson strida mot bolagsrätten och därmed kunna klandras för att sedermera undanröjas.⁴² Faktum är dock att en riktad emission som sker i bolagets intresse ändå kan vara till nackdel för en befintlig aktieägare. Skog framhåller därför att om en riktad emission sker till en låg teckningskurs som sänker värdet på befintliga aktier, det vill säga befintliga aktiers värde späds ut, torde beslutet kunna angripas med stöd av generalklausulen.⁴³ Därmed kan det argumenteras för att om bolagsledningen vill försäkra sig om att teckningskursen inte strider mot gällande bolagsrätt måste den i princip (beroende på vad aktieägarna accepterar) överensstamma med övriga aktiers värde före emissionen. Bergström och Samuelsson vidhåller dock att bolagsledningen har flertalet möjligheter att argumentera mot en klandertalan om för låg teckningskurs (se 7 kap 50 § ABL), där en hänvisning till att bolaget befinner sig i en finansiell kris och att den riktade emissionen är essentiell för bolagets fortsatta överlevnad bara är ett av flera argument.⁴⁴

Huruvida aktieägares maktförluster till följd av en riktad emission är något som strider mot bolagsrättens aktieägarskyddsregler (likhetsprincipen och generalklausulen) är något mer oklart, men det är i doktrinen entydigt att det torde krävas påtagliga maktförskjutningar för att emissionen ska anses strida mot bolagsrättens skyddsregler.⁴⁵

En särskild fråga som aktualiseras vid riktade emissioner är i vilken utsträckning emissionen kan omfatta den som redan är aktieägare. Lagstiftaren har vid ett flertal tillfällen uttalat att det torde vara synnerligen ovanligt att godtagbara skäl kan åberopas för att endast vissa aktieägare ska ha företrädesrätt att teckna aktier i en kontantemission.⁴⁶ AMN har också framhållit att en emission som bara riktas till vissa aktieägare riskerar att alltid stå i strid med den bolagsrättsliga

⁴¹ Se Swedbank (prospekt).

⁴² Johansson, s 98.

⁴³ Skog (2011), s 59.

⁴⁴ Bergström och Samuelsson (2012), s 262.

⁴⁵ Skog (2011), s 59 och Johansson, s 98 f.

⁴⁶ LU 1973:19, s 45, prop. 1986/87:76, s 22 och SOU 1971:15, s 175.

likhetsprincipen. Detta kompliceras dock av att undantag kan göras från nämnda princip.⁴⁷

Bergström och Samuelsson framhåller dock att det råder en bred enighet om att en emission som enbart riktas till vissa aktieägare är tillåten enligt bolagsrätten för det fall det aktuella bolaget befinner sig i en finansiell kris och en sådan emission kan leda bolaget ur krisen.⁴⁸ Att ett bolag med självklarhet får rikta en sådan emission med hänvisning till ett sådant argument kan dock ifrågasättas då exempelvis Nerep menar att också övriga aktieägare indirekt måste ha fördel av en sådan emission för att den ska anses förenlig med gällande bolagsrätt.⁴⁹ Huruvida aktieägarna har fördel vid en emission som enbart riktas till vissa befintliga aktieägare är således en bedömningsfråga där bolagets intresse måste vägas mot övriga aktieägares, Nerep och Samuelsson menar dock att ärendet ändå inte ger upphov till komplikationer då bolagets intresse är liktydigt med aktieägarkollektivets.⁵⁰ Nereps argument kan dock ifrågasättas då det kan vara nödvändigt att också se till enskilda aktieägares intresse i förevarande situation då en enskild majoritetsägare riskerar att kraftigt missgynnas till följd av en riktad emission där denne exkluderas. Följaktligen kan det med tanke på lagstiftarens och AMN:s åtminstone tidigare restriktiva ståndpunkter i ärendet hävdas att det fortfarande råder en del oklarheter om huruvida en emission riktad till enbart vissa aktieägare kan motiveras av att bolaget befinner sig i en finansiell kris.⁵¹ Ärendet kan kompliceras än mer för det fall en finansiell kris måste definieras; räcker det med att bolaget riskerar att gå i konkurs eller måste emissionen vara helt nödvändig för bolagets fortsatta överlevnad? Även detta torde bli en bedömningsfråga för rättstillämpningen att avgöra för det fall ärendet ställs på sin spets.

Övrigt

Bergström och Samuelsson framhåller även att valet av en riktad emission påverkas av vissa informationsaspekter i samband med börsbolagens kapitalanskaffning. Om det vid en riktad emission föreligger asymmetrisk information mellan det emitterande bolaget och aktietecknaren eller om bolagets framtid är osäker så är också en större emissionsrabatt motiverad.⁵² Bergström och Samuelsson menar att emissionsrabatten är ett naturligt inslag i den prissättning av risk som sker på en effektiv aktiemarknad och ju större informationsasymmetrierna är desto större rabatt kräver den som tillskjuter kapital, detta eftersom placeraren tar en högre risk vid stora informations-

⁴⁷ AMN 2002:2, stycke 11.

⁴⁸ Bergström och Samuelsson (2012), s 266.

⁴⁹ Nerep (2003), s 303.

⁵⁰ Nerep och Samuelsson (2012), kommentar till 7 kap 47 § ABL avsnitt ”47.2 Beslutsvarianter” stycke 1.

⁵¹ Se LU 1973:19, s 45, prop. 1986/87:76, s 22 och AMN 2002:2, stycke 11.

⁵² Bergström och Samuelsson (2006), s 73.

asymmetrier.⁵³ Därför menar Bergström och Samuelsson också att sannolikheten att innovationsbolag samt börsbolag med finansiella problem genomför riktade emissioner är betydligt större jämfört med bolag som har en pålitlig ägarskara respektive ekonomi, detta då bolagens utsikter att på annat sätt få in nödvändigt kapital är små.⁵⁴ Vid en riktad emission vet bolaget om att placeraren är intresserad då denne haft incitament att utvärdera företagens verksamhet och har trots riskerna visat intresse att investera, detta jämfört med en företrädesemission där investeringsintresset är svårt att utläsa på förhand.

Utifrån Bergströms och Samuelssons teori kan det därmed utläsas att större emissionsrabatter är enligt dem motiverade då ett företag exempelvis befinner sig i en finansiellt prekär situation, detta för att informationsasymmetrierna är större. AMN har dock framhållit att för stora emissionsrabatter riskerar att strida mot gällande bolagsrätt (varom mera nedan) varpå Bergström och Samuelsson framhåller att en sådan restriktion är begränsande för prissättningsfunktionen vid riktade emissioner på en effektiv kapitalmarknad. De hävdar vidare att då marknadsreaktionen för det emitterande bolagets aktiekurs är positiv vid en riktad emission gynnas också minoritetsägare varpå gränserna för en riktad emissions prissättning måste sänkas.⁵⁵

Det bör i sammanhanget dock påpekas att Bergströms och Samuelssons teori om att marknadsreaktionen ofta är positiv vid riktade emissioner baseras på studier från 1980-talet varpå det kan argumenteras att studien passerats av tiden då åtminstone den svenska aktiemarknaden i dessa frekventa emissionstider istället ofta reagerar negativt till följd av en emission, det vill säga aktiekursen för det emitterande bolaget sjunker.⁵⁶ Den negativa reaktionen sker i regel vare sig emissionen är riktad eller inte. Lägg därtill att de kraftigaste marknadsreaktionerna, såsom aktiemarknaden har utvecklats de senaste åren, snarare har grund i makroeffekter såsom skuldskrisen i Europa än åtgärder hänförliga till bolagen.⁵⁷ Positiva verksamhetsrapporter kan givetvis temporärt föra upp ett bolags aktiekurs men då emissionsbeslut i allmänhet mottas som negativa på marknaden kan Bergströms och Samuelssons teori ifrågasättas.

⁵³ Bergström och Samuelsson (2006), s 73.

⁵⁴ Bergström och Samuelsson (2006), s 72 f.

⁵⁵ Bergström och Samuelsson (2006), s 73 f.

⁵⁶ Se DI 2012-12-06 och DI 2012-11-20.

⁵⁷ Se DI 2013-02-04 och DI 2012-11-06.

Ny reglering på gång?

Regeringskansliet uppdrog 2010 åt sakkunnig (Skog) att överväga om regelverket kring ökning av aktiekapital i börsbolag bör förändras i syfte att underlätta kapitalanskaffningen för sådana bolag.⁵⁸ Även om flertalet aktörer från det svenska näringslivet ofta klagat på att de svenska reglerna kring riktade emissioner är alltför restriktiva jämfört med andra länder, är detta enligt promemorian en felaktig uppfattning och några större lagändringar är därför inte nödvändiga.⁵⁹ Vad som dock bör påpekas är att det i promemorian föreslås att genom ABL förtydliga att det är tillåtet med emissioner som riktas till vissa befintliga aktieägare.⁶⁰ Utredaren avfärdar också lagutskottets tidigare uttalande (1973:19) med motiveringen att många emissionssituationer numera är ”väsentligt mer komplexa än vad lagutskottet vid tiden för sitt uttalande sannolikt kunde föreställa sig”⁶¹. Detta torde ändå inte innebära ett definitivt avslut på diskussionen kring uttalandets giltighet på området då den aktuella regleringens omfattande departementsbehandling rent hierarkiskt väger tyngre än den förberedande promemoria som nu publicerats.

I promemorian föreslås även att Kollegiet för svensk bolagsstyrning ska ges i uppdrag att utforma en rekommendation om emissioner som avviker från aktieägarnas företrädesrätt och det framhålls samtidigt att en sådan rekommendation också skulle kunna verka som utgångspunkt för vad som ska anses vara god sed på aktiemarknaden vid bland annat riktade emissioner (varom mera nedan i avsnitt 3).⁶² Förslaget om en rekommendation är ur pedagogisk synpunkt välkommen och kan potentiellt synkronisera de diskrepanser och motsättningar som finns mellan det aktuella marknadsläget och de gällande regelverken (bolags- och aktiemarknadsrätt). Problemet med en eventuell rekommendation såsom den genom promemorian föreslås utformas är att den inte är bindande för börsbolagen varför den riskerar att ifrågasättas av näringslivets aktörer så fort den verkar till kraftig nackdel för någon av aktörerna. Därmed torde det vara fördelaktigt att en sådan rekommendation istället förankras genom exempelvis en lagändring i ABL.

Utredarens ambition är att förslagen ska minska den osäkerhet om innebörden av gällande rätt som ovan diskuterats och förbättra förutsättningarna för en effektivare riskkapitalförsörjning i svenskt näringsliv.⁶³ Promemorians remissvar kommer redovisas först under 2013 varför närmare analys av dess utgång inte kan göras i nuläget.

⁵⁸ Ds 2012:37, s 19.

⁵⁹ Ds 2012:37, s 42.

⁶⁰ Ds 2012:37, s 44 f.

⁶¹ Ds 2012:37, s 46.

⁶² Ds 2012:37, 46 ff.

⁶³ Ds 2012:37, s 5.

2.4 Aktieägarskydd

2.4.1 Inledande kommentarer

Samtidigt som det är angeläget att uppmuntra utomstående aktörer att investera i svenska börsbolag har det under lång tid utvecklats ett väletablerat aktieägarskydd i svensk bolagsrätt. Det är dock viktigt att regelverket är balanserat där bolagsorganen ges så pass stor handlingsfrihet att de har en reell chans att ge avkastning till ägarna samtidigt som aktieägarna skyddas mot potentiella orättvisor. Aktieägarskyddet i samband med riktade emissioner är centrerat kring dels likhetsprincipen och generalklausulerna, dels kravet på kvalificerad majoritet för beslut som avviker från aktieägarnas företrädesrätt. Vad gäller majoritetskravet som ett skydd för aktieägarna kan detta dock argumenteras vara alltför ineffektivt då minoriteten kan förbigås av en tillräckligt stor majoritet varpå likhetsprincipens respektive generalklausulernas relevans för det nämnda skyddet ökar.⁶⁴ Det ska också påpekas att det finns ett starkt samband mellan likhetsprincipen och generalklausulerna då generalklausulerna anses ge uttryck för just likhetsprincipen, därför analyseras också deras samspel i avsnitt 2.4.4.⁶⁵

2.4.2 Likhetsprincipen

Allmänt

Att bolagsrättens likhetsprincip ensam kommer till uttryck genom 4 kap 1 § ABL är ett felaktigt påstående. Även om bestämmelsen i mångt och mycket belyser likhetsprincipens essens återfinns dock principen i bolagsrättens kölvatten som en allmän associationsrättslig grundsats om att aktieägarna ska behandlas lika.⁶⁶ Likhetsprincipen syftar i första hand till att aktierna i ett bolag likställs där likabehandlingen avser de rättigheter och skyldigheter som hänför sig till aktierna, varför bolagets övriga åtaganden i form av inköp, anställningar och liknande exkluderas från likhetsprincipens tillämpningsområde.⁶⁷ Eftersom en riktad emission har grund i ett stämmobeslut faller ärendet under likhetsprincipens räckvidd.

⁶⁴ Se prop. 1973:93, s 83.

⁶⁵ Se Sandström, s 202.

⁶⁶ Se Johansson, s 157 f där denne poängterar att då man genom bolagsordningen enligt 4 kap 2 § ABL kan föreskriva om olika aktieslag skapas också en möjlighet för bolagen att göra avsteg från likhetsprincipen. Dessa avsteg ska dock enligt Johansson respekteras. En yttersta gräns för möjligheten att i bolagsordningen föreskriva om aktiers olika rätt följer enligt Johansson av att ingen aktie helt kan berövas rätten att rösta på stämman, klandra stämmobeslut eller utöva föreskrivna minoritetsrättigheter.

⁶⁷ Nerep (2003), 290.

Doktrin

Sandström och Nerep menar att likhetsprincipen och dess förbud mot särbehandling har en central funktion i bolagsrätten varför den också ska ges en strikt tillämpning och ska exempelvis inte kunna frångås med hänsyn till företagsekonomiska skäl. Sandström menar dessutom att likhetsprincipen som den kommer till uttryck i 4 kap 1 § ABL sätts ur spel då bolagsorganen vidtar en åtgärd som formellt likabehandlar aktierna men reellt särbehandlar ägarna.⁶⁸ Likhetsprincipen tar inte hänsyn till sådana situationer utan dessa anser Sandström falla inom otillbörlighetsbedömningen vid tillämpning av generalklausulerna. Ett skolexempel på ett förfarande där aktieägarna formellt likabehandlas men reellt särbehandlas är då bolagsstämman med kvalificerad majoritet röstar igenom en riktad emission till förmån för en utomstående investerare på villkor som minoriteten motsätter sig som alltför gynnsamma.⁶⁹ Även om likhetsprincipen enligt Sandström må vara utspelad vid ett sådant förfarande träder aktieägarskyddet in via generalklausulen istället varpå minoriteten också kan göra sin röst hörd.

Högsta domstolen har stadgat att aktieägare kan behandlas olika om det är motiverat av sakliga skäl.⁷⁰ Avgörandet ifråga kretsar kring en medlem i en ekonomisk förening men har i doktrinen tolkats som applicerbart på hela associationsrätten varpå avgörandet även kan tillämpas på exempelvis en aktieägars ställning i ett börsbolag. Nerep framhåller dock att avgörandet inte konstituerar ett generellt undantag från likhetsprincipen utan är snarare en tillämpning av den då olika förhållanden ska rendera i olika behandling och likabehandling när förhållandena är lika.⁷¹ För att återkoppla till förfarandet vid en riktad emission kan det argumenteras för att så länge aktierna behandlats lika vid emissionsbeslutet finns det inte heller rum att tillämpa likhetsprincipen då den som huvudregel enligt doktrinen ska tillämpas så strikt som möjligt. Om det däremot vid emissionens genomförande förekommit omständigheter eller därvid förenade villkor som kan anses vara otillbörliga, torde dessa tjäna som underlag för en eventuell bedömning enligt generalklausulerna.

⁶⁸ Sandström, s 202.

⁶⁹ Se Sandström, s 202 och Nerep (2003), s 290.

⁷⁰ NJA 1977 s 393, avsnitt ”Domskal” stycke 5.

⁷¹ Nerep (2003), s 292. Märk dock att Nereps ståndpunkt tillbakavisats i doktrinen då Johansson framhåller att NJA 1977 s 393 faktiskt medger att undantag kan göras från likhetsprincipen. Denne hävdar att likhetsprincipen inte kan gälla utan undantag och föreslår med anledning av det aktuella rättsfallet att avsteg från likhetsprincipen kan göras då majoritetens intresse för ett avsteg är avsevärt mycket större än minoritetens intresse av att principen upprätthålls – vilket enligt Johansson är i linje med Högsta domstolens avgörande om att avsteg kan göras då det är motiverat av sakliga skäl, se Johansson, s 158. Det bör dock poängteras att även om Johansson, bortsett från fall som gäller det ekonomiska utfallet av aktieägandet (exempelvis vinstutdelning), framhåller att generella avsteg från likhetsprincipen ska kunna göras ger denne en alltför generell och oprecis vägledning om vilka grunder som gäller för när sådana avsteg ska kunna ske. Även Åhman hävdar mot bakgrund av nämnda rättsfall att undantag från likhetsprincipen måste kunna göras för att undvika en allvarlig kris i bolaget, se Åhman, s 798.

