



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Gustav Carlquist

Svenska börsbolags kapitalanskaffning

—

Om synen på riktade emissioner

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Uppsats på juristprogrammet
15 högskolepoäng

Handledare: Hanna Pettersson

Termin: HT2013

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
1.3 Avgränsningar	6
1.4 Metod och material	7
1.5 Forskningsläge	8
1.6 Disposition	8
2 BOLAGSRÄTTEN	9
2.1 Allmänt	9
2.2 EU-rätten	10
2.3 Nyemissioner	11
2.3.1 Inledning	11
2.3.2 Företrädesemissioner	12
2.3.3 Riktade emissioner	14
2.4 Aktieägarskyddet	19
2.4.1 Inledning	19
2.4.2 Likhetsprincipen	19
2.4.3 Generalklausulerna	20
2.5 Sammanfattning	22
3 AKTIEMARKNADSRÄTTEN	24
3.1 Allmänt	24
3.2 God sed på aktiemarknaden	24
3.2.1 Aktiemarknadsnämnden	24
3.2.2 AMN 2002:2	25
3.2.3 Rättsläget efter AMN 2002:2	27
3.3 Sammanfattning	30
4 ANALYS	31
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	38
RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	41

Summary

The targeted stock issue has for a long time been in the shadow of the preferential rights issue. My essay shows that both the legislator and the AMN during a long period have taken a restrictive stand against the increased use of targeted stock issues. However, as the society develops and through different economic cycles there has been an actual increase in the usage of targeted stock issues. When the companies' capital requirements increases and a preferential rights issue can't satisfy their needs they must turn to a targeted stock issue.

As a company conduct a targeted stock issue questions arises concerning its accordance with the protection of shareholders statutory regulated in the Swedish Companies Act and the regulations on the stock market. The investigation focuses on the reasons for justifying a targeted stock issue in relation to relevant corporate and securities law. At the same time I enlighten a few cases, when different companies have used a targeted stock issue, in order to evaluate the situations when the procedure can be an alternative.

Since there has been an increase in the usage of targeted stock issues I've analysed if the approach has developed and in which degree the demands from the industry and commerce has been satisfied. An increase can also be explained with the lack of venture capital on today's stock market. The lack of venture capital increases the tendency for companies to seek funds through a targeted stock issue. Using a targeted stock issue the company can compete for funds by offering a discount on the subscription price.

The recent years there has been a loosening in the restrictive stand against the targeted stock issue. AMN has developed the regulation of securities through their statements, however there is still some vagueness of the application for the companies. With this background it is my definite opinion that we, in the future, must draft clear guidelines of the regulatory system. I think that the guidelines must offer the Swedish companies a wider margin, when they can target a stock issue, in order to compete with companies from outside of Sweden.

Sammanfattning

Länge har de riktade emissionerna hamnat i skuggan av företrädesemissionerna. Min utredning visar på att såväl lagstiftaren som AMN under en lång period har ställt sig restriktiva till en ökning av riktade emissioner. Genom samhällets utveckling och vid olika konjunkturcykler har det skett en stadig ökning av användandet av nyemissioner. Bolagen är i allt större behov av att anskaffa kapital och när behovet inte kan tillgodoses genom en företrädesemission måste man vända sig utåt och rikta en emission.

När ett bolag riktar en emission uppkommer frågor om dess förenlighet med aktieägarskyddet i ABL och huruvida förfarandet överensstämmer med god sed på aktiemarknaden. Utredningen fokuserar på såväl den bolagsrättsliga som den aktiemarknadsrättsliga regleringen av riktade emissioner. Vid sidan av regleringen tar jag upp verkliga fall då börsbolag har genomfört en riktad emission för att belysa de situationer då förfarandet kan bli aktuellt.

Eftersom det har skett en ökning av riktade emissioner analyseras också huruvida synen på dem har ändrats och om näringslivets krav på ökade möjligheter att rikta en emission har tillgodosetts. En ökning kan även förklaras med att det på dagens aktiemarknad råder en brist på riskkapital. Detta ökar bolagens benägenhet att söka anskaffa kapital genom en riktad emission där de kan konkurrera om kapitalet genom exempelvis emissionsrabatter.

På senare tid har det i viss mån skett en uppluckring i det restriktiva förhållningsättet till riktade emissioner. AMN har utvecklat det aktiemarknadsrättsliga regelverket genom sina uttalanden men ändå kvarstår det vissa oklarheter för bolagen om tillämpligheten. Mot bakgrund av detta anser jag att det är nödvändigt att det i framtiden utformas förtydligande riktlinjer av allmängiltig karaktär. Det är av vikt att riktlinjerna skapar ett större spelutrymme för de svenska bolagen för att dessa ska kunna konkurrera om riskkapital med bolag från andra länder.

Förord

Inledningsvis vill jag tacka min handledare Hanna Pettersson för hennes värdefulla tips och engagemang. Jag vill även tacka alla andra som stöttat mig under arbetets gång.

Extra uppmärksamhet vill jag rikta åt min älskade Karolina för hennes dagliga stöd. Du är underbar!

Gustav Carlquist

Lund den 1 januari 2014

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Ds.	Departementsserien
EEG	Europeiska ekonomiska gemenskapen
EU	Europeiska unionen
EUD	EU-domstolen
EUT	Europeiska unionens officiella tidning
JT	Juridisk Tidskrift
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LU	Lagutskottet
NBK	Näringslivets Börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
SVCA	Svenska Riskkapitalföreningen

1 Inledning

1.1 Bakgrund

När finansklimatet är tufft minskar bolagens lånemöjligheter och för att få in behövt kapital söker sig bolagen till alternativ som inte ökar deras skulder. Detta kan tänkas ha lett till den senaste tidens ökning av kontantemissioner eftersom förfarandet inte belastar bolagen med en skuld.¹ Vid en kontantemission har aktieägarna enligt aktiebolagslagen (2005:551), ABL, en principiell företrädesrätt att delta i emissionen och teckna aktier. Ett tufft finansklimat påverkar inte enbart bolagen utan även de enskilda aktieägarna. Därför har det sedan 1973 funnits en möjlighet att göra avsteg från företrädesrätten genom en *riktad emission*. Bakgrunden till undantaget var att lagstiftaren ansåg det vara av vikt att bolag kunde vända sig till utomstående finansiärer, om de befintliga aktieägarna inte kunde genomföra en företrädesemission.² På så sätt kunde bolag få in behövt kapital och fortsätta sin verksamhet i enlighet med bolagsrätten.

Den riktade emissionen kritiserades redan i samband med dess tillkomst för att strida mot det bolagsrättsliga aktieägarskyddet och likhetsprincipen. I förarbetena framfördes att en riktad emission enbart kunde motiveras av objektiva skäl samt att det skulle vara synnerligen ovanligt att genomföra en riktad kontantemission utan att strida mot generalklausulerna i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL.³ Vad som sedermera är att anse som objektiva skäl berördes inte ytterligare varför ett tomrum har skapats i lagstiftningen kring de riktade emissionerna.

Utöver den lagreglerade bolagsrätten styrs den riktade emissionen av aktiemarknadsrätten genom vad som anses vara *god sed på aktiemarknaden*.⁴

¹ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 255.

² Prop. 1973:93 s. 70ff.

³ Prop. 1973:93 s. 129ff.; LU 1973:19 s. 45 ; SOU 1971:15 s. 175ff.

⁴ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 262f.; AMN 2002:2.

I ett samhälle i en lågkonjunktur ställs diskussionen om riktade emissioner på sin spets eftersom behovet av riktade emissioner ökar för företagens kapitalanskaffning och i förlängningen deras överlevnad.⁵ Ramarna för förfarandet utgörs som nämnt av såväl en bolagsrättslig som en aktiemarknadsrättslig reglering och är under ständig utveckling varför det än i dag, 40 år efter att förfarandet infördes, finns osäkerheter om dess tillämpning.

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är att utreda och undersöka utvecklingen av såväl den bolagsrättsliga som den aktiemarknadsrättsliga synen på riktade emissioner i de fall ett bolag är i behov av kapital. Jag kommer även att utreda huruvida det finns kopplingar till det finansiella läget i Sverige, exempelvis om synen förändras i takt med de olika konjunktursvängningarna och hur näringslivets agerande har påverkat utvecklingen. Med utgångspunkt i den historiska utvecklingen och hur situationen ser ut i dagsläget kommer jag att analysera framtiden för regleringen av de riktade emissionerna.

För att kunna utreda de riktade emissionerna har jag sökt att besvara följande frågeställningar:

- Vilka gränser sätter de bolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga regleringarna? Hur förhåller sig de två rättsområdena till varandra?
- I vad mån har näringslivet haft inverkan på utvecklingen av förfarandet?
- Kan tendenser utläsas i utvecklingen av rätten till följd av det ekonomiska klimatet bland de svenska börsbolagen?

1.3 Avgränsningar

För att få ett tillräckligt djup i utredningen har jag valt att avgränsa mig till den svenska bolagsrätten och förhållandena på aktiemarknaden för svenska

⁵ <http://www.di.se/artiklar/2012/11/5/merkel-fem-ar-till-av-skuldskris/>.

börsbolag⁶. Vidare har jag fokuserat på kontantemissioner och valt bort emissioner mot apportegendom eftersom syftet är att studera de situationer då ett bolag är i behov av kapital.

Särregleringen i den så kallade Leo-lagen (16 kap. ABL) bortses från då regleringen berör flertalet områden som det i min utredning inte finns utrymme att behandla.

1.4 Metod och material

För att uppnå ovannämnda syfte har jag i mitt utredningsarbete valt en traditionell juridisk metod. Detta innebär en granskning av gällande lagtext, offentligt tryck, juridisk doktrin och praxis.⁷ Noteras bör att domstolspraxis på området är nästintill obefintlig eftersom flera bolag har skiljeklausuler i sina bolagsordningar.⁸ Vidare skulle klander av en aktieägare troligtvis innebära att bolagets kurs faller vilken inte ligger i den enskilde ägarens intresse; varför mörkertalet torde vara stort.

För att kunna besvara mina frågeställningar kompletteras den juridiska metoden av handlingar från näringslivet genom exempelvis artiklar, yttranden, ägarpolicyer samt uttalanden från självregleringsorgan⁹. På så vis kommer jag att få en blick över såväl gällande rätt och dess utveckling som näringslivets inställning till detta.

På det aktiemarknadsrättsliga området finns ingen lagstiftning utan AMN:s uttalanden är vägledande. Nämndens initiativärende¹⁰ AMN 2002:2 har länge ansetts vara ledande och forskning på området finns inte i någon större utsträckning. För en analys av aktiemarknaden är man snarare hänvisad till näringslivsrelaterade handlingar än juridisk doktrin.

⁶ I uppsatsen även benämnda ”aktiemarknadsbolag”.

⁷ Peczenik, 1995, s. 33ff.

⁸ Se exempelvis <http://www.ratos.se/Om-Ratos/Koncernens-styrning/Bolagsordning/>, Ratos AB:s Bolagsordning art. 16.

⁹ Exempelvis Aktiemarknadsnämndens uttalanden.

¹⁰ AMN kan, vid sidan av de uttalanden som lämnas efter förfrågan från ett bolag, avge uttalande på eget initiativ. Ett sådant uttalande benämns ”initiativärende”.