2.4.3 Generalklausulerna

Allmänt

Det återfinns två generalklausuler i ABL. Dels i 8 kap 41 § första stycket ABL som gäller för styrelsen och annan företrädare för bolaget, dels i 7 kap 47 § ABL beträffande bolagsstämman. Även om det i första rummet är bolagsstämman som röstar igenom en riktad emission är det viktigt att belysa båda generalklausulerna då beslutsrätten som tidigare nämnts kan delegeras till styrelsen (se 13 kap 35 § ABL). Bestämmelserna är i stort sett likalydande där styrelsen i den förstnämnda bestämmelsen inte får företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. På motsvarande sätt får inte bolagsstämman fatta beslut med de nämnda effekterna. Bestämmelserna är heltäckande på så vis att de omfattar de två organens fulla kompetensområde vad gäller behörighet och befogenhet.⁷²

Generalklausulerna anses enligt doktrinen omfatta tre typer av beslut som är ägnade att skapa otillbörlig fördel åt

1. en utomstående aktör, till nackdel för bolaget,
2. en aktieägare, till nackdel för bolaget, eller
3. en aktieägare, till nackdel för annan aktieägare.⁷³

Nerep betonar att en handling som missgynnar bolaget per definition innebär ett missgynnande av aktieägarkollektivet eftersom bolagets intresse är liktydigt med aktieägarnas gemensamma intresse varpå en fjärde beslutstyp inte anses behövlig.⁷⁴ Det faktum att generalklausulsbestämmelserna enbart fångar upp tre typer av beslut kan vålla problem i samband med riktade emissioner, detta då det kan tänkas uppstå scenarion där en utomstående aktör bereds otillbörlig fördel samtidigt som beslutet dels är till fördel för det emitterande bolaget, dels är till nackdel för enskilda aktieägare. Ett sådant beslut motsvarar enligt Nereps teori inte något av de tre beslutstyperna och omfattas därmed inte heller av generalklausulernas tillämpningsområde. Om det uppdragna scenariot skulle inträffa får det ändå anses troligt att Nereps nämnda tolkning får stå till sidan då beslutstypen omfattas av lagtextens ordalydelse ("otillbörlig fördel åt [...] någon annan till nackdel för [...] någon annan aktieägare").

⁷² Nerep och Samuelsson (2012), kommentar till 7 kap 47 § ABL avsnitt "47.1 Allmänt" stycke 1.

⁷³ Nerep och Samuelsson (2012), kommentar till 7 kap 47 § ABL avsnitt "47.2 Beslutsvarianter" stycke 2.

⁷⁴ Nerep och Samuelsson (2012), kommentar till 7 kap 47 § ABL avsnitt "47.2 Beslutsvarianter" stycke 2.

Förarbeten och doktrin

Generalklausulerna är så pass allmänt skrivna att deras tillämpning riskerar att vålla tolkningsproblem, speciellt vad gäller förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulen.⁷⁵ I samband med att möjligheten att genomföra riktade emissioner infördes var det tänkt att generalklausulen skulle innehålla ett uppenbarhetsrekvisit där enbart beslut som uppenbarligen varit ägnat att bereda aktieägare eller tredje man otillbörlig fördel skulle omfattas.⁷⁶ Lagstiftaren bedömde dock att bestämmelsernas tillämpning skulle bli alltför restriktiv (bland annat vid ärenden om riktade emissioner) varpå ett ensamt otillbörlighetsrekvisit ansågs tillräckligt för att säkerställa att en lämplig avvägning skulle kunna ske mellan de motstående intressena. Samtidigt som rekvisitskiftet var ägnat att vidga bestämmelsens tillämpningsområde betonades det även utifrån rättssäkerhetssynpunkt att det vore olämpligt att ge generalklausulen ett alltför vidsträckt tillämpningsområde, detta eftersom ett av bolagsrättens överhängande syften är att bereda bolagsorganen möjligheter att förutse de rättsliga effekterna av sitt handlande.⁷⁷

I förslaget till en riktad emission ska det som tidigare nämnts anges vilka skäl som motiverar varför en avvikelse måste göras från aktieägarnas företrädesrätt.⁷⁸ Om emissionens genomförande missbrukas på så vis att de bakomliggande skälen till den riktade emissionen bereder otillbörlig fördel åt en utomstående aktör som verkar till nackdel för befintliga aktieägare, torde emissionen kunna angripas med stöd av generalklausulen. Riktade emissioner är typexempel på åtgärder som kan medföra både för- och nackdelar för enskilda aktieägare då aktieägarna torde gynnas av att bolaget får in nytt riskkapital samtidigt som vissa majoritets- och minoritetsägare riskerar att förlora viktigt inflytande i bolaget och därmed missgynnas. Detta är även faktorer som kan tänkas aktualisera generalklausulens tillämpning vid en potentiell klandertalan påkallad av en enskild aktieägare.

Nyckeln till framgång för en klandertalan är bedömningen av generalklausulens otillbörlighetsrekvisit. Sandström hävdar att otillbörlighetsprövningen torde ske genom en intresseavvägning där företagsekonomiska skäl står på ena sidan och aktieägarnas behov av likabehandling på andra sidan.⁷⁹ Sandströms teori står i kontrast till det vägledande förarbetsuttalande där det stadgas att en åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktig och försvarlig inte kan ge upphov till otillbörliga fördelar i generalklausulens mening.⁸⁰ Skog menar att lagstiftarens ståndpunkt att en för bolaget god affär

⁷⁵ Vid allmän referens till generalklausulen åsyftas 7 kap 47 § ABL.

⁷⁶ Se SOU 1971:15, s 244.

⁷⁷ Se prop. 1973:93, s 84 och Nerep (2003), s 295.

⁷⁸ Se även SOU 1971:15, s 175.

⁷⁹ Sandström, s 202.

⁸⁰ Prop. 1973:93, s 137.

aldrig kan vara otillbörlig gentemot exempelvis en enskild aktieägare är orimlig, detta då bolagets intresse i första rummet överensstämmer med aktieägarnas gemensamma intresse varpå teorin stadgad i nämnda förarbete enligt Skog inte kan användas för att lösa en konflikt aktieägarna emellan.⁸¹ En sådan konflikt kan tänkas uppstå då en emission riktas till enbart vissa aktieägare.

Även om Skogs teori är logisk i förhållande till generalklausulens syfte att också verka för enskilda aktieägare och inte bara aktieägarkollektivet, framstår den ändå enligt Nerep som obefogad. Nerep framhåller att otillbörlighetsrekvisitets vidareutveckling skett efter en omfattande utredning vid departementsbehandlingen (prop. 1973:93) varför uttrycket ”företagsekonomiskt riktig och försvarlig” inom bolagsrätten torde erkännas och tolkas på samma sätt som exempelvis termen ”armlängds avstånd” inom skatterätten.⁸² Pehrson hävdar att det torde vara fel att enbart fokusera på de företagsekonomiska argumenten och menar istället att en åtgärd strider mot generalklausulen enbart för de fall nackdelarna väger tyngre än fördelarna.⁸³ Därmed kan det enligt Pehrsons teori konstateras att en riktad emission som är till nackdel för en minoritetsägare inte torde vara tillräcklig för att aktualisera generalklausulens tillämpning, aktieägarens skada måste även väga tyngre än de fördelar som följer av den riktade emissionen.

Om lagstiftarens ståndpunkt att riktade emissioner som är företagsekonomiskt försvarliga inte kan anses oförenliga med generalklausulens tillämpning alltså slår igenom i gällande bolagsrätt kan det argumenteras för att riktade emissioner i allmänhet inte kan ses som otillbörliga enligt generalklausulen då essensen av samtliga emissioner alltid torde vara företagsekonomiskt motiverade.⁸⁴ Förevarande teori tyder i sin tur på att aktieägarskyddet genom generalklausulen torde vara obefintligt i samband med riktade emissioner. Även om det kan tänkas att ett trettioårigt förarbetstalande i dagsläget vore utspelat kan det ändå inte med säkerhet avfärdas, detta med hänsyn till att relevant praxis är icke-existerande och de indikationer, som exempelvis Nerep ger uttryck för, om att den aktuella departementsbehandlingen fortfarande kan anses som gällande rätt.

Mot bakgrund av att departementsbehandlingen vid generalklausulens tillkomst och vidareutveckling varit omfattande måste det emellertid framhållas att då otillbörlighetsrekvisitet inte kvalificerats med uttrycket om ”företagsekonomiskt riktig och försvarlig” kan det också antas att förarbetsuttalandet snarare bör ses som vägledande. Bedömningen är som ovan nämnts essentiell för den aktuella

⁸¹ Skog (2011), s 246.

⁸² Nerep (2003), s 296.

⁸³ Pehrson, s 498 f.

⁸⁴ Se prop. 1973:93, s 137.

utredningen då en riktad emission genomförd på legitima skäl alltid i viss mån torde vara till nytta för bolaget och därmed företagsekonomiskt försvarlig.

2.4.4 Samspelet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna vid en riktad emission

Likhetsprincipen syftar alltså till att alla aktier har lika rätt i bolaget medan generalklausulen istället inriktar sig på aktieägarnas reella likabehandling i bolaget. Distinktionen är viktig för att kunna sära på begreppen då de annars tenderar att kunna likställas. Sandström menar att generalklausulen måste analyseras mot likhetsprincipens brister då de två reglernas tillämpningsområde tenderar att sammanfalla.⁸⁵ Det som kan konstateras som relativt säkert är att likhetsprincipen i de flesta fall torde vara överksam mot emissionsåtgärder som handlagts i korrekt ordning enligt ABL varpå generalklausulens betydelse vid riktade emissioner blir essentiell för att tillse behovet av ett reellt skydd för både majoritets- och minoritetsägare.

Ponera dock att bolagsstämman röstar igenom en riktad emission till förmån för dels utomstående investerare, dels vissa befintliga aktieägare där teckningskursen sätts till aktiernas nominella värde (vilket i normala fall kan antas vara betydligt lägre än aktiernas marknadsvärde). Beslutet torde enligt Nerep vara oförenligt med likhetsprincipen i 4 kap 1 § ABL eftersom emissionen medför en kraftig utspädning av övriga aktier som samtidigt är till skada för befintliga aktieägare då de inte getts tillfälle att delta i emissionen.⁸⁶ Det kan dock argumenteras för att emissionsbeslutet ändå inte strider mot likhetsprincipen då samtliga aktieägare haft lika rätt i emissionsbeslutet. Även om de utomstående investerarna och de aktuella aktieägare som får ta del av emissionen gynnas till följd av den låga teckningskursen i förhållande till övriga aktieägare är det min åsikt att emissionen inte strider mot likhetsprincipen som den numera tolkas utan faller istället inom generalklausulens tillämpningsområde. Det bör i sammanhanget poängteras att likhetsprincipens tillämplighet i förevarande fall inte är avhängigt att det är en riktad emission varpå pluralitetsreglerna i 4 kap 2 § ABL vore meningslösa.⁸⁷ Detta eftersom emissioner där olika företrädesrätt tillämpas kan aktualisera liknande situationer.

Om teckningskursen istället satts till aktiernas marknadsvärde torde formell likhet gälla, dels då teckningskursen är motiverad, dels då samtliga aktieägare haft lika rätt vid emissionsbeslutet. För det fall emissionen riktas till enbart vissa aktieägare menar Nerep att det med hänvisning till generalklausulens förarbeten torde vara svårt att hävda objektiva godtagbara skäl för emissionen varpå

⁸⁵ Sandström, s 202.

⁸⁶ Se Nerep (2003), s 280.

⁸⁷ Se Nerep (2003), s 280.

emissionsbeslutet torde kunna klandras.⁸⁸ Nereps stadgande är dock avhängigt att förarbetena fortfarande är aktuella, vilket får anses osäkert då exempelvis Skog genom Ds 2012:37 hävdar att uttalandets giltighet passerat med tiden.

Anta att den riktade emission exemplifierad i föregående stycke genomförs enbart till förmån för en extern aktör. En av de befintliga aktieägarna, som före emissionen haft tolv procent av aktierna, men som efter emissionen bara har ett nioprocentigt innehav motsatte sig beslutet. Aktieägaren förlorar till följd av att dennes innehav faller under tioprocentgränsen (se exempelvis 7 kap 43 § ABL) en del av sina rättigheter enligt ABL. Vad kan aktieägaren göra? Enbart faktumet att aktieägaren inte längre kan göra gällande de rättigheter hänförliga till ett tioprocentigt innehav torde inte utlösa en tillämpning av generalklausulen då det krävs ett otillbörlighetsmoment.⁸⁹ Så länge emissionsförfarandet skett på ett korrekt sätt kan den enskilda aktieägaren, även om beslutet är till nackdel för denne, inte åberopa generalklausulen då emissionsbeslutet inte kan anses vara otillbörligt.

⁸⁸ Se SOU 1971:15, s 175 och Nerep (2003), s 280.

⁸⁹ Nerep (2003), s 283 och Pehrson, s 499.

2.5 Sammanfattande analys av gällande bolagsrätt

Det är ostridigt att den bolagsrättsliga regleringen tillåter användandet av riktade emissioner då avvikelser från företrädesrätten uttryckligen sanktioneras genom ABL. Som utredningen dock visat kan de riktade emissionernas förenlighet med bolagsrätten ändå ifrågasättas, detta speciellt med tanke på att en riktad emission i grunden strider mot likhetsprincipen om att alla aktier ska behandlas lika. Eftersom det är ett faktum att de riktade emissionerna numera är ett även i Sverige frekvent använt emissionsförfarande blir följdfrågan vilka skäl det är som avgör huruvida en sådan emission är förenlig med bolagsrätten eller inte.

Utifrån vad utredningen hittills påvisat får det anses vara klart att bolagsrätten inte hindrar bolagsledningen från att rikta en emission till externa investerare så länge skälen till emissionen är motiverade utifrån företagsekonomisk synpunkt och teckningskursen är överensstämmande med aktuell aktiekurs. Det företagsekonomiska argumentet torde vara den vanligast förekommande grunden och godtas enhetligt i doktrinen som att vara i linje med bolagets intresse. Vad gäller likhetsprincipens tillämpning torde en aktieägare få svårt att åberopa ett överskridande av principen till följd av att en riktad emission, detta då aktieägarna sett till sin andel i bolaget formellt likabehandlats vid emissionsbeslutet (förutsatt att det inte införts undantag i bolagsordningen).

Vad gäller riktade emissioner till enbart vissa aktieägare är rättsläget något mer oklart även om Skog genom Ds 2012:37 hävdar en annan åsikt. Med tanke på att lagutskottet i förarbetena uttalat att det torde vara *synnerligen* ovanligt att godtagbara skäl kan åberopas för att endast vissa aktieägare ska ha företrädesrätt att teckna aktier i en kontantemission torde det, i avsaknad på aktuell vägledning från lagstiftaren, vara svårt att helt förbise uttalandet. Därmed kan det argumenteras att fram till den tidpunkt då rättsläget klarlagts av antingen lagstiftare eller domstol vara lämpligt att inta ett försiktigt förhållningssätt till emissioner som riktas till enbart vissa aktieägare. De bakomliggande skälen till varför en emission riktas till enbart vissa aktieägare torde vara en avgörande faktor för huruvida exempelvis en domstol bedömer emissionens förenlighet med bolagsrätten. Det kan mot bakgrund av analyserad bolagsrätt framhållas att argumentet om att bolaget befinner sig i en finansiell kris och att den riktade emissionen med viss säkerhet kommer leda bolaget ur krisen också vore framgångsrikt. För det fall Skog via departementspromemorian (Ds 2012:37) får igenom presenterade lagändringar kommer troligtvis ett förtydligande i linje med promemorians förslag om att riktade emissioner till befintliga aktieägare ska likställas med emissioner riktade till utomstående investerare inkorporeras i ABL inom kort.

Utifrån praktikersynpunkt torde den potentiellt nya regleringen (Ds 2012:37) vad gäller emissioner riktade till befintliga aktieägare tas emot med öppna armar. Även om det idag genomförs sådana emissioner finns det fortfarande en viss osäkerhet med tanke på lagutskottets uttalande som fortfarande kan tillerkännas viss aktualitet.⁹⁰ Om det i ABL skulle föras in ett sådant förtydligande skulle nämnda osäkerhet försvinna och arbetet ur praktikersynpunkt underlättas betydligt.