Ett disciplinöverskridande perspektiv gör det möjligt för mig att studera den bolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga regleringens förhållande till varandra. Vidare studeras huruvida företagsekonomiska skäl har påverkat rätten och regleringens utveckling. Detta gör det möjligt för mig att undersöka vad som fått regleringen att växa fram på sätt som den gjort och bedöma näringslivet inverkan och huruvida börsbolagen har förhållit sig till regleringen i praktiken.

1.5 Forskningsläge

Den bolagsrättsliga regleringen av nyemissioner och aktieägarskyddet är väl behandlad i den juridiska doktrinen. Den associationsrättsliga doktrinen behandlar i stort sett alltid ämnet, om än i varierande omfattning.¹¹ Avseende de riktade emissionerna är materialet betydligt mer begränsat och det är främst Rolf Skogs forskning som är ledande på området genom exempelvis hans artikel om *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag*.¹² Artikeln beskriver utförligt de olika stegen i processen med en riktad emission och vilka avvägningar som måste göras under arbetets gång. Samme Skog är aktiv i lagstiftningsarbetet och har varit expert vid promemorian om *Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag* (Ds. 2012:37). Avseende den mer praktiska tillämpningen och konsekvenserna av en riktad emission finns Bergströms och Samuelssons bok *Aktiebolagets grundproblem*.

1.6 Disposition

Utredningen är uppdelad i en första del som behandlar den bolagsrättsliga regleringen (kapitel 2), därefter går jag vidare för att beskriva ramarna som sätts och styrs av aktiemarknadsrätten (kapitel 3). Avslutningsvis binder jag samman de olika regleringarna i en avslutande analys (kapitel 4).

¹¹ Se Nerep, 2003, kap. 6; Bergström & Samuelsson, 2012, kap. 5; Sandström, 2012, kap. 7.

¹² Skog, *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag*, I: *Nyemission av aktier – de lege lata och de lege ferenda* (red: Rolf Skog), 2004.

2 Bolagsrätten

2.1 Allmänt

Möjligheten att rikta en emission lagfästas i 13 kap. 1 § andra stycket 2 c ABL. Detta innebär en avvikelse från huvudregeln om aktieägarnas företrädesrätt. Trots att en riktad emission inte är rättsstridig per se finns det en del bolagsrättsliga aspekter värda att undersöka; främst med avseende på det aktieägar skydd som återfinns i ABL. Genom en reglering till skydd för aktieägarna upprätthålls ett förtroende för aktiemarknaden vilket i sin tur gör att investerarnas intresse bibehålls.¹³

Dagens reglering stämmer i stor utsträckning överens med den som infördes 1973 och därför tillskrivs dåtida förarbetsuttalanden än idag stor betydelse. Främst är det förhållandet mellan aktieägar skyddet och den riktade emissionen som berördes i förarbetena. I ett yttrande av lagutskottet framfördes en restriktiv syn på förfarandet och risken att bolag strider mot aktieägar skyddet vid en riktad emission ansågs vara stor.¹⁴ Detta restriktiva synsätt bekräftades även i senare förarbeten.¹⁵ I en promemoria från 2012 presenterade Skog sin åsikt. Han menade att uttalanden i tidigare förarbeten har blivit förlegade och att det restriktiva förhållningssättet har luckrats upp över åren.¹⁶

I kommande avsnitt redogörs för den EU-rätt som finns på området och därefter den svenska regleringen av företrädes- och riktade emissioner samt aktieägar skyddet i form av likhetsprincipen och generalklausulerna.

¹³ Munck, 2011, s. 9ff.

¹⁴ LU 1973:19 s. 45.

¹⁵ Prop. 1986/87:76 s. 22.

¹⁶ Ds. 2012:37 s. 45f.

2.2 EU-rätten

Den EU-rätt som finns på området om riktade emissioner har länge varit det andra bolagsdirektivet¹⁷, även kallat kapitaldirektivet. Direktivet är nu ersatt av dir. 2012/30/EU¹⁸, som är ett minimidirektiv. I art. 33(1) föreskrivs som huvudregel att vid kontantemissioner ska företrädesrätt för befintliga aktieägare föreligga. Genom beslut av bolagsstämman kan dock företrädesrätten åsidosättas. Direktivet föreskriver att i det fall bolagsstämman riktar en emission ska styrelsen eller direktionen enligt art 33(4) lämna en *skriftlig redogörelse för skälen till avvikelserna och grunden till den satta emissionskursen*. För att vara förenligt med direktivet måste beslut om en riktad emission fattas på bolagsstämman med kvalificerad majoritet enligt art. 44. I två rättsfall har EUD uttalat att möjligheten till riktade emissioner ska vara restriktiv. EUD framförde att om man riktar en emission måste samtliga krav i art. 33(4) vara uppfyllda samtidigt som möjlighet till undantag från företrädesrätten genom andra förfaranden än de som regleras i direktivet inte är tillåtna i den nationella lagstiftningen.¹⁹

Eftersom direktivet är ett minimidirektiv är det möjligt för lagstiftaren i varje medlemsstat att ställa högre krav på skyddet för aktieägare. I Siemens mot Nold uttalade EUD att syftet med kapitaldirektivet är att samordna och harmonisera minimiskyddsåtgärder för aktieägare och tredje män. Direktivet ska inte läsas motsatsvis. Regleringen får därmed inte läsas som att ett område som inte regleras i direktivet helt och hållet är uteslutet från reglering i den nationella lagstiftningen.²⁰

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 Europaparlamentets och rådets direktiv 2012/30/EU av den 25 oktober 2012 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 54 andra stycket i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt 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.

¹⁹ C-338/06 kommissionen mot Spanien, p. 25f.; C-381/89 Sindesmos Melon sis Eleftheras Evangelikis Ekklesias m.fl. mot Republiken Grekland m.fl. p. 40.

²⁰ C-42/95 Siemens mot Nold p. 13ff.

2.3 Nyemissioner

2.3.1 Inledning

I detta avsnitt kommer jag först att beskriva regleringen av företrädesemissioner för att sedan gå in på djupet vad gäller de riktade emissionerna. Som nämnt är de olika förfarandena varandras motsatser. En företrädesemission ger befintliga aktieägare företrädesrätt att teckna nya aktier jämfört med en riktad emission som oaktat befintliga aktieägare vänder sig mot en specifik person eller grupp att teckna aktier.

Förfarandenas olika karaktär till trots finns det inom bolagsrätten vissa gemensamma regleringar. Styrelsen kan enligt 13 kap. 31 § ABL fatta ett beslut om nyemission som är villkorat av stämmans godkännande. Genom bemyndigande av stämman kan styrelsen enligt 13 kap. 35 § ABL besluta om nyemission. Under förutsättning att stämmobeslutet fattats med kvalificerad majoritet är båda dessa förfarande lagenliga, oavsett vad det rör sig om för sorts emission.

Utöver de regler som finns för beslut om emission och bemyndigande regleras emissionsförfarandet av en del krav på formalia. I förslaget till nyemission ska det anges vilket belopp som ska betalas för varje ny aktie. Denna teckningskurs får som utgångspunkt inte sättas lägre än aktiernas kvotvärde. Undantag finns för de aktier som finns upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES. Enligt 13 kap. 4 § tredje stycket ABL kan teckningskursen i dessa bolag sättas lägre än kvotvärdet under förutsättning att bristen tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet på anläggningstillgångar. I förslaget till nyemission ska det enligt 13 kap. 4 § ABL även anges det exakta antalet aktier som ska nyemitteras, inom vilken tid aktieteckning ska ske, från vilken tidpunkt de nya aktierna ska ge rätt till utdelning och när aktierna ska betalas.²¹

²¹ Min uppräknig är inte uttömmande, se 13 kap. 4 § ABL.

2.3.2 Företrädesemissioner

Företrädesemissioner regleras i 13 kap. 1 § ABL och innebär att befintliga aktieägare har företräde att teckna aktier vid en kontantemission. Aktieägarna får teckna proportionerligt till deras befintliga innehav vilket medför att det vid fullteckning inte sker någon förändring i andelsägandet.

Företrädesrätt har sedan dess tillkomst setts som en del av den bolagsrättsliga likhetsprincipen som lagfästas i 4 kap. 1 § ABL.²² Likhetsprincipen, som kommer att behandlas ytterligare i avsnitt 2.4.1, innebär kortfattat att samtliga aktier ska behandlas lika om inte annat föreskrivs i bolagsordningen. Bergström och Samuelsson påpekar att syftet med företrädesemissionen är dels att ge aktieägarna lika möjligheter att utnyttja den förmån som det ofta innebär vid en nyemission dels att förhindra rubbning av maktbalansen i bolaget genom utspädning av minoritetens aktieinnehav.²³ Skog framför att strängt taget skulle någon särreglering om företrädesrätt inte behövas eftersom denna redan faller inom likabehandlingsprincipen. Trots detta menar han att det finns lagtekniska skäl till en särreglering och anger det som förklaringen till dess införande redan genom 1910 års aktiebolagslag.²⁴

Det är viktigt att poängtera att företrädesrätten enbart ger en aktieägare rätten att teckna nya aktier; det finns således ingen skyldighet att teckna nya aktier. Det nyss nämnda innebär att en företrädesemission inte alltid blir fulltecknad av befintliga aktieägare och att då även utomstående investerare får chansen att delta. I det fall en befintlig aktieägare exempelvis inte har ekonomisk möjlighet att teckna nya aktier kan denna sälja sin teckningsrätt till utomstående investerare och således undvika en förlust till följd av nyemissionen.²⁵

Ett vanligt tillvägagångssätt vid företrädesemissioner är emissionsgarantier som innebär att någon garanterar att fylla ut bristen så att emissionen blir

²² SOU 1971:15 s. 174f.; prop. 2004/05:85 s. 675.

²³ Bergström & Samuelsson, 2006, s. 3.

²⁴ Skog, 2004, s. 11.

²⁵ Skog, 2011, s. 56; 11 kap. 5§ ABL.

fulltecknad.²⁶ Enligt Skog är emissionsgarantier för börsbolag särskilt vanligt förekommande eftersom en misslyckad emission kan få stora konsekvenser för bolaget och dess börsvärde. En emissionsgaranti utges oftast mot en kostnad för bolaget motsvarande runt 5 procent av det totala emissionsbeloppet.²⁷

I bolagsordningen kan bolagen enligt 4 kap. 3 § ABL föreskriva att det ska finnas aktier av olika slag. Finns det en sådan föreskrift måste den innehålla uppgift om vad som är skillnaden mellan de olika slagen och antalet aktier av varje slag. Detta innebär att företag i sin bolagsordning kan reglera huruvida det ska föreligga lika företrädesrätt eller olika företrädesrätt beroende på vilket aktieslag som aktieägaren innehar och som emitteras. Är företrädesrätten på detta sätt olika har de som innehar aktier av samma typ som de emitterade en primär företrädesrätt och de som innehar aktier av annan typ en sekundär företrädesrätt. Det vill säga vid olika företrädesrätt har en innehavare av B-aktier endast primär företrädesrätt när det är B-aktier som emitteras.²⁸

En av nackdelarna som förts fram med en företrädesemission är tidsaspekten. Först åligger det enligt 13 kap. 39a § ABL styrelsen att hålla förslag om nyemission tillgängligt i minst tre veckor innan bolagsstämman där förslaget ska prövas. Enligt 13 kap. 3 § ABL ska styrelsen eller, om förslagets väckts av någon annan, initiativtagaren upprätta ett förslag till stämmobeslut. För börsbolag ska stämmobeslutet innehålla uppgift om avstämningsdagen. Av 13 kap. 5 § ABL följer att avstämningsdagen inte får sättas tidigare än en vecka från beslutet om nyemission.