Skog har nyligen även sammanfattat de riktade emissionernas förenlighet med gällande bolagsrätt med att om ”utsikterna till att emissionen fulltecknas, kostnaderna för förfarandet inklusive eventuella emissionsgarantier och tidsaspekten inklusive exponeringen mot kurssvängningar på aktiemarknaden sammantaget och med tillräcklig styrka”⁹¹ talar för att den riktade emissionen ligger i bolagets intresse torde den också vara förenligt med gällande bolagsrätt. Skogs teori får mot bakgrund av det som framkommit avseende generalklausulens tillämpning anses gälla med en restriktion. Detta eftersom generalklausulen ständigt återfinns i bolagsrättens korridorer som en potentiell ventil för enskilda aktieägare att klandra ett emissionsbeslut då dess definitiva tillämpningsområde kan diskuteras och ifrågasättas.

Det kan exempelvis i ljuset av Pehrsons tidigare presenterade teori tänkas ett scenario där en emission riktas till en majoritetsägare varpå en annan majoritetsägare tappar värdefulla andelar i bolaget. Den riktade emissionen medför således både för- och nackdelar för befintliga aktieägare varpå aktieägaren som förlorat ägarandelar torde kunna åberopa generalklausulen. Det avgörande momentet i det aktuella scenariot är otillbörlighetsbedömningen, det vill säga om åtgärden varit ägnad att ge otillbörlig fördel åt den ena majoritetsägaren. För det fall bolagsledningen inte motiverat varför just den ena majoritetsägaren varit föremål för den riktade emissionen, varpå den andra majoritetsägaren exkluderats utan objektiva grunder, kan det argumenteras för att den senare med hänvisning till en överträdelse av generalklausulen med framgång torde kunna få emissionsbeslutet upphävt. Det vore dock orimligt om emissionen bara för att den medför kraftigt negativa effekter för en aktieägare också vore oförenlig med generalklausulen. På samma sätt är det enligt min åsikt orimligt om generalklausulens tillämpning faller bort så fort en riktad emission anses ”företagsekonomiskt riktig och försvarlig”⁹², detta dels då det aktuella förarbetsuttalandets giltighet kan ifrågasättas, dels då en riktad emission även om den genomförs av företagsekonomiska skäl kan medföra grava negativa effekter för en enskild aktieägare. Sammanfattningsvis kan det argumenteras för

⁹⁰ Se LU 1973:19, s 45.

⁹¹ Se Ds 2012:37, s 44.

⁹² Se prop. 1973:93, s 137.

att generalklausulens definitiva tillämpningsområde vid riktade emissioner är något osäkert då bestämmelsens krav för otillbörlighet dels är något omstritt på ett generellt plan i doktrinen, dels oprövat vid riktade emissioner.

Ett annat problem som aktualiseras vid riktade emissioner och som torde aktualisera regelverket kring aktieägarskyddet är att en särbehandling ofta bakas in i en affärsrelation mellan det emitterande bolaget och tecknaren.⁹³ Anta att emittenten är i stort behov av nytt riskkapital och att bolagets framtidsutsikter ser väldigt dystra ut. För att locka till sig utomstående investerare att teckna aktier i det emitterande bolaget måste bolagsledningen sätta en förhållandevis låg teckningskurs. Det säger sig självt att ingen till marknadspris vill investera i ett bolag vars ekonomiska ställning är väldigt dålig. För att göra det attraktivt att investera i det emitterande bolaget måste därför bolagsledningen se till att den räddande ägaren ges så förmånliga villkor som möjligt. Detta torde i sin tur utlösa tillämpningen av både likhetsprincipen och generalklausulen (huruvida framgång kan uppnås, det vill säga att emissionsbeslutet annulleras alternativt ändras beror dock även på omständigheterna i det enskilda fallet), varpå det kan konstateras att ekonomiskt svaga bolag torde få svårt att rikta emissioner till alltför låga teckningskurser. Därmed är det ett faktum att även om en formellt korrekt riktad emission inte strider mot bolagsrätten torde bolagsledningens utrymme vara något begränsat i den mån de vill skraddarsy sitt emissionserbjudande. Prissättningsfunktionens begränsning har mycket riktigt varit föremål för kritik då den riskerar att hämma börsbolagens möjligheter att konkurrera med utländska bolag om att locka till sig externt riskkapital.⁹⁴

Frågan som återstår är huruvida aktieägarskyddet är tillräckligt i anslutning till riktade emissioner. Det korta svaret är ja. Mot bakgrund av att aktieägandet och köp av konvertibler samt teckningsoptioner är frivilligt och att det är ett faktum att man som regel är i minoritet som aktieägare, är det enligt min mening motiverat att det bolagsrättsliga aktieägarskyddet inte är alltför långtgående.

⁹³ Se Sandström, s 204.

⁹⁴ Bergström och Samuelsson (2006), s 73 f.

3 Gällande aktiemarknadsrätt

3.1 Allmänt

Eftersom utredningen enbart fokuserar på börsbolags emissioner och dessa genomförs uteslutande på aktiemarknaden är det även viktigt att analysera på vilket sätt en riktad emission förhåller sig till aktiemarknadsrätten. Även om essensen av många frågor torde vara samma för aktiemarknadsrätten som för bolagsrätten kan svaren i viss mån variera. Därför är det relevant att utvärdera vilka rättsliga skäl som utifrån aktiemarknadsrättens ramar anses godtagbara för att rikta en emission.

Det är framförallt emissionernas utformning och bolagens förfaringssätt i samband med emissionerna som är i fokus vid den aktiemarknadsrättsliga utvärderingen. Analysen kompliceras dock något av att det inom vare sig aktiemarknadsrätten eller ramen för självregleringen på aktiemarknaden finns några bindande lagregler vad gäller bolagens begränsning vid användandet av riktade emissioner. Begreppet god sed på aktiemarknaden och AMN:s roll på aktiemarknaden är därför ledande för utredningen och även om det handlar om soft law har det ändå historiskt sett visat sig att AMN:s uttalanden har stor betydelse för börsbolagens agerande.

3.2 God sed på aktiemarknaden

3.2.1 Allmänt om aktiemarknadsnämnden

När det under 1960-talet blev allt vanligare med offentliga uppköpserbjudanden av aktier i svenska börsbolag blev avsaknaden av allmänt accepterade regler som säkerställde likabehandling av aktieägarna vid dessa uppköpserbjudanden snabbt betänklig.⁹⁵ NBK presenterade 1971 en första rekommendation av regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Denna var till stor del inspirerad av motsvarande brittiska reglering och blev sedermera allmänt accepterad.⁹⁶ Samtidigt som NBKs rekommendation genom åren haft stor praktisk betydelse har det uppkommit åtskilliga tolknings- och bedömningsproblem vad gäller tillämpningen av reglerna. Eftersom NBK inte hade praktisk möjlighet att utreda sådana frågor påbörjades diskussionen om att inrätta ett nytt organ med den specifika uppgiften.⁹⁷ Det är ingen överdrift att påstå att Leo-affären skyndade på AMN:s tillkomst då regeringskommissionen som tillkallades kort efter Leo-

⁹⁵ Munck (2006), s 557.

⁹⁶ Munck (2011), s 9.

⁹⁷ Munck (2011), s 9 f.

affären inrättade AMN 1986. Nämnden fick till uppgift att genom uttalanden, rådgivning och information främja god sed på aktiemarknaden.

En första fråga är om AMN:s uttalanden innebär några bindande förpliktelser för berörda börsbolag. Även om uttalandena enbart är så kallad soft law erkänns de även genom börsens egna emittentregler. I NASDAQ OMX Stockholms regelverk för emittenter stadgas det att då bolag åsidosätter allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden får börsen – om överträdelsen är allvarlig – besluta om avnotering av det aktuella bolagets fondpapper.⁹⁸ Det ska tilläggas att bolagen även vid mindre överträdelser riskerar dryga böter. Bolagen blir bundna av emittentreglerna på avtalsrättslig grund eftersom emittenten vid sin ansökan om upptagande om sådan börshandel måste ingå ett avtal med den aktuella börsen, i detta fall med NASDAQ OMX Stockholm. Det framgår också av de aktuella emittentreglerna att allmänt accepterad god sed på aktiemarknaden främst kommer till uttryck genom AMN:s uttalanden.⁹⁹ Därmed finns det avtalsrättsligt starka skäl för börsbolagen att i allmänhet följa AMN:s uttalanden, men det måste ändå påpekas att det inte föreligger någon skyldighet att göra det. Justitierådet Munck påpekar att även om de avtalade sanktionerna i sig inte skrämmar de större börsbolagen ”ter sig de förväntade utomrättsliga reaktionerna på en vägran att följa AMN:s uttalande så hotfulla att ingen ännu försökt sig på det”¹⁰⁰. Tvivlande aktieägare, ökad granskning utifrån och badwill i media är bara några av de negativa effekter som bolagen torde riskera om de agerar i strid med ett uttalande från AMN. Det ska också poängteras att andra mindre handelsplattformar såsom Aktietorget och Nordic MTF har liknande emittentregler ingångna på avtalsrättslig basis.¹⁰¹

AMN:s uttalanden avges ofta efter framställning av en rådgivare till ett börsbolag som behöver vägledning inför en planerad åtgärd. Den grupp av ärenden som under många år var i klar majoritet behandlade olika former incitamentsprogram för ledande befattningshavare i börsbolag. Dessa genomfördes ofta genom riktade emissioner. Sedan AMN meddelat ett stort antal uttalanden i frågor om just riktade emissioner blev läget så småningom smått överskådligt varpå AMN samlade sig till ett principuttalande (AMN 2002:2). I uttalandet utvecklar nämnden dittillsvarande erfarenheter och slår fast vilka principer som ska åtföljas vid genomförandet av en riktad emission. Antalet ärenden rörande riktade emissioner har också till följd av nämnda uttalande minskat drastiskt.¹⁰²

⁹⁸ Emittentregler, s 40.

⁹⁹ Emittentregler, s 40 f.

¹⁰⁰ Beyer, s 24.

¹⁰¹ Se Boman, s 60.

¹⁰² Se <http://aktiemarknadsnamnden.se>.

3.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:2

För att ett börsbolag ska få rikta en emission är det som tidigare presenterats en grundläggande förutsättning att det i emissionsbeslutet anges vilka skäl som motiverar emissionen.¹⁰³ AMN 2002:2 är det initiativärende (plenumuttalande) gällande riktade emissioner där AMN sökte sammanställa vad som skulle anses vara god sed på aktiemarknaden i samband med användning av en sådan emission. Vid den aktuella tidpunkten fanns det bland börsbolagen ett ökande intresse för riktade emissioner vilket också var en stor anledning till att AMN samlade sig till ett initiativärende varigenom den avsåg att skapa ett prejudicerande uttalande och samtidigt begränsa den tillströmning av emissionsärenden som tidigare förekommit.¹⁰⁴

AMN stadgade att vid alla typer av emissioner bör företrädesrätt för befintliga aktieägare i förhållande till sina ägarandelar i det emitterande bolaget *alltid* vara förstahandsalternativet.¹⁰⁵ Under förutsättning att det utifrån bolagsrättsliga utgångspunkter är tillåtet att rikta en emission ansåg dock AMN att det även från synpunkten av god sed på aktiemarknaden vore godtagbart att genomföra emissioner som avviker från aktieägarnas företrädesrätt.¹⁰⁶ AMN framhöll även att börsbolags emissioner som potentiellt sett är otillåtna enligt exempelvis generalklausulen inte kan vara förenliga med god sed på aktiemarknaden.¹⁰⁷

AMN betonade också att det finns anledning att upprätthålla en restriktivare syn gentemot emissioner som riktas till vissa befintliga aktieägare jämfört med ett förfarande där enbart utomstående finansiärer ges möjlighet att delta. En riktad emission som avviker från aktieägarnas företrädesrätt som också helt eller delvis riktas till vissa aktieägare innebär enligt AMN alltid en risk för ett åsidosättande av den bolagsrättsliga likhetsprincipen varför det är en grundläggande förutsättning att en sådan emission är motiverad av objektiva skäl, vilket främst kan tänkas innebära att emissionen måste motiveras utifrån företagsekonomiska skäl.¹⁰⁸ AMN:s restriktiva syn var därmed i linje med vad lagstiftaren tidigare stadgat om just dessa förfaranden. AMN uttalade dock att för det fall en sådan emission genomförs bör de aktieägare som är föremål för emissionen inte få delta i bolagsstämmans beslutsförfarande i det aktuella ärendet, detta för att öka emissionsbeslutets legitimitet.¹⁰⁹

¹⁰³ Se SOU 1971:15, s 175.

¹⁰⁴ AMN 2002:2, stycke 1.

¹⁰⁵ AMN 2002:2, stycke 10.

¹⁰⁶ AMN 2002:2, stycke 12.

¹⁰⁷ AMN 2002:2, stycke 11.

¹⁰⁸ AMN 2002:2, stycke 11 och se SOU 1975:15, s 175.

¹⁰⁹ AMN 2002:2, sista stycket.

Vad gäller frågan om prissättningen av nyemitterade aktier ansåg AMN att eventuella avvikelser från aktiernas etablerade marknadsvärde till nackdel för befintliga aktieägare (bortsett från den marknadsmässiga emissionsrabatten) bara får ske om det finns synnerligen starka och helt speciella skäl.¹¹⁰ Prissättningar som är potentiellt otillåtna enligt generalklausulen i ABL ska, i linje med att om emissionen utifrån bolagsrättsliga utgångspunkter är otillåten, inte heller anses förenlig med god sed på aktiemarknaden.

AMN såg inga problem från synpunkten av god sed med det numera brukade tudelade emissionsförfarande bestående dels av en riktad emission, dels en företrädesemission. Nämnden påpekar att en grundläggande förutsättning för att en sådan emission är förenlig med aktiemarknadsrätten är att eventuella befintliga aktieägare som får delta i den riktade emissionen inte får teckna fler aktier än de avstår från i företrädesemissionen samt att teckningskursen i den riktade emissionen inte är lägre än den i företrädesemissionen.¹¹¹ Därmed är sluteffekterna för de befintliga aktieägare som får delta i den riktade emissionen samma som vid en företrädesemission. Därmed torde ett tudelat emissionsförfarande utifrån vad AMN stadgat enbart vara användbart då utomstående investerare får ta del av den riktade delen av emissionen. För det fall den riktade emissionen genomförs på förmånligare villkor än företrädesemissionen riskerar förfarandet stå i strid med generalklausulen i ABL.

De skäl som ligger till grund för avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt bör enligt AMN offentliggöras redan i det första pressmeddelandet om en planlagd emission för att på så vis anses förenlig med god sed på aktiemarknaden.¹¹²

3.2.3 Aktiemarknadsnämndens uttalanden efter 2002:2

Antalet uttalanden rörande riktade emissioner har varit relativt få efter initiativärendets publicering och i de uttalanden som AMN avgett har relativt få nyheter presenterats. AMN har i sina senare uttalanden ofta tagit initiativärendet som utgångspunkt vid sina överväganden kring de riktade emissionerna och precis som däri uttalades har den fortsatt att framhålla att en riktad emissions förenlighet med god sed på aktiemarknaden är starkt avhängigt av att den också är tillåten utifrån bolagsrättsliga utgångspunkter.¹¹³ Det kan argumenteras för att AMN:s övergripande motiv med dessa uttalanden varit att bereda börsbolagen så stort handlingsutrymme som möjligt och att de därför kontinuerligt hänvisat till bolagsrättens eventuella restriktioner som gräns för vad som ska anses vara god sed på aktiemarknaden. Detta får anses förnuftigt då aktiemarknadsrättens

¹¹⁰ AMN 2002:2, stycke 15.

¹¹¹ AMN 2002:2, stycke 16 f.

¹¹² AMN 2002:2, stycke 17.

¹¹³ AMN 2002:15, avsnitt "Överväganden" stycke 4, AMN 2003:20, avsnitt "Överväganden" stycke 1 och AMN 2006:48, avsnitt "Överväganden" stycke 4.

övergripande syfte torde vara att tillhandahålla en plattform som ser till att aktiemarknaden fungerar så effektivt som möjligt och då aktiemarknadsrätten inte sätter upp några bindande begränsningar för börsbolagens användning av riktade emissioner. AMN uttalade även dryga året efter att initiativärendet presenterats att samma bedömningsgrunder ska vid riktade emissioner gälla för såväl emitteringen av aktier som konvertibler och teckningsoptioner.¹¹⁴

AMN påvisade kort efter initiativärendets avgörande att den ämnade följa den handlingsplan som den tidigare dragit upp, det vill säga för det fall en riktad emission strider mot bolagsrätten kan den som huvudregel inte heller anses förenlig med god sed på aktiemarknaden. Bolaget ifråga hade inlett en företagsrekonstruktion och ämnade genomföra en riktad kvittningsemission till befintliga konvertibelinnehavare trots att värdepapprens konverteringstid löpt ut. Kvittningsemissionen skulle ske dels i syfte att skuldebrevsinnehavarna skulle få viss kompensation (lånen riskerade annars att förfalla), dels för att bolaget skulle få in nödvändigt riskkapital och potentiellt undvika att det aktuella ackordet fastställdes.¹¹⁵ AMN var dock kritisk till den riktade kvittningsemissionen då betalning för de nyemitterade aktierna skulle ske genom kvittning av skuldebrevsinnehavarnas fordringar, vilka med stor sannolikhet hade fallit bort om det aktuella ackordet skulle fastställts.¹¹⁶ AMN uttalade därmed att det inte kunde uteslutas att den riktade kvittningsemissionen kunde anses ge en otillbörlig fördel åt de aktuella fordringsägarna samtidigt som den verkade till nackdel för befintliga aktieägare varpå den också potentiellt skulle kunna strida mot generalklausulen i ABL.¹¹⁷ Därmed ansågs kvittningsemissionen inte förenlig med god sed på aktiemarknaden.