För aktiemarknadsbolag finns det enligt 2 kap. 1 § lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, LHF, krav på att bolag ska upprätta ett prospekt vid företrädesemissioner. Innehållet i prospektet kommer inte att behandlas ytterligare men kortfattat innebär skyldigheten att upprätta ett prospekt en stor kostnad för bolagen eftersom juridisk expertis oftast måste anlitas för arbetet.²⁹

²⁶ Åqvist, 2005/06, s. 598.

²⁷ Skog, 2004, s. 41f.

²⁸ Skog, 2004, s. 12.

²⁹ Se 2 kap. LHF om det detaljerade regelverket kring prospektet.

2.3.3 Riktade emissioner

En riktad emission innebär att de nyemitterade aktierna riktas till en eller flera personer eller bolag oavsett om de är aktieägare sedan tidigare eller ej. Detta innebär ett avsteg från den tidigare behandlade företrädesemissionen där alla aktieägare får samma möjlighet att teckna nya aktier. Den riktade emissionen framgår av 13 kap. 1 § andra stycket 2 c ABL där möjlighet ges att ta avsteg från företrädesrätten genom bestämmelse i emissionsbeslutet. För att bolagsstämman ska kunna rösta genom en riktad emission måste detta ske med kvalificerad majoritet om minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädde vid stämman. Tidigare hade lagstiftaren en mer öppen syn på beslutsförfarandet och fram till 1994 krävdes enkel majoritet.³⁰ Genom ändring 1994 genomfördes för Sveriges del den harmonisering som EU:s kapitaldirektiv eftersträvade.

I förarbetena påpekade utredarna att det var nödvändigt för ett bolag att få möjligheten att rikta en emission eftersom det kan tänkas att en emission enbart är genomförbar om utomstående intressenter får möjligheten att teckna hela eller stora delar av emissionen. Diskussioner fördes även huruvida det i bestämmelsen skulle upptas ett krav på att avvikelser från företrädesrätten enbart var acceptabelt om det krävdes för kapitalanskaffning eller annars var till nytta för bolaget. Eftersom en sådan skrivelse skulle bli för obestämd och otydlig togs den dock aldrig med i det slutliga förslaget.³¹

För den situationen att en emission kan komma att riktas till en eller flera befintliga aktieägare uttalade LU att det torde vara synnerligen ovanligt att ett bolag skulle kunna anföra objektiva och godtagbara skäl för att motivera emissionen.³²

I samband med de riktade emissionernas införande är det tydligt att lagstiftaren såg möjligheten att rikta en emission som ett nödvändigt alternativ till företrädesemissionen. Med ett restriktivt synsätt infördes möjligheten men det

³⁰ Jfr. prop. 1993/94:196 s. 113f.; prop. 1973:93 s. 71f.

³¹ SOU 1971:15 s. 175.

³² LU 1973:19 s. 45.

stadgades aldrig några klara riktlinjer för förfarandets förenlighet med då gällande bolagsrätt.

Lagstiftarens restriktiva synsätt bekräftades vidare i prop. 1986/97:76 där det betonades att förfarandet skulle tillämpas med stor restriktivitet; synnerligen avseende emissioner riktade till befintliga aktieägare.³³ Likväl stadgades det inte om några tydliga riktlinjer utan grunderna för klander växte fram i doktrinen.

En grund för klander av ett beslut om riktad emission är att emissionskursen sätts för lågt. Är kursen för låg i förhållande till aktiekursen minskar värdet på befintliga aktieägares aktier. Mindre klart är huruvida en riktad emission kan klandras på grund av att den späder ut aktieinnehavet. Skog framför att det är troligt att en utspädning enbart kan klandras om en aktieägarminoritet genom den riktade emissionen utsätts för en påtaglig maktförskjutning till sin nackdel.³⁴ Johansson menar att en avvikelse från företrädesrätten, oavsett avvikelens karaktär, är obefogad om den inte sker i bolagets intresse.³⁵ Vad ”bolagets intresse” innebär är omdiskuterat. Bergström och Samuelsson menar att en riktad emission i de fall ett bolag befinner sig i en finansiell kris eller är det enda alternativet för att undvika en konkurs torde vara acceptabel och kan även möjliggöra ett avsteg från aktuell aktiekurs.³⁶ Redan i prop. 1975:103 uttalades, likt rösterna inom näringslivet, att en viss rabatt i emissionskursen vid en riktad emission är godtagbar.³⁷ Hur stor emissionsrabatt som är tillåten får bedömas i det enskilda fallet. Det kan argumenteras för att i ett riskfyllt bolag är en större emissionsrabatt acceptabel eftersom det krävs ett större incitament för finansiärer att investera.

Anledningarna till att ett bolag väljer att rikta en emission kan vara flera. Den som torde vara den viktigaste är säkerhetsaspekten. En riktad emission innebär att ett bolag snabbt kan säkra riskkapital och att emissionen är betydligt mindre

³³ Prop. 1986/87:76 s. 22.

³⁴ Skog, 2011 s. 59.

³⁵ Johansson, 2011, s. 98.

³⁶ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 262.

³⁷ Prop. 1975:103 s. 331.

kostsam för bolaget. Bolagen vet inför emissionen att den kommer att bli fulltecknad och slipper förbereda ett kostsamt prospekt.