AMN har i ett liknande fall även funnit att en riktad emission genomförd till följd av utnyttjade teckningsrätter inte heller varit förenlig med god sed på aktiemarknaden. I samband med att bolaget genomförde en företrädesemission lånade en medverkande bank upp samma antal aktier i bolaget som icke utnyttjade teckningsrätter i företrädesemissionen, varefter banken överlät dessa aktier till andra utomstående investerare. Därefter riktade bolaget en emission till banken motsvarande antalet utlånade aktier.¹¹⁸ Vederlaget för den riktade emissionen fördelades mellan de aktieägare som inte utnyttjat sina teckningsrätter vid företrädesemissionen.¹¹⁹ Bolaget motiverade åtgärden med att de sökte skydda de aktieägare som inte utnyttjat sina teckningsrätter. Det kan i sammanhanget dock argumenteras för att bolagsledningen också torde varit

¹¹⁴ AMN 2003:20, avsnitt "Överväganden" stycke 2.

¹¹⁵ AMN 2002:7, avsnitt "Bakgrund" stycke 5 f.

¹¹⁶ AMN 2002:7, avsnitt "Överväganden" stycke 4.

¹¹⁷ AMN 2002:7, avsnitt "Överväganden" stycke 4, märk dessutom att dåvarande generalklausul hade samma lydelse som den i nuvarande ABL, se SFS 1975:1385 9 kap 37 §.

¹¹⁸ AMN 2011:21, avsnitt "Framställning" stycke 4 ff.

¹¹⁹ AMN 2011:21, avsnitt "Överväganden" stycke 2.

angelägen om att säkra det kapital som de räknat med att få in genom företrädesemissionen.¹²⁰ Scenariot innebar att bolaget säkrade hela sitt kalkylerade riskkapital istället för att riskera att gå miste om viktiga intäkter genom de outnyttjade teckningsrätterna som i normala fall hade förfallit och blivit värdelösa. AMN framhöll att eftersom banken i sin vidareöverlåtelse av aktierna inte varit underkastad huvudregeln om aktieägarnas företrädesrätt enligt 13 kap 1 § ABL och på så vis kunnat tilldela aktierna till valfri intressent, kan den riktade emissionen till banken inte anses förenlig med god sed på aktiemarknaden.¹²¹ Uttalandet stävjar därmed potentiella kringgåenden av bindande bolagsrättsliga regler som kan tänkas ske i samband med en riktad emission. AMN framhöll dessutom att om förfarandet tillåtits hade en orättvisa skapats på aktiemarknaden då den lösning som bolaget försökte tillämpa på de outnyttjade teckningsrätterna hade varit begränsad i andra emissioner av liknande slag.

Angående prissättningen vid en riktad emission har AMN fortsatt att framhäva att om teckningskursen inte ligger nära aktiernas marknadsvärde före emissionens genomförande torde den, i enlighet med vad som framkommit i den bolagsrättsliga doktrinen, som huvudregel inte heller vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.¹²² AMN har i sammanhanget hänvisat till det faktum att om en riktad emission *med framgång* kan klandras enligt gällande bolagsrätt (till följd av exempelvis en för låg teckningskurs), ska den inte heller anses överensstämma med god sed på aktiemarknaden.

AMN har även uttalat att den vedertagna och marknadsmässiga rabatten som kan tänkas erbjudas vid en riktad emission inte kan ses som marknadsmässig om den sätts till en nivå som brukar förekomma vid företrädesemissioner i innovationsbolag.¹²³ I det aktuella fallet ämnade innovationsbolaget ifråga genomföra en riktad emission till garantier som provision för en tidigare erlagd emissionsgaranti till samma teckningskurs som vid en tidigare företrädesemission.¹²⁴ AMN framhöll att denna typ av riskbolag som satsar på innovationsprodukter för att få in tillräckligt med riskkapital är tvingade att vid företrädesemissioner erbjuda betydligt förmånligare teckningskurser. Scenariot i det aktuella fallet är dock ett annat då garantierna gynnas i förhållande till övriga aktieägare och därmed inte förenligt med god sed på aktiemarknaden. Det faktum att flera av garantierna redan var aktieägare i bolaget medförde att AMN

¹²⁰ AMN 2011:21, avsnitt "Överväganden" stycke 6.

¹²¹ AMN 2011:21, avsnitt "Överväganden" stycke 7. Banken omfattas inte av bestämmelserna då denne inte emitterar några nya aktier utan bara vidareöverläter dem av bolaget lånade aktierna, märk också att banken inte behöver förhålla sig till 13 kap 4 § första stycket p. 6 ABL.

¹²² AMN 2007:9, avsnitt "Överväganden" stycke 5 och AMN 2009:29, avsnitt "Överväganden" stycke 3.

¹²³ AMN 2005:7, avsnitt "Överväganden" stycke 7.

¹²⁴ AMN 2005:7, avsnitt "Bakgrund" stycke 3 f.

såg än mer restriktivt på ärendet men detta ansågs icke desto mindre vara avgörande för fallets utgång.¹²⁵ Därmed kan det konstateras att även om en riktad emission kan ske i kompensations syfte finns det en gräns där AMN valt att se till aktieägarnas intresse istället för bolagens handlingsfrihet.

Det bör dock påpekas att om det i ett specifikt fall föreligger mycket speciella omständigheter som motiverar en större emissionsrabatt har AMN funnit att ett sådant förfarande inte står i strid med god sed på aktiemarknaden.¹²⁶ I det ena fallet hade bolaget ifråga försummat att anmäla emissionsbeslutet för registrering varpå det aktuella beslutet hade förfallit. Detta medförde i sin tur att bolaget blev återbetalningsskyldigt gentemot aktietecknarna för den inbetalda emissionslikviden.¹²⁷ För det fall bolaget hade tvingats betala tillbaka emissionslikviden hade de också omedelbart hamnat på obestånd varför de istället genomförde en, på samma villkor som den ursprungliga emissionen, riktad kvittningsemission till aktietecknarna.¹²⁸ Efter det att bolaget meddelat att finansieringen var säkrad hade dock aktiernas marknadskurs i förhållande till teckningskursen stigit betänkligt, vilket i sin tur medförde att AMN fick granska ärendet.¹²⁹ Emissionsrabatten såsom det utvecklade sig i det mycket speciella fallet hade i normala fall inte varit förenlig med vare sig ABL eller AMN:s initiativärende, men AMN bedömde att det förelåg så pass speciella omständigheter att kvittningsemissionen godtogs. Även om uttalandet kan tyckas kontroversiellt har det inte ifrågasatts, samtidigt som det påvisat AMN:s förmåga att bereda bolagen så stor handlingsfrihet som möjligt.

AMN har även framhållit att för det fall ett bolag ”befinner sig i en allvarlig kris och är i behov av extern hjälp för en omfattande omstrukturering”¹³⁰ kan det ur synpunkten av god sed på aktiemarknaden vara motiverat med en något lägre teckningskurs i samband med en riktad emission. AMN hänvisade i samband med uttalandet även till sitt initiativärende och hävdade att det ”vid en prövning enligt generalklausulen av riktade emissioner skulle kunna anses föreligga ett något större utrymme för att emittera till en kurs under gällande börskurs om emissionen sker för att lösa en finansiell kris i bolaget än vid en emission under normala förhållanden”¹³¹. AMN:s bolagsrättsliga vägledning kan tyckas vara relativt vag i det citerade uttalandet då den inte med säkerhet kan avgöra om emissionen är förenlig bolagsrätten eller inte. Trots att bolaget ämnade genomföra fyra till fem riktade emissioner varpå befintliga aktieägare riskerade

¹²⁵ AMN 2005:7, avsnitt ”Överväganden” stycke 7.

¹²⁶ AMN 2004:15, avsnitt ”Överväganden” stycke 5 och AMN 2006:19, avsnitt ”Överväganden” stycke 3 ff.

¹²⁷ AMN 2004:15, avsnitt ”Bakgrund” stycke 6 f.

¹²⁸ AMN 2004:15, avsnitt ”Bakgrund” stycke 7.

¹²⁹ AMN 2004:15, avsnitt ”Bakgrund” stycke 8.

¹³⁰ AMN 2006:19, avsnitt ”Överväganden” stycke 6.

¹³¹ AMN 2002:2, stycke 15 och AMN 2006:19, avsnitt ”Överväganden” stycke 4.

att kraftigt missgynnas, framhöll AMN att även om emissionsförfarandet ifråga kunde kritiseras utifrån synpunkten av god sed på aktiemarknaden skulle det ändå tillåtas med hänsyn till bolagets överlevnad.¹³² Därmed är det klart att AMN sökte se till bolagets fortsatta överlevnad istället för reglementets strikta efterföljande.

AMN uttalade genom initiativärendet att en riktad emission som helt eller delvis riktas till vissa aktieägare också måste motiveras av objektiva skäl. Detta var i överensstämmelse med vad lagstiftaren tidigare uttryckt (SOU 1975:15). I lagtexten framgår det som tidigare presenterats även att skälen till eventuella avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt måste anges i emissionsbeslutet. Bortsett från kravet på objektiva skäl vid emissioner riktade till befintliga aktieägare har det i varken svensk eller EU-rätt specificerats vad dessa skäl måste, om de ens måste ha någon verkshöjd överhuvudtaget, innefatta för att emissionen ska vara genomförbar enligt gällande bolagsrätt. AMN har dock i ljuset av att företrädesrätten alltid ska vara förstahandsalternativet framhållit att varje enskilt fall av riktade emissioner, från bolagets sida, måste motiveras av sakliga skäl.¹³³ Begreppet sakliga skäl utvecklas dessvärre inte desto mera av AMN men det kan tänkas att de företagsekonomiska skälen står i centrum även vid AMN:s bedömning. Kravet på att avvikelser från företrädesrätten ska motiveras av sakliga skäl torde även indirekt följa av bolagsrätten, även om det inte specificerats i varken förarbeten eller doktrin, detta då bestämmelsens (13 kap 4 § fjärde stycket ABL) syfte om att skälen till den riktade emissionens genomförande måste anges i emissionsförslaget torde vara att det är sakliga skäl som presenteras i emissionsförslaget.

¹³² AMN 2006:19, avsnitt "Överväganden" stycke 5 f.

¹³³ AMN 2007:9, avsnitt "Överväganden" stycke 4.

3.3 Sammanfattande analys av gällande aktiemarknadsrätt

Sammanfattningsvis kan det konstateras att de gränser som aktiemarknadsrätten stipulerar för en riktad emissions förenlighet med aktiemarknadsrätten uteslutande styrs av AMN:s uttalanden och erhållna respekt på aktiemarknaden. Detta sker i brist på bindande relevant lagstiftning på aktiemarknadsrättens område. AMN har genom sitt initiativärende 2002:2 tagit stor hjälp av gällande bolagsrätt och gjort det relativt lätt för sig då den garderade sig med att uttala att om en riktad emission potentiellt strider mot bolagsrätten så ska den också anses strida mot god sed på aktiemarknaden. Det kan därmed argumenteras för att en riktad emission som är tillåten enligt bolagsrätten i de flesta fall även lär vara tillåten utifrån aktiemarknadsrättsliga synpunkter. AMN angav därmed genom sitt initiativärende inget unikt för just aktiemarknadsrätten utan välkomnade snarare de riktade emissionerna så länge de var tillåtna enligt gällande bolagsrätt, vilket också torde spegla den ärendeutveckling som skett efter initiativärendet.

Det som AMN dock valde att betona i sitt initiativärende var de emissioner som riktas till befintliga aktieägare. Den angav i linje med vad lagstiftaren tidigare uttryckt att man bör se kritiskt på deras användande och att bolagen bör inta ett försiktigt förhållningssätt till sådana emissioner. Det kan dock argumenteras för att AMN skulle inta en annorlunda ståndpunkt för det fall frågan skulle ställas på sin spets i dagsläget. Man kan redan genom AMN 2007:9 skönja en förändrad inställning till sådana emissioner då AMN framhåller att varje enskild riktad emission ska vara motiverad av sakliga skäl, det vill säga den gör inte längre skillnad på emissioner som riktas till enbart utomstående investerare och sådana som riktas till befintliga aktieägare. Argumentet förstärks än mer då Skog, som också är direktör vid AMN:s kansli, genom Ds 2012:37 framfört en önskan om att i ABL förtydliga att gällande bolagsrätt inte stipulerar några hinder för att rikta emissioner till befintliga aktieägare.

Vad gäller det faktum att AMN explicit uttryckt att varje enskild riktad emission måste vara motiverad av sakliga skäl kan det tänkas att dess resonemang har en del av sin grund i NJA 1977 s 393. Som tidigare presenterats har rättsfallet i doktrinen på sina håll tolkats som att avsteg från bolagsrättens likhetsprincip ska kunna medges om det är motiverat av sakliga skäl. Eftersom både likhetsprincipen och generalklausulen ofta hamnar i centrum vid eventuella motsättningar till en riktad emission kan det därför tänkas att AMN åtminstone haft rättsfallet i åtanke vid sitt uttalande. Det ska dock poängteras att rättsfallets definitiva tolkning är omstritt i doktrinen och då nämnda tolkning inte har fastställts av vare sig lagstiftare eller rättstillämpare, bör rättsfallets aktualitet för utredningen hanteras med försiktighet. Det kan i annat fall argumenteras för att

kravet på sakliga skäl indirekt följer av lagtexten då bestämmelsens syfte (13 kap 4 § fjärde stycket ABL), som tidigare poängterats, torde vara att det är sakliga skäl som ska presenteras i emissionsförslaget. Likväl ska AMN:s uttalande inte förringas då den ändå valde att sätta en standard att varje enskild riktad emission måste vara motiverad av sakliga skäl. Vad sedan själva begreppet sakliga skäl ska anses innefatta har dock inte preciserats i någon nämnvärd omfattning utan torde snarare avgöras utifrån varje enskilt fall. Det kan även argumenteras för att det vore följdriktigt med en lagändring i syfte att förtydliga det aktuella lagrummet i ABL med termen ”sakliga skäl”. För det fall termen skulle inkorporeras i lagstiftningen torde den även behöva definieras genom ett förarbetsuttalande alternativt att definierandet sker löpande utifrån domstolarnas bedömning från fall till fall.

I finanskrisens spår har börsbolagens uppfinningsrikedom att på snabbast och säkrast möjliga sätt anskaffa riskkapital påvisats gång efter annan varpå AMN varit tvungen att ingripa. Utvecklingen visar på att AMN ämnar dels följa den handlingsplan som den tidigare fastställt genom sitt initiativärende (med bolagsrätten som yttersta gräns för tillåtligheten), dels stävja potentiella orättvisor som kan uppstå på aktiemarknaden till följd av förfarandet kring en riktad emission. Bolagens benägenheter att skraddarsy sina emissionserbjudanden genom exempelvis förmånliga aktiekurser har alltså stoppats av AMN. Även om AMN:s agerande i de analyserade fallen kan anses vara fullt logiskt är det min åsikt att AMN borde släppa på bromsen ännu lite mer för att på så vis i dessa tuffa finanstider ytterligare öka bolagens handlingsfrihet vilket i nästa led vore viktigt utifrån bolagens intressen av att få tillgång till nytt riskkapital.

Ett ärende som i sammanhanget bör diskuteras är emissionsrabatten vid riktade emissioner och detta framförallt i innovationsbolag. I ljuset av denna typ av riskbolags ökade svårigheter att anskaffa riskkapital kan det argumenteras för att det hade varit positivt för dessa innovationsbolag om AMN istället valt att inta en mer förlåtande linje. Forskningen på berörda marknader skulle potentiellt gynnas stort om en lägre teckningskurs skulle tillåtas då tillgången till nytt riskkapital troligt skulle öka. Även om det i förhållande till aktieägarskyddet är viktigt att vid riktade emissioner inte erbjuda för stora emissionsrabatter, kan det likväl argumenteras för att det faktiskt kan vara motiverat med en något större rabatt än den marknadsmässiga i enskilda fall såsom vid innovationsbolags kapitalanskaffning. Ett sådant argument öppnar visserligen farliga dörrar om en särbehandlande och orättvis aktiemarknad. Ärendet bör ändå lyftas fram då innovationsbolagen utgör en viktig del av näringslivet som ska bana väg för tillväxten i kritiska branscher såsom medicin, hälsa, miljö och infrastruktur. Om utvecklingen istället står och trampar på samma ställe till följd av att innovationsbolagens riskkapitalanskaffning i viss mån hindras torde marknaden också kunna ha översyn med en viss särbehandling.