Intressant är att det finns studier som tyder på att reaktionen på börsen är positiv vid en riktad emission medan kursreaktionen är obefintlig vid nyemissioner med företrädesrätt. I en studie av 1990-talet fann upphovsmännen Cronqvist och Nilsson att reaktionen på börskursen i snitt var +7,3 procent vid en riktad emission.³⁸

I organisationen Aktiespararnas s.k. ägarstyrningspolicy beskrivs en restriktiv syn på möjligheten till riktade emissioner. En riktad emission ska ske till aktuell marknadskurs och att rikta en emission enbart för att en huvudägare inte skulle kunna teckna aktier vid en företrädesemission är inte ett godtagbart skäl enligt Aktiespararna.³⁹ Aktiespararna till trots finns det många röster inom näringslivet som strävar efter en ökad möjlighet till att genomföra riktade emissioner. I samband med att investmentbolaget Industrivärden riktade en emission 2010 anförde VD:n Anders Nyrén att en företrädesemission belastar aktieägarna tyngre än en riktad emission på grund av den substansrabatt⁴⁰ som investmentbolag ofta handlas med på börsen.⁴¹ Utöver säkerhetsaspekten finns det således även ekonomiska fördelar för aktieägarna med en riktad emission.

Det är tydligt att det i den svenska lagstiftningen länge har funnits en negativ syn på de riktade emissionerna och att förfarandet anses som något fult. I en artikel i Affärsvärlden skriver artikelförfattaren att svenska bolag har haft problem med riskkapitalförsörjning och att en ändring av synen på riktade emissioner är nödvändig för att konkurrera om riskkapitalet.⁴²

³⁸ Se Cronqvist & Nilsson, 2005; Bergström & Samuelsson, 2012, s. 265.

³⁹ <http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Agarstyrningspolicy/>.

⁴⁰ Många investmentbolag handlas med en substansrabatt vilket innebär att bolaget nästintill per automatik värderas lägre än dess tillgångar.

⁴¹ <http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article2594801.ece>;
<https://newsclient.omxgroup.com/cds/DisclosureAttachmentServlet?messageAttachmentId=288903>.

⁴² http://www.affarsvarlden.se/hem/hausse_baisse/article3413959.ece.

I dagsläget är det mycket som talar för att en förändring är att vänta och det hela startade med en skrivelse till Justitiedepartementet där Investor AB framförde sin syn på rätten. Bolaget anförde att den senaste tidens ökade nyemissioner visade på ett växande behov av att snabbt få in kapital. Bolaget menade att en företrädesemission tar för lång tid och medför stora kostnader.⁴³ Med anledning av skrivelsen uppdrogs Skog att lämna förslag huruvida regelverket kring börsbolagens kapitalanskaffning bör ändras.⁴⁴

I sin utredning konstaterade Skog att regleringen av riktade emissioner inom EU i stort var likalydande.⁴⁵ I USA finns det i flera delstater möjlighet för bolagen att i sina bolagsordningar införa så kallade ”opt out”-bestämmelser som innebär att man i bolagsordningen föreskriver att företrädesrätt inte ska föreligga vid emissioner. För att ytterligare tillgodose näringslivets krav har vissa delstater infört en ”opt in”-modell vilken innebär att utgångspunkten är att det inte föreligger företrädesrätt med mindre det föreskrivs i bolagsordningen. I praktiken är emissioner med företrädesrätt ovanliga i USA.⁴⁶

En motsvarande reglering till den som finns i USA är i dagsläget inte möjlig i Sverige till följd av EU-rättens harmonisering. Skog menar att det likväl finns anledning att se över den svenska lagstiftningen. Han framför att förarbetsuttalandet i LU 1973:18; om att det vid en riktad emission till viss aktieägare är *synnerligen ovanligt* att den skulle kunna överensstamma med generalklausulerna, är passerat av tiden. Skog anför att lagstiftaren på denna punkt måste förtydliga lagtexten och jämföra situationen när emissionen riktas till befintlig aktieägare med situationen när den riktas till utomstående.⁴⁷

Vad gäller prissättningen vid en nyemission torde det inte heller i framtiden regleras. Skog anser att prissättningen måste bedömas i varje enskilt fall och att

⁴³ Ju 2009/8495/L1.

⁴⁴ Utredningsarbetet utmynnade i promemorian Ds. 2012:37 – *Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag*.

⁴⁵ Ds. 2012:37 s. 31ff.

⁴⁶ Ds. 2012:37 s. 38f.

⁴⁷ Ds. 2012:37 s. 45f.

det ska vara acceptabelt med en emissionsrabatt för att exempelvis säkra en fullteckning av emissionen.⁴⁸

Av de remissvar som har kommit in beträffande Ds. 2012:37 har en klar majoritet ställt sig positiva till de föreslagna ändringarna.⁴⁹ NASDAQ OMX Stockholm AB tillstyrkte förslaget i dess helhet och samtliga av Skogs överväganden.⁵⁰ Svenskt Näringsliv och SVCA förklarade uttryckligt sin syn på utredningen. Svenskt Näringsliv påpekade den konkurrensnackdel som de svenska bolagen upplever genom hindrande lagstiftning. SVCA menade att det synsätt, att en företrädesemission alltid är bättre än en riktad emission, som länge funnits i Sverige är felaktigt och att förhållandena i det enskilda fallet kan vara tvärtom varför en uppluckring av lagstiftningen uppmuntrades.⁵¹ Aktiespararna, som ofta intagit ställning för minoritetsaktieägare, förordade att strängare krav skulle gälla än de Skog hade föreslagit. Aktiespararna ansåg inte LU:s uttalande från 1973 vara föråldrat utan menade att motsvarande skulle finnas kvar för att säkerställa minoritetsägarnas skydd.⁵²

Vid en föreläsning med Skog i december 2013 klargjorde han att vi under våren 2014 kan vänta oss vidare steg i lagstiftningsprocessen genom en proposition som behandlar hans föreslagna ändringar om förtydliganden kring generalklausulernas tillämplighet.⁵³

⁴⁸ Ds. 2012:37 s. 49f.