4 Utvärdering av emissionsläget på aktiemarknaden

4.1 Allmänt

Följande avsnitt syftar till att utvärdera ett antal på aktiemarknaden genomförda riktade emissioner. Jag ämnar utreda huruvida emissionernas utförande och bakomliggande motiv är förenliga med de bolags- och aktiemarknadsrättsliga krav som finns för att få rikta en emission. Utvärderingen skildrar det aktuella marknadsläget och den handlingssedvana som vuxit fram på marknaden. Detta torde i sin tur även påvisa huruvida det genom nämnda marknadspraxis i praktiken skett en lindring av dessa bolags- och aktiemarknadsrättsliga krav. Även om avsnittet avslutas med en utvärdering av de något mindre börsbolagens emissionsaktiviteter är det främst större välkända börsbolags emissioner som är i fokus. Det bör inledningsvis påpekas att specifika skäl till varför ett bolag väljer att rikta en emission till just en särskild aktör kan vara svåra att precisera då det sällan är offentligt vilken relation de två aktörerna har eller ämnar utveckla. Men mot bakgrund av att bolagen måste kommunicera de övergripande skälen till varför en riktad emission genomförs torde dock en heltäckande analys likväl kunna genomföras.

Företrädesrättsemissionerna är fortfarande i majoritet varför det även är viktigt att poängtera att det trendbrott som skett avseende de riktade emissionernas användning bara tagit sin början.¹³⁴ Anledningarna till att en ökning av de riktade emissionernas användning är att vänta har dels grund i den bolags- och aktiemarknadsrätt som presenterats där det under det senaste årtiondet succesivt ställts lindrigare krav vid utformningen av en riktad emission, dels torde vara ett i dagsläget attraktivt emissionsalternativ. Sverige har jämfört med delar av övriga västvärlden hamnat på efterkälken i sin riskkapitalförsörjning och detta framförallt vad gäller kapitalanskaffningen till innovations- och tillväxtbolag.¹³⁵ Det finns i dagsläget inga tydliga tecken på att den trendmässiga nedgången i tillgången på nytt riskkapital ska vända och utvecklingen visar på att den offentliga sektorn, det vill säga staten, kommuner och landsting, numera utgör en av de primära källorna till riskkapital för dessa typer av börsbolag.¹³⁶ Även om svenska riskkapitalanalytiker framhållit att det under 2012 funnits små tecken på ökad tillgång till riskkapital då både svenska och utländska privatinvesterare ökat sina investeringar, är svensk kapitalförsörjning fortfarande

¹³⁴ Se <http://www.nyemissioner.se>.

¹³⁵ SVCA (årsrapport 2011), s 8 ff.

¹³⁶ SVCA (årsrapport 2011), s 8 ff.

svag jämfört med andra länder.¹³⁷ Riktade emissioner kan därför argumenteras vara ett attraktivt emissionsalternativ för samtliga börsbolag då de i brist på allmänhetens och aktieägarnas investeringsintresse istället kan inrikta sig på att locka till sig specifika utländska investerare.

4.2 Isbrytning bland börsbolagen

Jag ämnar i följande avsnitt genom empirisk data skildra börsbolagens ökade användning av riktade emissioner. De utvärderade emissionerna kommer även att analyseras mot bakgrund av de bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränser som presenterats tidigare i förevarande utredning där jag framförallt försöker fastställa huruvida det på senare tid i ljuset av börsbolagens stadigt ökade kapitalbehov i praktiken skett en lindring av dessa bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränser. Av de riktade emissioner vars dokumentation varit tillgänglig är urvalet baserat på dels bolagets mediala status på aktiemarknaden (nationellt kända bolags emissioner tenderar att granskas betydligt mer ingående), dels emissionens utformning och förenade villkor. De utredda emissionerna är inte enbart riktade nyemissioner utan det är en blandning av både nyemissioner och emissioner av konvertibler för att påvisa bolagens alternativ i samband med emissioner som ett kapitalanskaffningsalternativ. En annan viktig aspekt för urvalet var emissionernas förenade villkor där exempelvis emissionens utdelningsvillkor, bortsett från att det är en riktad emission, potentiellt utgör ytterligare ett diskutabelt villkor av emissionen värt att analysera. Sammantaget torde urvalet påvisa på den differentiering som återfinns bland bolagens riktade emissioner.

4.2.1 Industrivärden

Industrivärden meddelade i början på 2010 att de avsåg att genomföra en riktad konvertibelemission om 450 miljoner euro. Emissionen skulle marknadsföras mot europeiska institutionella investerare med specialistkunskap om just konvertibelemissioner. Bolagsledningen motiverade emissionens genomförande med att det bland annat skapades goda möjligheter för bolaget att dra nytta av den starka investeringskapacitet som finns på de utländska marknaderna vilket på sikt torde stärka bolagets framtida finansiella ställning.¹³⁸ Industrivärdens emission låg precis rätt i tiden då den europeiska marknaden för konvertibelemissioner hade ökat markant under 2009.¹³⁹ Den europeiska riskkapitalmarknaden torde i jämförelse med den svenska även besitta betydligt större investeringskrafter vilket Industrivärden mycket riktigt drog nytta av då de

¹³⁷ SVCA (rapport 2012), s 2.

¹³⁸ Industrivärden (pressmeddelande), stycke 6 ff.

¹³⁹ Affärsvärlden 2010-01-19, stycke 17.

istället för att genomföra en traditionell företrädesemission inriktade sig på att locka till sig penningstarka europeiska investerare.

En konvertibelemission är något mer komplicerad än en traditionell nyemission då en konvertibel ur innehavarens synpunkt kräver större analys och en mer omfattande strategiplan för dess förvaltning. Vid en sedvanlig aktieteckning sker analysen före transaktionen och affären kan inte göras ogjord efter tecknandet medan ett konvertibelinnehav kräver kontinuerlig och långsiktig strategi då ägaren kan konvertera innehavet vid vilken tidpunkt som helst innan löptidens utgång. Med tanke på att den europeiska handeln med konvertibler stadigt vuxit torde detta också tyda på att investerare enbart inriktade på handeln med konvertibler änträt marknaden. Dessa specialister torde genom sin specialisering ha utvecklat en analytisk fördel jämfört med de traditionella institutionerna då de snabbare kan utvärdera huruvida ett konvertibelerbjudande är lukrativt eller inte.¹⁴⁰ Även om det är svåranalyserat vilka institutioner som sedermera konverterade sina innehav till följd av Industrivärdens emission kan det mot bakgrund av deras pressmeddelande tänkas att flera av dem var just konvertibel-specialister.

Industrivärdens konvertibelemission var på intet sätt den första i sitt slag men konstituerar ändå ett exempel där ett välkänt bolag trots hård mediabevakning tog steget att frångå aktieägarnas företrädesrätt. Emissionens syfte kan argumenteras ha varit att i första hand gynna bolaget men även befintliga aktieägare på sikt då bolagsledningen bedömde emissionen som gynnsam för bolagets framtida börsvärde. Industrivärdens exempel torde, trots att den inte var först i sitt slag, även inspirerat och banat väg för andra välkända börsbolag. Affärsvärlden framhöll via en branschälla att ”om försiktiga Industrivärden lyckas göra det här, utan att det väcker kritik, då borde väldigt många andra bolag vara sugna på att följa efter”¹⁴¹.

Den aktuella konvertibelemissionen belyser även faktumet att den traditionella aktiehandeln möts av allt större konkurrens från alternativa värdepapper såsom konvertibler. Det måste dock i sammanhanget poängteras att aktiehandeln fortfarande är i stor majoritet. Detta kan bland annat antas bero på att handeln med konvertibler förutsätter en relativt likvid aktie för att investerarna ska känna sig intresserade av att handla med konvertibler då de vid någon tidpunkt kalkylerar med att kunna realisera sina placeringar genom konvertering till aktier.

Industrivärdens emission berättigade de utländska investerarna en ränta om cirka 3 procent på lånebeloppet med en option att omvandla konvertiblerna till

¹⁴⁰ Affärsvärlden 2010-01-19, stycke 26.

¹⁴¹ Affärsvärlden 2010-01-19, stycke 5.

aktier till kursen 116 kr. Att märka är att Industrivärden börskurs vid tillfället var runt 80 kronor.¹⁴² Så länge emissionsgenomförandet skett på ett formellt och korrekt vis, det vill säga att erforderliga stämmobeslut tagits, emissionsbeslutet innehåller skälen till den riktade konvertibelemissionen osv., torde varken bolags- eller aktiemarknadsrätten stipulerat några hinder för emissionens genomförande. Detta med hänsyn till att emissionen dels inte riktades till befintliga aktieägare, dels till synes inte var förenad med någon emissionsrabatt. Det kan även argumenteras för att då aktiemarknaden vid tillfället var på tillfällig kraftig uppgång efter de hårda krisåren (2008/09) ansågs konvertiblerna attraktiva även om konverteringskursen var så pass hög. Emissionens potentiella makt- och utspädningseffekter torde ur aktieägarnas synpunkt varit svår-analyserade då det i förväg inte kan avgöras hur många av konvertiblerna som kommer att omvandlas till aktier, speciellt med tanke på den förhållandevis höga konverteringskursen. Detta kan i sin tur tänkas ha lett till att potentiella generalklausulsärenden uppståendes till följd av emissionen varit svårbedömda.

För det fall Industrivärden istället genomfört en företrädesemission kan det argumenteras för att det utländska investeringsintresset varit betydligt mindre då de inte kunnat ges tillfälle att teckna sig för hela emissionen. Det kan dessutom tänkas att den marknadsföring som gjordes till följd av att emissionen riktades till utländska investerare varit avgörande för emissionens fulltecknande. På så vis är Industrivärden konvertibelemission ett praktexempel på hur svenska börsbolag genom riktade emissioner kan ta del av den investeringspotential som finns utanför Sveriges gränser, vilket även på sikt kan vara nyckeln till att förbättra Sveriges riskkapitalförsörjning.

4.2.2 Eniro

En av bankerna ingående i ett bankkonsortium som tillsammans utgett lån till sökföretaget Eniro begärde 2012 en förtidsåterbetalning av ett lån om cirka 540 miljoner kronor varpå Eniro genomförde en riktad nyemission av 1 miljon preferensaktier. Emissionen riktades till institutionella investerare och allmänheten i Sverige inklusive Eniros befintliga aktieägare, det vill säga aktieägarna hade inte rätt att utöva någon företrädesrätt.¹⁴³ Emissionen var uppdelad i två delar där ett konsortium av institutioner gavs rätt att teckna 75 procent av de nytgivna aktierna.¹⁴⁴ Även om det framhölls att konsortiets teckningsandel kunde minskas för det fall befintliga aktieägare skulle visa intresse av att teckna mer än 25 procent av aktierna kan det starkt argumenteras för att emissionen till största delen var en riktad sådan till några få utvalda utomstående investerare.

¹⁴² Industrivärden (pressmeddelande), stycke 9 ff.

¹⁴³ Eniro (pressmeddelande), s 2.

¹⁴⁴ Eniro (pressmeddelande), s 4.

Eniro meddelade före emissionens genomröstande att aktieägare som representerade 36,5 procent av antalet aktier i Eniro ställt sig positiva till transaktionen.¹⁴⁵ I vilken mån siffran speglar aktieägarkollektivets syn på emissionen är omöjligt att fastställa då de berörda 36,5 procenten kan vara representerade av en eller ett fåtal majoritetsägare. Även om det genom den riktade emissionen skedde en utspädning på cirka 1 procent av kapitalet och 0,1 procent av rösterna torde det inte varit speciellt svårt för bolagsledningen att övertyga åtminstone två tredjedelar av de befintliga aktieägarna om att emissionen var ytterst nödvändig för bolagets överlevnad.¹⁴⁶

Förutom utspädning och maktförluster i bolaget medförde emissionen även minskad utdelningspotential för befintliga aktieägare, detta eftersom de ny-utgivna preferensaktierna i det aktuella fallet hade företrädesrätt framför övriga aktier till en årlig utdelning om 48 konor per preferensaktie. Därtill bör tilläggas att avkastningen på preferensaktierna skulle komma att öka med tiden och för det fall bolaget skulle missa att utbetala relevant utdelning eller inte kunna betala eventuella utdelningar så skulle de berörda aktieägarna få ytterligare 20 procent ränta på det aktuella utdelningsbeloppet.¹⁴⁷ De aktuella utdelningsvillkoren torde för investerarna varit en faktor som gjorde emissionen betydligt attraktivare, om än på befintliga aktieägares bekostnad. Liknande utdelningsvillkor i samband med företrädesemissioner är inte problematiska på samma vis då aktieägarna vid en företrädesemission åtminstone ges möjlighet att ta del av de förenade förmånerna, detta till skillnad från en riktad emission där aktieägarna exkluderas.

Vad gäller potentiella klagomål kan det med utgångspunkt i de förenade utdelningsvillkoren poneras att en enskild aktieägare åberopar ett potentiellt stridande mot generalklausulen då denne till följd av kraftigt minskade chanser till utdelning i ett sargat bolag kan göra gällande att emissionen berett ovannämnda investerare otillbörliga fördelar som varit till nackdel för den enskilde aktieägaren. Liknande spörsmål har inte behandlats i bolagsrätten eller handlagts av AMN men det kan argumenteras för att aktieägarnas försämrade utdelningspotential medför liknande effekter som en emissionsrabatt; samtidigt som emissionserbjudandet vid båda fallen blir mer lukrativt för tecknarna missgynnas befintliga aktieägare. För det fall aktieägarnas utdelningar skulle påverkas i väsentlig mån kan det därför tänkas att exempelvis AMN skulle finna förfarandet oförenligt med god sed på aktiemarknaden, detta mot bakgrund av AMN 2005:7 där en för stor emissionsrabatt ansågs strida mot god sed på aktiemarknaden. Därmed kan det tänkas att liknande emissionsförmåner i ett

¹⁴⁵ Eniro (pressmeddelande), s 1.

¹⁴⁶ Eniro (pressmeddelande), s 1 ff.

¹⁴⁷ Eniro (pressmeddelande), s 2.

framtidsperspektiv riskerar att stå i strid med gällande aktiemarknadsrätt, men då förfarandet än så länge tillåtits kan utdelningsvillkoren förenade med Eniros emission tänkas istället konstitueras en form av marknadspraxis av vad som vid en riktad emission anses godtagbart på aktiemarknaden.

Det ska även påpekas att börsbolagens utdelningsvillkor i samband med riktade emissioner riskerar att på sikt utvecklas än mer till investerarnas fördel på befintliga aktieägares bekostnad varför en liknande Eniros emission inom en viss framtid tid riskerar att hamna på AMN:s bord. Det kan argumenteras för att AMN är ett lämpligt forum att bedöma ett sådant ärendet då de dels snabbt kan publicera ett uttalande, dels är en respektingivande aktör på aktiemarknaden. Lägg därtill att AMN i tidigare emissionsärenden vanligtvis beaktat både gällande bolags- och aktiemarknadsrätt. Ett sådant uttalande skulle därmed kunna tänkas vara prejudicerande och således underlätta bedömningen av eventuella bolagsrättsliga tvister som kan tänkas uppstå till följd av liknande emissionsförmåner. Frånsett eventuella konflikter med bolagsrättens generalklausul finns det inget som talar för att Eniros emission vore oförenlig med gällande bolagsrätt.

4.2.3 Nordic Mines

Nordic Mines är ett nordiskt gruvbolag noterat på Stockholmsbörsens Mid Cap-lista som på senare tid varit aktiv på emissionsmarknaden då bolaget under en knapp femårsperiod genomfört flertalet riktade emissioner.

Ett emissionsförfarande värt att utvärdera är en tudelad emission som bolaget genomförde i slutet av 2009 där bolaget tillfördes 240 miljoner kronor genom dels en riktad emission (180 MSEK) till ett begränsat antal utvalda investerare, dels en företrädesemission (60 MSEK). Bolagets initiala plan var att enbart genomföra en riktad emission till en aktiekurs på 26 kronor. Teckningskursen var på förhand överenskommen mellan bolagsledningen och de institutionella investerarna.¹⁴⁸ Bolagets dåvarande börskurs var dock 32 kronor men rabatten motiverades med att ”nuvarande aktieägare mer än väl kompenseras av att Bolaget snabbt och effektivt kan genomföra den kapitalanskaffning som nu planeras och därmed följa Bolagets investeringsplan”¹⁴⁹. Ärendet hamnade dock på AMN:s bord som i sina överväganden rekommenderade bolaget att minimera emissionsrabatten så mycket som möjligt för att inte riskera att emissionen med framgång skulle kunna klandras med stöd av generalklausulen.¹⁵⁰ Det kan därmed poneras att bolaget till följd av AMN:s bedömning reviderade sitt

¹⁴⁸ Nordic Mines, pressmeddelande 2009-12-22 ”Nordic Mines tillförs 240 mkr” stycke 1 ff och AMN 2009:29, avsnitt ”Framställning” stycke 7 f.