⁴⁹ Se Bolagsverket, SVCA, Svenskt Näringsliv, Nasdaq OMX Stockholm AB:s remissvar på Ds. 2012:37, diariernr. Ju 2012/6516/L1.

⁵⁰ Nasdaq OMX Stockholm AB:s remissvar på Ds. 2012:37, diariernr. Ju 2012/6516/L1.

⁵¹ Svenskt Näringslivs och SVCA:s remissvar på Ds. 2012:37, diariernr. Ju 2012/6516/L1.

⁵² http://www.affarsvarlden.se/hem/hausse_baisse/article3413959.ece; Aktiespararnas remissvar på Ds. 2012:37, diariernr. Ju 2012/6516/L1.

⁵³ Föreläsning med Rolf Skog, 2013-12-04, Stockholm.

2.4 Aktieägarskyddet

2.4.1 Inledning

Den bolagsrättsliga regleringen bygger i stort på ett aktieägarskydd. Regleringen av riktade emissioner påverkas främst av aktieägarskyddet i ABL som konstituerar de yttre materiella ramarna för bolagen att förhålla sig till.

Nedan kommer jag i stort att behandla de två olika huvudregleringar som finns inom aktieägarskyddet nämligen: likhetsprincipen och generalklausulerna i ABL.

2.4.2 Likhetsprincipen

I 4 kap. 1 § ABL föreskrivs att som huvudregel ska alla aktier ha lika rätt i bolaget. Likhetsprincipen sträcker sig till att omfatta rättigheter och skyldigheter på grund av aktierna. En riktad emission följer av ett stämmobeslut där aktieägarna utövar sin rösträtt vilket innebär att den faller under likhetsprincipens tillämpningsområde. Bolagets anställningar och liknande omfattas exempelvis inte av skyddet eftersom detta inte har någonting att göra med rättigheter och skyldigheter på grund av aktierna.⁵⁴

Hur pass strikt tillämpningen av likhetsprincipen ska vara har länge varit omdiskuterat i doktrinen. Ett exempel på detta är debatten efter NJA 1977 s. 393. I fallet hade en kvinna uteslutits ur en bostadsrättsförening eftersom hon medvetet och frivilligt underlåtit att betala föreningsavgiften. Bakgrunden till uteslutningen torde dock ha varit att kvinnan varit en, för styrelsen, besvärlig och obekväm person. Eftersom det i föreningen fanns andra personer som likt kvinnan inte betalade sin avgift men utan att bli uteslutna ur föreningen upphävde HD uteslutningsbeslutet med hänvisning till likhetsprincipen. Fallet har diskuterats i doktrinen kring den bolagsrättsliga likhetsprincipen och dess omfattning. Nerep framförde att vid tillämpning av likhetsprincipen krävs en

⁵⁴ Nerep, 2003, s. 290.

sträng likabehandling och en olikbehandling kan inte motiveras utifrån vad som är företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt. Sådana hänsynstaganden får enligt Nerep behandlas vid tillämpningen av generalklausulen.⁵⁵ Vad gäller NJA 1977 s. 393 menade Nerep att domen har övertolkats. HD skrev i domen att medlemmar inte får behandlas olika om inte det är sakligt motiverat. Nerep menar att uttalandet kan betecknas som en självklarhet och inte på något sätt kan utvidgas till att, för den bolagsrättsliga likhetsprincipen, medge hänsynstagande till företagsekonomiska överväganden.⁵⁶ För situationer då aktierna formellt likabehandlas men ägarna reellt särbehandlas framför Sandström att likhetsprincipen saknar tillämpning.⁵⁷ Åhman och Johansson presenterar dock en annan syn på rättsläget; de menar att olikbehandling kan vara acceptabelt för att avvärja en allvarlig kris för bolaget och vid situationer när majoritetens berättigade intresse väger tyngre än minoritetens.⁵⁸

Har en riktad emission genomförts i enlighet med den formella regleringen i ABL torde likhetsprincipen i de flesta fall vara överksam. I dessa fall träder generalklausulerna in och skapar ett reellt skydd för aktieägarna och deras intressen.⁵⁹

2.4.3 Generalklausulerna

Som tidigare nämnts måste den som vill genomföra en riktad emission förhålla sig till ABL:s generalklausuler i 7 kap. 47 § som gäller för styrelsen och 8 kap. 41§ för bolagsstämman.⁶⁰ Bestämmelserna innebär att varken styrelsen eller bolagsstämman får företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Till skillnad från likhetsprincipen, som syftar till aktiens lika rätt i bolaget, tar generalklausulerna sikte på aktieägarnas reella likabehandling i bolaget.

⁵⁵ Nerep, 2003, s. 290.

⁵⁶ Nerep, 2003, s. 290f.

⁵⁷ Sandström, 2012, s. 202.

⁵⁸ Johansson, 1990, s. 124; Åhman, 1997, s. 798f.

⁵⁹ Johansson, 2011, s. 158f.

⁶⁰ I uppsatsen benämnda ”generalklausulerna”.