¹⁴⁹ AMN 2009:29, avsnitt ”Framställning” stycke 15.

¹⁵⁰ AMN 2009:29, avsnitt ”Överväganden” stycke 4 ff.

emissionsupplägg varpå de istället genomförde en tudelad emission där 75 procent riktades till nämnda institutionella investerare och 25 procent tecknades genom företrädesrätt för befintliga aktieägare. Anledningen till att den procentuella andelen som tecknades med företrädesrätt kunde hållas så pass låg men ändå tillfredsställa aktieägarnas behov av att teckna sig för de nytutgivna aktierna kan tänkas berott på ett relativt högt ställt teckningsberättigande där 10 befintliga aktier gav rätt att teckna enbart 1 ny aktie.¹⁵¹ Sammanfattningsvis kunde Nordic Mines mot bakgrund av att AMN tidigare sanktionerat ett sådant tudelat förfarande och att teckningskursen i båda emissionerna sattes till 26 kronor få in det behövda riskkapitalet.¹⁵²

Nordic Mines styrelse har efter ovanstående emission vid varje årsstämma bemyndigats att ”vid ett eller flera tillfällen under tiden fram till nästa årsstämma, med eller utan avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, besluta om nyemission av aktier, konvertibler, teckningsoptioner eller kombinationer därav”¹⁵³. Bemyndigandet torde stävja eventuella påtryckningar från aktieägare om att enbart genomföra företrädesemissioner varpå styrelsen kan utföra sitt arbete med fullt fokus på bolagets välmående. Bolagets styrelse har också till följd av bemyndigandet genomfört en rad emissioner, såväl riktade som företrädesemissioner.

De riktade emissionerna har i vissa fall medfört utspädningar med så mycket som 5 procent av aktiekapitalet varpå det likväl kan tänkas att befintliga aktieägare känt sig åsidosatta. Men med hänsyn till stämmans bemyndigande torde de inte ha några större framgångsutsikter med en eventuell klandertalan då emissionerna i övrigt inte varit otillbörliga på något vis. Styrelsen har dock försökt lugna aktieägarna och poängterat att de riktade emissionerna är essentiella för bolagets möjligheter att skapa ytterligare värde för samtliga aktieägare.¹⁵⁴ Även om styrelsen också genomfört företrädesemissioner som fulltecknats (ofta garanterade) kan det argumenteras för att de riktade emissionerna fört med sig fler fördelar för bolaget; dels har kostnaderna samt tidsåtgången minimerats, dels har det institutionella ägandet ökat i bolaget vilket i sin tur kan vara väl så nödvändigt vid framtida emissioner.

¹⁵¹ Nordic Mines, pressmeddelande 2009-12-22 ”Nordic Mines tillförs 240 mkr” avsnitt ”Emissionerna” stycke 3.

¹⁵² Nordic Mines, pressmeddelande 2009-12-22 ”Nordic Mines tillförs 240 mkr” stycke 3 och AMN 2002:2, stycke 16.

¹⁵³ Nordic Mines (2010), bilaga 5 stycke 1, Nordic Mines (2011), bilaga 6 stycke 1 och Nordic Mines, pressmeddelande 2012-05-23 ”Kommuniké från Årsstämma” stycke 2.

¹⁵⁴ Nordic Mines, pressmeddelande 2012-03-08 stycke 3 ff.

4.2.4 PA Resources

PA Resources är ett i media ofta citerat olje- och gasbolag med säte i Stockholm. Bolaget är noterat på Stockholmsbörsens Mid Cap-lista och är hårt skuldsatt och befinner sig i en finansiell kris, i takt med att bolagets börskurs på senare tid fullständigt rasat har även konkurshotet blivit alltmer överhängande. Bolaget har dock under hösten 2012 presenterat att de ämnar genomföra två offensiva emissioner som förhoppningsvis kommer rädda bolaget ur krisen.

Emissionsförfarandet är uppdelat i en tvåstegsraket där bolaget först genomför en riktad emission om cirka 1 miljard kronor där bolagets befintliga konvertibelägare erbjuds att i förtid kvitta sina konvertibler mot nyemitterade aktier i bolaget, varefter en garanterad företrädesemission om cirka 700 miljoner kronor också ska genomföras. Om samtliga konvertibelägare väljer att konvertera sina innehav till aktier kommer de också att kontrollera mer än 90 procent av aktiekapitalet i bolaget. Den siffran kommer dock minska till drygt 50 procent för det fall den fullt garanterade företrädesemissionen genomförs.¹⁵⁵ De två emissionstransaktionerna torde vara en sista ansträngning från bolagsledningen att försöka rädda bolaget då företrädesemissionen förfaller om inte åtminstone 90 procent av skuldebrevsandelarna konverteras i samband med den riktade emissionen.¹⁵⁶ Det ska även påpekas att företrädesemissionen är förenad med ett bemyndigande för styrelsen att på egen hand ombesörja dess genomförande då aktieägarna röstade igenom det aktuella emissionsbeslutet på den genomförda extrainlagda bolagsstämman den 7 december 2012.¹⁵⁷

Den riktade emissionen torde från de befintliga aktieägarnas perspektiv vara alltför stor och verka till kraftig nackdel då deras aktier tappar mycket i värde samtidigt som de förlorar all kontroll över bolaget. Det måste dock i sammanhanget påpekas att det troligtvis bara finns ett alternativ och det är konkurs då bolagets skulder snabbt måste reduceras. Även om de två emissionerna potentiellt kommer öka bolaget aktiekapital med cirka 600 procent kommer bolaget fortfarande vara skuldsatt.¹⁵⁸ Den efterföljande emissionen torde dock i viss mån uppmuntra aktieägarna till förnyad satsning då det dels ges tillfälle att förvärva tillbaka delar av förlorade makt- och ägarandelar, dels finns en reell chans att bolaget undviker konkurs då företrädesemissionen är villkorad av att den riktade emissionen tecknas med åtminstone 90 procent.

Frågan huruvida en enskild aktieägare utifrån generalklausulen med framgång kan klandra den riktade emissionen får ändå anses något svårbedömd. En så pass

¹⁵⁵ PA Resources (pressmeddelande 2012a), s 3 ff.

¹⁵⁶ PA Resources (pressmeddelande 2012a), s 5.

¹⁵⁷ PA Resources (pressmeddelande 2012b), s 2.

¹⁵⁸ PA Resources (pressmeddelande 2012a), s 1.

stor riktad emission som medför att befintliga aktieägares andelar späds ut med flera 100 procent kan vid en första anblick anses bereda otillbörliga fördelar för utomstående till nackdel för en eller flera aktieägare. Emissionen måste dock ses i ljuset av den ekonomiskt prekära situation som bolaget befinner sig i varpå dess otillbörliga element blir något svårbedömt. Det kan dock tänkas att den riktade emissionen inte kan vara otillbörlig då den troligtvis är en av de sista utvägarna för bolagets överlevnad. Lägg därtill att riktade emissioner som anses företagsekonomiskt riktiga och försvarliga enligt generalklausulens förarbeten alltid torde tillåtas.¹⁵⁹

Vad som dock också bör påpekas är att för det fall befintliga aktieägare väljer att återropa generalklausulen torde dessa vid en framgångsrik klandertalan stå inför endast två alternativ; antingen skrotas samtliga emissionsplaner vilket gör att bolaget med stor sannolikhet går i konkurs eller så måste företrädesemissionen utökas med ett belopp som motsvarar vad den riktade emissionen hade inbringat, varpå aktieägarna själva måste tillskjuta det behövda kapitalet. Med tanke på att det rör sig om extremt stora summor kan det tänkas att det enbart via en företrädesemission torde vara svårt att få in tillräckligt med kapital för att bolaget ska kunna undvika konkurs.

Sammantaget kan det mot bakgrund av PA Resources svaga finansiella ställning tänkas att aktieägarnas val att rösta igenom de två emissionerna var relativt enkelt, detta för att rädda det som räddas kan då det för bolagets överlevnad krävs en extremt offensiv satsning. För de befintliga aktieägare som inte är villiga att tillskjuta bolaget mer kapital torde den riktade emissionen istället vara ett gyllene tillfälle att en sista gång försöka få bolaget på rätt köl för att på så vis få tillbaka åtminstone delar av sina investeringar

4.2.5 Mindre bolag

Bolagen utvärderade ovan är stora och välkända börsbolag som ständigt är påpassade i mediebruset. Börsbolag som inte är noterade på någon av de stora listorna, det vill säga Stockholmsbörsens Large respektive Mid Cap, kan tänkas ”flyga under radarn” vad gäller mediabevakningen av de riktade emissionerna. Enligt statistik från Stockholmsbörsen ökade användningen av de riktade emissionerna under krisåren 2008 och 2009 på mindre listor såsom First North, detta trots att institutioner såsom Aktiespararna protesterat mot att de riktade emissionerna blivit så pass regelmässiga.¹⁶⁰ Anledningen till att den ökade trenden överhuvudtaget varit bolagsrättsligt möjlig torde bero på att ägandet inte är så spritt i dessa mindre börsbolag vilket gör att det är enklare att få ihop den kvalificerade majoritet som krävs för att förbigå aktieägarnas företrädesrätt.

¹⁵⁹ Prop. 1973:93, s 137.

¹⁶⁰ Se <http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/statistik>.

Ett exempel som kan nämnas är fastighetsbolaget Dagon AB som köptes under 2012 upp av Klövermen men var innan det noterat på Stockholmsbörsens Small Cap-lista.¹⁶¹ Bolaget genomförde hösten 2009 en riktad kontantemission på drygt 100 miljoner kronor till Sten K Johnson genom hans helägda bolag Tibia Konsult AB.¹⁶² Dagon var vid tidpunkten till följd av finanskrisen ett sargat bolag i stort behov av nytt riskkapital. Den riktade emissionen motsvarade så mycket som drygt 10 procent av bolagets aktiekapital och genomfördes till en kurs som var 2 kronor högre än dåvarande aktiekurs.¹⁶³ Två månader efter emissionens genomförande hade aktiekursen stigit med 26 procent.



*Dagon AB aktiekurs oktober 2009 till februari 2010. Källa: www.avanza.se
Den initialt övre kurvan representerar Stockholmsbörsens utveckling för det givna tidsspannet medan den undre kurvan representerar Dagens aktiekurs.*

Även om Dagon före emissionens genomförande fick rekommendationer från sin finansiella rådgivare om att kursen på 48 kronor skulle vara väldigt attraktiv för både bolaget och utomstående investerare, detta då deras finansiella ställning vid tillfället inte var speciellt stark, torde emissionen till följd av den drastiska kursuppgången ändå kunna ifrågasättas.¹⁶⁴ Transaktionen torde i efterhand varit ett rejält bakslag för existerande aktieägare då dels deras ägarandelar blivit kraftigt utspädda, dels då de inte getts tillfälle att teckna sig för de nya aktierna och på så vis åtminstone getts möjlighet att i större utsträckning ta del av kursuppgången. Det bör i sammanhanget dock påpekas att för det fall kursstigningen var en direkt följd av den riktade emissionen är det ett faktum att existerande aktieägares andelar, även om de blivit utspädda, ökat med över 20 procent samtidigt som bolagets finansiella ställning förstärktes. Sammanfattningsvis kan det argumenteras för att även om vissa aktieägare känt sig åsidosatta var emissionens sammantagna effekter utifrån bolagets intressen

¹⁶¹ Dagon (årsredovisning 2012), s 54.

¹⁶² Dagon (rapport 2010), s 3.

¹⁶³ Dagon (rapport 2010), s 3.

¹⁶⁴ Dagon (rapport 2010), s 3.

överhängande positiva då en kapitalstark ägarprofil förvärvats och bolaget brutit en negativ trend.

4.3 Sammanfattande analys av marknadsläget

Utvärderingen av marknadsläget visar dels på de riktade emissionernas utbredning på marknaden, dels på en diversifiering i deras utformning och genomförande. Vad gäller de utvärderade emissionernas bakomliggande motiv kan de tänkas ha varit relativt likartade med de riktade emissioner som genomfördes redan under 1970- och 80-talet, kort efter att användandet av riktade emissioner införlivades i svensk rätt. Kärnmotivet av att genomföra en emission, vare sig den är riktad eller inte, torde inte variera speciellt mycket; bolagen genomför emissionerna då de på kort eller lång sikt är i stort (PA Resources) eller något mindre (Industrivärden) behov av att få in riskkapital. Vad som dock torde ha utvecklats, speciellt under det senaste decenniet, är emissionernas utformning och deras förenade villkor samt förmåner. I takt med att marginalerna och konkurrensen för bolagens välstånd blir mindre och hårdare har också bolagens uppfinningsrikedom blivit framstående vid de riktade emissionernas utförande.

Ett annat faktum som bör lyftas fram är att det nuförtiden inte bara är de traditionella institutionerna såsom AP-fonderna som genomför de stora investeringarna utan även de stadigt växande, såväl inhemska som utländska, investmentbolagen blir allt aktivare på aktiemarknaden med stort kapital i ryggen. Nämnda utveckling torde på lång sikt vara positiv för den svenska riskkapitalförsörjningen men det måste i sammanhanget nämnas att det samtidigt skapas en konkurrens mellan de emitterande börsbolagen som i sin tur pressar dem att utforma sina emissionsvillkor så förmånligt som möjligt för att på så vis locka till sig de kapitalstarka investerarna. Därmed är det en logisk utveckling att börsbolagen i samband med de riktade emissionerna visat på en allt större initiativförmåga i frågor om utformning, prissättning och utdelningsförmåner.

Riskerna med den aktuella utvecklingen är att den, om framåtskridandet sker i samma raska takt, kan komma att inkräkta mer och mer på de bolags- och aktiemarknadsrättsliga restriktionerna som tidigare presenterats, det vill säga emissionerna riskerar att till följd av alltför orättvisa förmåner strida mot framförallt generalklausulen i ABL. Det är aktieägarnas rättigheter som kan tänkas hamna något i skymundan då det kan argumenteras för att det enligt marknadsaktörerna mot bakgrund av det tuffa finansklimat som råder är betydligt viktigare att ha de kapitalmässiga förutsättningarna att satsa framåt än att se till minoritetsskyddet och att hålla aktieägarna tillfredsställda till varje pris.

Lägg därtill att i takt med att de riktade emissionerna ökar så torde även majoritetsägandet i börsbolagen öka vilket på sikt kan tänkas försvaga hänsynen till övriga aktieägare än mer då fler bolag kan komma att kontrolleras av de stora investmentbolagen.

Utvärderingen av marknadsläget inte på några större konflikter med gällande bolags- och aktiemarknadsrätt och i de fall som revidering krävts har AMN varit angeläget om att uttala sig i ärendet. Det bör ändå i sammanhanget framhållas att för det fall utvecklingen som just nu sker på aktiemarknaden kommer att framskrida i samma takt kan det tänkas att det inom en viss framtid också bör ske en lindring av de bolags- och aktiemarknadsrättsliga krav som ställs på en riktad emission. Det kan argumenteras för att det på aktiemarknaden sakta men säkert i förhållande till de gränser som ställs utifrån regelverken per automatik skapas en lindring där börsbolagens emissioner utifrån vissa aspekter, (exempelvis prissättning och förenade villkor) kan tänkas stå i strid med de bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränserna. Ett exempel som bör nämnas är vissa emissioners förenade utdelningsvillkor som i brist på handfast vägledning kan tänkas stå i strid med gällande bolagsrätt då alltför förmånliga utdelningsvillkor riskerar att falla under generalklausulens tillämpningsområde. Lägg därtill att dessa utdelningsvillkor riskerar att utvecklas än mer till nackdel för de aktieägare som exkluderas från en riktad emission. Ett annat exempel som också kan nämnas är bolagens ökade strävan om att sätta så låga teckningskurser som möjligt vilket på sikt riskerar att skapa en utveckling där teckningskurserna i allt större omfattning kommer att strida mot de bolags- och aktiemarknadsrättsliga kraven. Härvid bör tilläggas att börsbolagens inflytande över utformandet av en effektiv aktiemarknad bör vara stort då de kan hävdas vara en av marknadens bästa bedömare. Därmed vore det konsekvent om de bolags- och aktiemarknadsrättsliga ramverken också anpassades efter den utveckling som kontinuerligt sker på aktiemarknaden som i huvudsak skapas av börsbolagen själva.

Även om isbrytningen vad gäller de riktade emissionerna numera är ett faktum bland såväl välkända som mindre kända börsbolag kan det konstateras att företrädesemissionerna fortfarande är det vanligaste emitteringsförfarandet. Intresset för aktieteckning och emissioner i välrenommerade börsbolag såsom Swedbank, ABB och Volvo torde vara så stort att de kallt kan räkna med att emissionen kommer att fulltecknas, detta oavsett om emissionen riktas eller genomförs med företrädesrätt.¹⁶⁵ Härvid bör tilläggas att dessa välkända börsbolag ofta har kapitalstarka majoritetsägare i ryggen varpå de kan känna sig än säkrare på att en eventuell företrädesemission kommer att fulltecknas (via exempelvis den subsidiära företrädesrätt) och saknar därmed anledning att frångå företrädesrätten.

¹⁶⁵ Eftersom dessa börsbolags omsättning av aktier generellt sett är väldigt hög fulltecknas emissioner i dessa bolag oavsett emissionsform, se Swedbank (årsredovisning) s 48.

Bergström och Samuelsson betonar att börsbolagen på ett generellt plan torde föredra företrädesemissioner framför riktade emissioner då befintliga aktieägare ges möjlighet att behålla kontrollen över bolaget.¹⁶⁶ Det bör i sammanhanget dock framhållas att teorin troligtvis stämmer bättre överens med en marknad som präglas av högkonjunktur och en stabilare marknad. I ljuset av att aktiemarknaden under det senaste decenniet blivit alltmer volatil kan det argumenteras för att de bolag som väljer företrädesemissionerna specifikt för att inte tappa kontrollen över bolaget blir allt färre. Detta torde dels bero på att kontrollfrågan i flera bolag får ge vika för den tuffa finansiella situationen som råder och kraven på att i omgångar anskaffa nytt riskkapital, dels på asymmetrin som finns mellan utbud och efterfrågan på riskkapital.

Resonemanget från de föregående styckena torde dock även gälla Industrivärden och deras ovan diskuterade konvertibelemission, detta då bolaget har en relativt stabil ekonomi samt kapitalstarka ägare. Bolagsledningen valde att ändå rikta emissionen till helt utomstående investerare. Det kan argumenteras för att Industrivärdens ledning var väl medvetna om detta men ansåg att den riktade emissionen förde med sig betydligt fler fördelar än det kapital som inbringades. Pondera att Industrivärden i framtiden blir tvungna att genomföra en serie av emissioner varpå de via den genomförda konvertibelemissionen troligtvis förvärvat en del kapitalstarka aktieägare som torde vara till stor nytta vid dessa framtida emissioner. På så vis torde bolaget i framtiden inte behöva genomföra samma marknadsföringsprocess för att locka till sig utländska aktieägare och kan antingen genom en företrädesemission eller kanske mer troligt (åtminstone billigare) genom en emission riktad till dessa potentiella aktieägare snabbare anskaffa nödvändigt riskkapital.

Det kan sammanfattningsvis tänkas att Industrivärdens emission verkar som ett pilotfall som inspirerat och kommer att inspirera andra börsbolag att följa dess exempel, detta eftersom kapitalbehovet i dagsläget är stort i många börsbolag och torde också förbli så en viss tid framöver varpå bolagen kan behöva genomföra serier av emissioner (se Nordic Mines emissioner ovan) för att tillse sitt kapitalbehov. I ljuset av detta kan det argumenteras för att marknadens behov av att få tillgång till utländskt riskkapital bara kommer att öka med tiden. Därmed är det min åsikt att de riktade emissionerna torde utgöra en viktig del av det svenska näringslivets framtida kapitalförsörjning varpå det är viktigt att berörda parter (lagstiftaren, AMN, börsbolagen m.fl.) arbetar tillsammans för att tvätta bort den något negativa stämpeln som de riktade emissioner har i dagsläget.¹⁶⁷

¹⁶⁶ Bergström och Samuelsson (2006), s 74.

¹⁶⁷ Se Affärsvärlden 2012-02-21, stycke 1.

5 Avslutande kommentarer

Jag ämnar i det följande föra en diskussion som präglas av den information som presenterats i tidigare kapitel. Avsnittet är uppdelat i fyra olika segment där jag börjar med en rättslig argumentation vari de riktade emissionernas gränser utifrån presenterad bolags- och aktiemarknadsrätt utvärderas. Då mitt övergripande fokus för utredningen är näringslivets kapitalförsörjning och dess stadigt ökande kapitalbehov följer sedan ett avsnitt där jag utifrån ett bolagsperspektiv analyserar aktiemarknadens behov av att använda sig av de riktade emissionerna.

I detta avsnitt analyseras de riktade emissionerna utifrån deras för- och nackdelar för såväl de emitterande bolagen som för aktieägarkollektivet och enskilda aktieägare. Här återkopplar jag även till frågeställningen huruvida det i praktiken skett alternativt bör ske en lindring av de bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränser som slutligen utvärderas i den rättsliga argumentationen. Därpå följer ett avsnitt med en de lege ferenda diskussion där jag lyfter fram tänkbara ändringar och tillägg i regleringen av de riktade emissionerna.

5.1 Rättslig argumentation

Aktieägarnas företrädesrätt i samband med emissioner är en respekterad princip i svensk rätt men då de svenska börsbolagen på senare tid börjat frångå principen alltmer frekvent har även de riktade emissionerna hamnat i ett helt nytt fokus. Aktiespararna är en institution som reagerat negativt på att företrädesrätten numera åsidosätts mer frekvent. Förevarande utredning påvisar dock att det i dagsläget finns relativt få scenarion som potentiellt medför att en riktad emission är oförenlig med gällande bolags- eller aktiemarknadsrätt.

Utifrån vad som framkommit i utredningen kan det argumenteras för att kraven för att en riktad emission ska vara förenlig med gällande bolagsrätt är lågt ställda. Så länge emissionen genomförts på ett korrekt sätt (det vill säga emissionen föregås av ett kvalificerat stämmobeslut, skälen till emissionen anges i emissionsbeslutet osv.) torde det finnas få skäl som medför att den skulle strida mot bolagsrätten. Det är numera snarare generalklausulen som konstituerar den yttre gränsen för vad som ska anses bolagsrättsligt godtagbart i samband med en riktad emission. Mot bakgrund av att bedömningen vid ett generalklausulsärende torde variera i varje enskilt fall är det även svårt att peka ut specifika skäl som potentiellt skulle diskvalificera en riktad emissions förenlighet med just generalklausulsbestämmelsen.

Utredningen har även påvisat att likhetsprincipen såsom den kommer till uttryck i bolagsrätten inte torde stipulera några hinder för bolagens möjligheter att genomföra en riktad emission, detta då den olikabehandling av aktier som sker till följd av en riktad emission enligt gällande bolagsrätt som huvudregel ska respekteras med hänsyn till likhetsprincipen. Även om befintliga aktieägare i samband med riktade emissioner blir både utspädda och förlorar värdefulla maktandelar torde dessa faktorer utifrån likhetsprincipen inte ge upphov till problem för de emitterande bolagen. Den begränsande effekt som institutioner såsom Aktiespararna anser att likhetsprincipen fortfarande konstituerar för genomförandet av riktade emissioner kan mot bakgrund av aktiemarknadens starka självutveckling tänkas att i ett framtidsperspektiv helt försvinna. Eftersom varken lagstiftare, AMN eller författare i doktrinen framfört några invändningar mot nämnda marknadsutveckling torde likhetsprincipens nutida relevans för det aktuella ämnet vara nästintill obetydligt. Även om AMN genom sitt initiativärende med hänsyn till likhetsprincipen sökt begränsa emissioner riktade till befintliga aktieägare torde uttalandets giltighet passerat dels av tiden, dels med tanke på den självutveckling som skett på aktiemarknaden. Det kan mot bakgrund av förevarande argument rent av hävdas för att en riktad emission inte längre kan strida mot likhetsprincipen, detta trots att aktierna inte ges lika rätt att delta i emissionen (se 4 kap 1 § ABL).

Som utredningen påvisat används de riktade emissionerna i betydligt större omfattning än de gånger förfarandena hamnar på AMN:s bord. Bortsett från att AMN vid ett flertal tillfällen uttryckt en restriktiv syn på emissioner riktade till befintliga aktieägare, har uttalandena i de flesta fall utgått från initiativärendet 2002:2. Vad som dock bör poängteras är att för det fall Ds 2012:37 leder till ett lagtextförtydligande om tillåtligheten att rikta emissioner till befintliga aktieägare måste också AMN se över sina tidigare uttalanden och revidera deras innehåll (framförallt AMN 2002:2). Även om promemorian inte leder till några lagändringar kan det ändå vara klokt av AMN att ta tillfället i akt och presentera ett nytt initiativärende som klarlägger den diskrepans som finns mellan AMN:s uttalanden och det aktuella emissionsläget, det vill säga att det på aktiemarknaden stadigt genomförs emissioner som riktas till befintliga aktieägare som i sin tur går emot AMN:s ståndpunkt i ärendet. Det kan argumenteras för att ju förr desto bättre då det kan tyckas att marknaden agerar enbart utifrån sin egen utveckling utan någon större påverkan av AMN:s uttalanden; det faktum att AMN ställt sig restriktiv till emissioner som riktas till befintliga aktieägare stoppar i dagsläget inte ett börsbolag från att genomföra en sådan emission. Det kan dock tänkas att AMN väljer att invänta eventuella lagändringar som Ds 2012:37 kan tänkas ge upphov till varpå ett sådant uttalande lär dröja något år till då promemorian är på remiss för tillfället.

Det kan också mot bakgrund av marknadens ökande efterfrågan på emissioner riktade till befintliga aktieägare tyckas följdriktigt med ett förtydligande enligt föregående stycke. Uppenbarligen är det inte ett problem för bolagen då beslutet måste föregås med ett kvalificerat stämmobeslut. På så vis behöver inte bolagsledningarna eller deras respektive rådgivare känna någon oro över att en emission som riktas till enbart befintliga aktieägare är något som potentiellt sett är otillåtet eller oförenligt med gällande bolags- och aktiemarknadsrätt. Samtidigt kan det istället, som tidigare nämnts, tänkas att generalklausulens tillämpning konstituerar den yttre gräns som börsbolagen har att förhålla sig till vilket också kan argumenteras för att vara den bästa lösningen.

5.2 Argumentation utifrån börsbolagens perspektiv

De emitterande bolagens huvudsakliga argument för att använda sig av riktade emissioner är att det, jämfört med företrädesemissioner, är billigare och förenat med ett snabbare förfarande samt att bolaget i samband med emissionen har goda möjligheter att värva penningstarka ägare som potentiellt kan vara till stor hjälp vid framtida kapitalanskaffningar. Bolagen behöver inte gå ut till samtliga aktieägare med emissionsprospekt som i större bolag ofta måste sättas ihop av dyra finansiella rådgivare eftersom regelverket kring prospekt i dagsläget är väldigt detaljerat.¹⁶⁸ Däremot är det logiskt att institutioner såsom Aktiespararna, i syfte att skydda småspararna, hävdar att möjligheten för börsbolag att använda sig av riktade emissioner riskerar att missbrukas om de kan genomföras på alltför ett slentrianmässigt sätt. Aktiespararnas starkaste argument har grund i likhetsprincipen då existerande aktieägare blir utspädda och förlorar både kapital- och maktandelar i bolaget till följd av en riktad emission, men som utredningen påvisat torde dessa argument inte vara framgångsrika i en eventuell strävan mot att stävja de riktade emissionernas framfart.

Det kan också argumenteras för att den marknadspraxis som byggts upp under det senaste årtiondet till följd av marknadsanvändandet av riktade emissioner också haft stor del i att forma det synsätt och den inställning som börsbolag och framförallt lagstiftaren kan poneras ha gentemot de riktade emissionerna. Utifrån bolagens perspektiv kan det argumenteras att handlingsfriheten är i förarsätet under dessa volatila börstider då bolagsledningens utrymme att välja och efter egen utsago utforma alternativa kapitalanskaffningsmetoder (exempelvis genom att rikta emissioner till europeiska investerare till en låg teckningskurs) blir allt viktigare. Lagstiftaren har i sin tur inte sedan 1970-talet uttalat sig om dess inställning till exempelvis en riktad emission förenad med en låg teckningskurs, men mot bakgrund av aktiemarknadens självutveckling och lagstiftarens

¹⁶⁸ Se 2 kap i lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

passivitet kan det åtminstone poneras att lagstiftarens synsätt gentemot riktade emissioner överensstämmer i stort med börsbolagens. Med tanke på avsaknaden på klara riktlinjer från lagstiftaren och AMN:s brokiga och något oklara förhållningssätt till de riktade emissionerna (nämnden har ju i princip frångått de riktlinjer som den satte upp i 2002:2) är det en väntad utveckling att bolag såsom Industrivärden, PA Resources och Eniro följer varandras exempel och genomfört riktade emissioner med noga övertänkta förenade villkor. Detta har i sin tur gett upphov till den marknadspraxis som råder för tillfället där de riktade emissionerna i allt större utsträckning tillhör börsens vardag. Det är därmed följdriktigt att det finns allt färre organ såsom Aktiespararna som motsätter sig nämnda utveckling.

Det är via enbart företrädesemissioner svårt för de emitterande bolagen att locka till sig nya investerare och speciellt utländska sådana. Företrädesemissionernas försvarare kan antas hänvisa till möjligheten för nya investerare att förvärva de teckningsrätter som befintliga aktieägare inte vill eller kan utnyttja. Det kan dock hävdas att just det argumentet torde väga alltför lätt då det kan antas att utländska investerare inte vill fördjupa sig i svensk bolagsrätt och därtill köpa teckningsrätter där de i förväg inte kan förutspå hur stor andel av emissionen de kan teckna sig för, varpå de väljer att avstå från emissionserbudet. Det bör i sammanhanget också framhållas att det finns starka outnyttjade kapitalkrafter på utländska marknader som potentiellt skulle kunna vara till nödvändig hjälp för den svenska riskkapitalförsörjningen.

De riktade emissionerna kan argumenteras för att utgöra ett av de bättre alternativen för att kunna ta del av det utländska kapitalet. En förutsättning är dock att investeringsprocessen hålls så enkel som möjligt samtidigt som de utländska investerarna kan känna sig helt säkra i att investera via en riktad emission. Investeringen blir betydligt mindre attraktiv för det fall investerarna riskerar att hamna i tvist med befintliga aktieägare då denne till följd av emissionen känt sig åsidosatt och hotar med att bedriva ett mer eller mindre omfattande minoritetsmissbruk (ägaren kan exempelvis begära månatliga bolagsstämmor enbart för att missbruka sina rättigheter).¹⁶⁹

Även om det under 2012 funnits tecken på att både inhemska och utländska investerare ökar sina investeringar i svenska bolag, är det för näringslivets utveckling och framtida välstånd viktigt att öka tilltron för börsbolagens ledande organ och släppa på den psykiska handbroms som finns kvar gällande de riktade emissionerna.¹⁷⁰ Essensen av en riktad emission är att den ska vara till nytta för bolagets framtida förvaltning varpå aktieägarkollektivet på sikt också torde gynnas och är därmed en viktig anledning till varför de riktade emissionernas

¹⁶⁹ Se exempelvis 7 kap 16 § ABL.

¹⁷⁰ Affärsvärlden 2012-02-21, stycke 1.

ställning på den svenska marknaden bör omvärderas och istället lyftas fram. Marknadspraxisen talar sitt tydliga språk och det är i första rummet politikernas plikt att skapa en så lämplig spelplan som möjligt för att låta de förtroendevalda bolagsorganen förvalta bolagen på bästa vis då det i första hand är bolagens ledningsorgan som förvaltar stora delar av allmänhetens kapitalbesparingar. Att då göra det svårt för utländska riskkapitalister som vill investera i Sverige genom att psykiskt och medialt skuldbelägga börsbolag som genomför riktade emissioner är således inte gynnsamt för det svenska näringslivet.

5.3 De lege ferenda

Det kan i sammanhanget hävdas att de bolags- och aktiemarknadsrättsliga regelverken hamnat något i skuggan av börsbolagens massiva tryck om att snabbt kunna anskaffa nödvändigt riskkapital. Att börsbolag gång på gång använder sig av riktade emissioner, speciellt bolag som under en kortare period måste genomföra både en, två och tre emissioner för att undvika konkurs, är en nödvändig och kanske rent av oundviklig utveckling som inte behöver vara negativ. För att investeringarna i svenskt näringsliv ska ges så stora möjligheter som möjligt att öka är det viktigt att bolagen ges stort självstyre i frågan om de riktade emissionernas utformning. För att ett för den internationella marknaden okänt svenskt bolag ska kunna marknadsföra sig och presentera ett attraktivt emissionserbjudande för utländska institutionella investerare kan en nyckel till framgång vara en förmånlig teckningskurs. Även om ABL främst ska fungera som ett rättsligt ramverk kan det argumenteras för att vissa specialbestämmelser ifråga om just riktade emissioner vore nödvändiga utifrån ett kapitalanskaffningsperspektiv.

Ponera att det i ABL, för att göra svenska bolag attraktiva på den internationella aktiemarknaden, infördes en bestämmelse om att emissioner som riktas till utländska institutionella investerare (reglerat efter institutionens investeringskapacitet, ett passande exempel är AP-fonderna) får sättas till en lägre teckningskurs än vad som annars är tillåtet för det fall emissionen är beslutad med kvalificerad majoritet. En sådan bestämmelse skulle förslagsvis inkorporeras i anslutning till 13 kap 4 § tredje stycket ABL vari det skulle kunna stadgas att ”teckningskursen enligt första stycket 3”¹⁷¹ får sättas lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde för det fall emissionen riktas till en institutionell investerare och emissionens genomförande med stor sannolikhet leder till det emitterande bolaget tar sig ur en finansiell kris. En sådan bestämmelse riskerar dock att ge upphov till debatt om en orättvis och olika behandlande aktiemarknad men man ska dock ha i åtanke att det är enbart stora institutionella

¹⁷¹ Se 13 kap 4 § tredje stycket ABL.

investerare som omfattas och om dessa investeringar skulle öka i svenska bolag skulle det innebära en rejäl skjuts i rätt riktning i utbudet på riskkapital.

De riktade emissionernas framfart belyser därmed också en balansdiskussion där framförallt aktieägarskyddet ställs mot emissionseffekterna för de emitterande bolagens finansiella situation. Mot bakgrund av de riktade emissionernas flertal positiva effekter (billigare, snabbare och möjligheten att förvärva nya ägare) är det för bolagens framtida förvaltning min åsikt att majoritetskravet bör sänkas till absolut majoritet (det vill säga 50 procent). Det kvalificerade majoritetskravet som minoritetsskydd vid en riktad emission är enligt min åsikt förlegat då möjligheten att enklare kunna genomföra en riktad emission medför fler fördelar än att minoriteten ska kunna hindra majoriteten från att genomföra ett sådant viktigt bolagsbeslut. Det är därför bättre att satsa på ett klargörande av generalklausulens tillämpningsområde som det framstående minoritetsskyddet i samband med riktade emissioner. Det bör dock påpekas att då det kvalificerade majoritetskravet är förankrat i EU-rätten riskerar en sådan ändring att dröja väldigt länge då frågan troligtvis inte ens är lyft.

AMN:s uttalanden må ge en viss fingervisning om vad som på aktiemarknaden är tillåtet avseende användandet och utformningen av riktade emissioner men då enskilda fall inte är likt ett annat är det svårt att avgöra vilken betydelse uttalandena ska ha i nästa enskilda fall. Därmed är det min åsikt nödvändigt att ett av lagstiftaren utvalt organ tar fram klara och tydliga riktlinjer som speglar dagens användning av de riktade emissionerna. Skog har genom Ds 2012:37 framhållit att Kollegiet för svensk bolagsstyrning vore en lämplig aktör att upprätta ett sådant dokument. Dokumentet skulle kunna liknas vid den bolagskod som Kollegiet redan tagit fram. Ett annat alternativ är att förena börsens emittentregler med ett dokument om nämnda riktlinjer för att på så vis förankra regleringen med de sanktioner som genom emittentreglerna redan är avtalsrättsligt bindande för börsbolagen.

I ljuset av den aktuella utvecklingen i användandet av riktade emissioner och att bolagen alltmer skraddarsyr sina emissionserbjudanden efter marknadens efterfrågan är det viktigt att ett sådant dokument tar hänsyn till den lindring som sker i praktiken vad gäller dels de bolags- och aktiemarknadsrättsliga gränserna för att få rikta en emission, dels den uppfinningsriktighet som bolagen redan påvisat i sina emissionserbjudanden. Det kan exempelvis tänkas att de emitterande bolagen istället för att sätta en otillåtet låg teckningskurs försöker locka till sig investerarna genom att utforma olika utdelningsvillkor, optioner om fördelaktiga aktieköp i framtiden, löften om styrelseplatser osv. som i brist på handfast och klar vägledning kan tänkas strida mot de bolags- och aktiemarknadsrättsliga ramverken.

5.4 Avslutning

Risken med att avskriva den något ofina stämpeln som de riktade emissionerna ändå får anses ha (åtminstone ur svenska ögon sett) är att aktieägarna riskerar att hamna i kläm. Det är viktigt att de aktieägare som inte stödjer emissionsbesluten alltid gör bolagsledningen uppmärksam på frågor om varför bolaget är i behov av nytt kapital och varför den måste riktas till vissa utvalda investerare. Så länge bolaget är i stort behov av investeringen kan det tänkas att majoriteten av aktieägare också stödjer beslutet då satsningen på sikt torde innebära något positivt för värdet på *samtliga* aktier. Det finns dock även undantagssituationer då en riktad emission kan innebära att en majoritetsägare tappar kontrollen över ett bolag vilket är negativt för den enskilde aktieägaren men så länge det inte finns något otillbörligt inslag vid emissionsförfarandet torde varken bolags- eller aktiemarknadsrätten konstituera några hinder.

Avslutningsvis ska det framhållas att även om de riktade emissionernas intåg på den svenska aktiemarknaden varit kraftig de senaste tio åren är fortfarande företrädesemissionen ett mycket vanligt emissionsalternativ, om än med tillägget att de numera i många fall är antingen fullt eller delvis garanterade. Det kan argumenteras för att bolagen av omsorg för aktieägarna och den stämpel som följer med en riktad emission istället väljer att fokusera på att finna eventuella garantier som för det fall företrädesemissionen inte fulltecknas kliver in som tecknare. Så länge förfarandet ur anskaffningssynpunkt fungerar kan det tyckas vara ett förhållningssätt som torde medföra att samtliga parter är tillfredsställda då det emitterande bolaget får in nödvändigt kapital samtidigt som aktieägarna inte exkluderas.

Märk dock att om ett bolag snabbt måste få in kapital i flertalet omgångar förefaller företrädesemissionen genast som ett mindre attraktivt alternativ, detta främst med tanke på att företrädesemissionerna kräver administration och innebär kostnader samt tidspillan som även medför en marknadsrisk på den snabbt föränderliga aktiemarknaden. Därmed är det min åsikt att så länge förfarandet kring företrädesemissionerna ser ut som det gör idag är det viktigt att emitterande bolag i samband med riktade emissioner ges det handlingsutrymme som krävs vad gäller emissionernas förenade förmåner (utdelningsvillkor, löften om styrelseplatser osv.) och deras prissättning.

Med tanke på att förfarandet kring företrädesemissionerna kan ses som onödigt långt och besvärligt är det troligt att de riktade emissionerna bara kommer öka med tiden. Även om riskkapitalförsörjningen rent objektivt torde gynnas av nämnda utveckling kan det ändå ur minoritetsägarnas ståndpunkt argumenteras för att den inte är helt önskvärd då aktieägarskyddet (som traditionellt varit mycket starkt i Sverige) på sikt riskerar att försvagas. Nyckeln till att stävja de

riktade emissionernas användning är därför avhängigt att förfarandet kring företrädesemissionerna vidareutvecklas. Ansvariga, både inom Sverige och EU, måste därför titta på alternativ som kan förkorta processen och minska dokumentationskraven för att i framtiden göra företrädesemissionerna minst lika attraktiva som de riktade emissionerna. Det är dock viktigt att vidareutvecklingen sker i samråd med samtliga berörda parter, det vill säga såväl näringslivets framstående aktörer som privata aktieägare måste ges tillfälle att påverka utvecklingen. Det är dock min åsikt att de riktade emissionerna oavsett kommer utgöra en viktig del av framtidens riskkapitalförsörjning då företrädesemissionernas vidareutveckling riskerar att dröja alltför länge varför det för aktiemarknaden torde vara ett attraktivare alternativ att satsa på de riktade emissionerna.

De riktade emissionernas vidareutveckling och acceptans slutar i en avvägningsfråga där aktieägarskyddet står i ena ringhörnan och bolagens handlingsfrihet i den andra. Återigen, mot bakgrund av att aktieägandet är frivilligt och att det är ett faktum att man som regel är i minoritet som aktieägare, är det enligt min mening motiverat att varken det bolags- eller aktiemarknadsrättsliga aktieägarskyddet är alltför långtgående. Med tanke på att konjunkturcyklerna komprimeras och allt större delar av allmänhetens kapital är i händerna på näringslivet är det min åsikt att ärendet borde tas upp till departementsbehandling för att därvid klargöra och potentiellt uppdatera vissa aspekter av rättsläget.

Käll- och litteraturförteckning

Material från EU

Dir 77/91/EEG.

Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga.

Offentligt tryck

SOU 1997:22.

Aktiebolagets kapital – Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.

SOU 1971:15.

Förslag till aktiebolagslag m.m.

Ds 2012:37.

Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag.

Prop. 1973:93.

Kungl. Maj:t proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.; given Stockholms slott den 16 maj 1973.

Prop. 1986/87:76.

Regeringens proposition om riktade emissioner m.m.

LU 1973:19.

Lagutskottets betänkande i anledning av Kungl. Maj:ts proposition 1973:93 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. jämte motioner.

Litteratur

Bergström Clas och Per Samuelsson.

Aktiebolagets grundproblem, fjärde upplagan, Stockholm 2012.

Johansson Svante.

Svensk Associationsrätt i huvuddrag, tionde omarbetade upplagan, Stockholm 2011.

- Nerep Erik. *Aktiebolagsrättslig analys – Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Stockholm 2003.
- Nerep Erik och Samuelsson Per. *Aktiebolagslagen – En djup kommentar*, uppdatering 2012:1, Karnov Group Sweden AB, Stockholm 2012.
- Sandström Torsten. *Svensk aktiebolagsrätt*, fjärde upplagan, Stockholm 2012.
- Skog Rolf. *Rodhes Aktiebolagsrätt*, tjugotredje upplagan, Stockholm 2011.
- Åhman Ola. *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Uppsala 1997.

Artiklar

- Bergström Clas och Per Samuelsson. *Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner i Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm 2006, s 56.
- Beyer Claes. *Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011.
- Boman Ragnar. *Har aktiemarknadsnämnden några sanktioner? i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011.
- Edhall Klaes. *Några reflektioner kring företrädesrätten vid garanterade företrädesemissioner i Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm 2004, s 36.
- Munck Johan. *Aktiemarknadsnämnden 25 år i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011.

- Munck Johan. *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT 2006/07 häfte 3 s 553.
- Pehrson Lars. *Generalklausuler i aktiebolagslagen*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887 – 1987, s 483.
- Skog Rolf. *Dags att reglera företrädesrätten till nya aktier i bolagsordningen*, Balans nr 1/96 s 16.
- Skog Rolf. *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag i nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm 2004, s 10.
- Åqvist Christina. *Emissionsgarantier – avtal i strid med aktiebolagslagen?* JT 2005/06 häfte 3 s 598.

Övrigt

- Affärsvärlden 2012-02-21. *Dags att göra riktade emissioner rumsrena*, 21 februari 2012.
http://www.affarsvarlden.se/hem/hausse_baisse/article3413959.ece (senast besökt 2013-01-17).
- Affärsvärlden 2010-01-19. *Nu blir det konvertibelfest*, 19 januari 2012.
<http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article2594801.ece> (senast besökt 2013-01-17).
- AMN. <http://aktiemarknadsnamnden.se/> (senast besökt 2013-01-17).

- Cisionwire 2011-12-21. *Nyemission av konvertibler övertecknades!* Cision Sverige AB, Stockholm 2011.
<http://www.cisionwire.se/leox-holding-ab-n/r/nyemission-av-konvertibler-overtecknades-,e280073> (senast besökt 2013-01-17).
- Dagens Industri 2012-11-06. *Merkel: Fem år till av skuldkris*, 6 november 2012.
<http://www.di.se/artiklar/2012/11/5/merkel-fem-ar-till-av-skuldkris/> (senast besökt 2013-02-11).
- Dagens Industri 2012-11-07. *Oljemiljardär hjälper PA Resources*, 7 november 2012.
<http://www.di.se/#!/artiklar/2012/11/7/oljemiljardar-hjalper-pa-resources/> (senast besökt 2013-01-17).
- Dagens Industri 2012-11-20. *Kurskollaps efter Nordic Mines räddningsaktion*, 20 november 2012.
<http://www.di.se/#!/artiklar/2012/11/20/kurskollaps-efter-nordic-mines-raddningsaktion/> (senast besökt 2013-01-17).
- Dagens Industri 2012-12-06. *PA Resources rusar inför ödesbeslut*, 6 december 2012.
<http://www.di.se/#!/artiklar/2012/12/6/pa-resources-rusar-infor-odesbeslut/> (senast besökt 2013-01-17).
- Dagens Industri 2013-02-04. *Europabörser: Skuldkrisen är tillbaka*, 4 februari 2013.
<http://www.di.se/artiklar/2013/2/4/europaborser-skuldkrisen-ar-tillbaka/> (senast besökt 2013-02-11).

- Dagon. *Sammanfattning – upptagande av aktier till handel (rapport)*, Dagon AB, Malmö 2010.
<http://www.fi.se/templates/ProspektFile.aspx?guid=D8A804F6-37DA-45FC-93E9-792D6ACEAD06> (senast besökt 2013-01-17).
- Dagon. *Årsredovisning 2011*, Dagon AB, Malmö 2012.
- Emittentregler. *Regelverk för emittenter NASDAQ OMX Stockholm 1 februari 2012*.
- Eniro. *Eniro återbetalar och gör en reavinst om cirka 150 MSEK – väsentlig förbättring av finansiella nyckeltal (pressmeddelande)*, Eniro AB, Stockholm 2012.
<http://www.cisionwire.se/eniro/r/eniro-aterbetalar-skulder-och-gor-en-reavinst-om-cirka-150-msek---vasentlig-forbattring-av-finansiel,c9256219> (senast besökt 2013-01-17).
- Industrivärden. *Industrivärden erbjuder konvertibler om cirka 450 miljoner euro med en löptid till 2015 (pressmeddelande)*.
<http://www.industrivarden.se/Press/Presmeddelanden/2010/Industrivarden-erbjuder-konvertibler-om-cirka-450-miljoner-euro-med-en-loptid-till-2015/> (senast besökt 2013-01-17).
- NASDAQ OMX. Statistik från <http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/statistik/> (senast besökt 2013-01-17).
- Nordic Mines. Pressmeddelanden från <http://www.nordicmines.com/sv/pressmeddelanden-1> (senast besökt 2013-01-17).
- Nordic Mines (2010). *Protokoll fört vid årsstämma i Nordic Mines AB (publ)*, Uppsala 2010.
<http://www.nordicmines.com/sites/default/files/Bolagstammoprotokoll%202010.pdf> (senast besökt 2013-01-17).

- Nordic Mines (2011). *Protokoll fört vid årsstämma i Nordic Mines AB (publ)*, Uppsala 2011.
http://www.nordicmines.com/sites/default/files/rsst%C3%A4mmoprotokoll_2011.pdf (senast besökt 2013-01-17).
- Nyemissioner. <http://www.nyemissioner.se> (senast besökt 2013-01-17).
- PA Resources (2012a). *PA Resources förstärker eget kapital med cirka 1,7 miljarder kronor (pressmeddelande)*, Stockholm 2012.
<http://www.paresources.se/Documents/Pdf/prm/sv/716493.pdf> (senast besökt 2013-01-17).
- PA Resources (2012b). *Kommuniké från PA Resources extra bolagsstämma den 7 december 2012 (pressmeddelande)*, Stockholm 2012.
<http://www.paresources.se/Documents/Pdf/prm/sv/727910.pdf> (senast besökt 2013-01-17).
- SVCA. *Analys av riskkapitalmarknaden – första kvartalet 2012*.
<http://svca.se/PageFiles/807/Rapport%20Q1%202012%20SVCA.pdf> (senast besökt 2013-01-17).
- SVCA. *Årsrapport över 2011*.
http://svca.se/PageFiles/807/SVCA_arsrapport_2012.pdf (senast besökt 2013-01-17).
- Swedbank. *Inbjudan till teckning av stamaktier i Swedbank AB (publ) (prospekt)*, Stockholm 2009.
<http://www.nyemissioner.se/files/rights-issues/862/prospekt.pdf> (senast besökt 2013-01-17).
- Swedbank. *Årsredovisning 2011*, Swedbank AB, Stockholm 2012.

Rättsfallsförteckning

EU-domstolen

Mål C-42/95. *Domstolens dom den 19 november 1996 mellan Siemens AG och Henry Nold, publicerad i EUT 1996, s I-06017.*

Mål C-338/06. *Domstolens dom den 18 december 2008 mellan Europeiska gemenskapernas kommission och Konungariket Spanien, publicerad i EUT 2008, s I-10139.*

Högsta Domstolen

NJA 1977 s 393.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2002:2. *Vissa frågor om riktade emissioner (initiativärende).*

AMN 2002:7. *Fråga om erbjudande om konvertering vid företagsrekonstruktion.*

AMN 2002:15. *Fråga om undantag, riktad nyemission (Gabrielsson Invest AB, Music Network Records AB).*

AMN 2003:20. *Riktad emission av konvertibler m m (Biophausia).*

AMN 2004:15. *Riktad emission med rabatt.*

AMN 2005:7. *Emissionsgaranti.*

AMN 2006:18. *Kvittningsemissioner (Paynova).*

AMN 2006:48. *Riktad emission (Pricer).*

AMN 2007:9. *Riktade emissioner (Cornell).*

AMN 2009:29. *Riktad emission (Nordic Mines).*

AMN 2011:21. *God sed vid företrädesemission (Ratos).*