I kommentaren till ABL framför Nerep och Samuelsson att generalklausulerna omfattar styrelsens och stämmans fulla kompetensområden vad gäller behörighet och befogenhet.⁶¹ När en emission riktas till utomstående och den är till nackdel för bolaget menar Nerep och Samuelsson att den per automatik även är till nackdel för aktieägarna. Generalklausulerna omfattar således de 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.⁶²

I samband med att möjligheten att rikta emissioner infördes föreslog aktiebolagsutredningen att lagstiftaren skulle införa ett uppenbarhetsrekvisit för generalklausulernas tillämplighet.⁶³ I efterföljande proposition presenterade statsrådet Lidbom sin syn på uppenbarhetsrekvisitet. Han menade att ett uppenbarhetsrekvisit skulle skapa ett alltför snävt tillämpningsområde för generalklausulerna varför det togs bort.⁶⁴

Generalklausulerna innefattar ett otillbörlighetsrekvisit som är allmänt hållet. I propositionen anfördes att en åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig inte kan betecknas som otillbörlig.⁶⁵ Sandström menar att det måste ske en intresseavvägning mellan företagsekonomiska skäl och aktieägarnas behov av skydd.⁶⁶ Skog är av åsikten att lagstiftarens ståndpunkt är orimlig. En god affär för bolaget träffar aktieägarnas gemensamma intresse vilket innebär att generalklausulen i så fall inte skulle kunna hantera konflikter aktieägare emellan.⁶⁷ Pehrson hävdar att man inte enbart ska ta sikte på företagsekonomiska argument. Samtliga nackdelar ska vägas mot fördelarna och väger den förra tyngre aktualiseras generalklausulerna. Enligt Pehrson innebär detta att en riktad emission som är

⁶¹ Nerep & Samuelsson, [kommentar till 7 kap. 47 § ABL, ”47.1 Allmänt”, st. 1], 2012.

⁶² Nerep & Samuelsson, [kommentar till 7 kap. 47 § ABL, ”47.2 Beslutsvarianter”, st. 2], 2012.

⁶³ SOU 1971:15 s. 244.

⁶⁴ Prop. 1973:93 s. 84.

⁶⁵ Prop. 1973:93 s. 137.

⁶⁶ Sandström, 2012, s. 202.

⁶⁷ Skog, 2011, s. 246

till nackdel för minoritetsägare inte torde vara tillräckligt för att generalklausulerna ska tillämpas.⁶⁸

Om lagstiftarens ställning, att riktade emissioner inte är oförenliga med generalklausulerna så länge de är företagsekonomiskt försvarliga, är korrekt kan det argumenteras för att generalklausulerna i denna del blir överksamma eftersom syftet med riktade emissioner nästintill alltid är företagsekonomiskt motiverat. Med anledning av detta och att det vid generalklausulernas tillkomst och utveckling aldrig införts en tydlig kvalificering med uttrycket ”företagsekonomiskt riktigt och försvarlig” bör motiven enligt min åsikt enbart ses som vägledande och fokus bör istället läggas vid en total intresseavvägning.

När PA Resources 2012 genomförde en riktad emission till ett belopp som skulle öka aktiekapitalet med runt 600 procent ställdes frågan om intresseavvägningen i praktiken på sin spets. Å ena sidan skulle befintliga aktieägares andelar spädas ut flera gånger om till gagn för investerare utifrån. Å andra sidan var alternativet att bolaget sannolikt skulle gå i konkurs och då befintliga aktieägare inte kunde tillskjuta tillräckligt med kapital ansågs det vara av större tyngd att undvika konkurs än det negativa i att få sin andel utspädd.⁶⁹

2.5 Sammanfattning

Den bolagsrättsliga regleringen kring de riktade emissionerna består av tydligt angivna regler som styr det formella kring beslutsförfarandet, möjligheter till bemyndigande och så vidare samt av allmänt hållna regleringar för att säkerställa aktieägarskyddet. Det som ställer till med problem vid riktade emissioner är sällan regler kring beslutsförfarandet utan snarare aktieägarskyddet genom generalklausulerna. Omfattningen av aktieägarskyddet får på grund av de allmänt hållna reglerna bedömas i det enskilda fallet vilket möjliggör en rättsutveckling utan att lagregleringen ändras.

⁶⁸ Pehrson, 1987, s. 498f.

⁶⁹ Se <http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-forstarker-egget-kapital-med-cirka-17-miljarder-kronor/>.

Näringslivet har konstant varit positivt till en vidgning av regleringen kring de riktade emissionerna. Genom en progressiv ökning av användandet av riktade emissioner bland de svenska börsbolagen har näringslivet lyckats skapa en debatt och därmed fått sina röster hörda.

3 Aktiemarknadsrätten

3.1 Allmänt

Med anledning av att utredningen tar sikte på svenska börsbolags riktade emissioner är det av vikt att även studera aktiemarknadsrätten och hur den påverkar förfarandet. Aktiemarknadsrätten består inte av några bindande lagregler utan begreppet god sed på aktiemarknaden och AMN:s uttalanden sätter upp riktlinjer för hur börsbolagen bör agera.

I kommande avsnitt utreder jag under vilka förhållanden en riktad emission anses vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

3.2 God sed på aktiemarknaden

3.2.1 Aktiemarknadsnämnden

Som nämnts finns det ingen reglering på aktiemarknaden och i samband med att det blev allt vanligare med offentliga uppköpserbjudande samt den så kallade Leo-affären inrättades AMN 1986.⁷⁰ Nämndens uppgift blev att genom uttalanden och information främja god sed på aktiemarknaden.⁷¹ Tidigare hade NBK varit ansvarig för att utfärda rekommendationer men då problematik uppstod vid den praktiska tillämpningen av dessa och kommittén inte hade möjlighet att hantera sådana frågor behövdes ett nytt organ.⁷²

AMN:s uttalanden medför inga bindande förpliktelser enligt lag. Huruvida de är bindande eller enbart är liknande soft law spelar dock i sammanhanget mindre roll. Detta till följd av att börsens egna emittentregler, såsom NASDAQ OMX Stockholms regelverk för emittenter, stadgar att om ett bolag

⁷⁰ Munck, 2006/07, s. 559.

⁷¹ Munck, 2011, s. 9f.

⁷² Munck, 2011, s. 9f.

åsidosätter allmänt vedertagen god sed på aktiemarknaden får börsen vid en allvarlig överträdelse besluta om avnotering av bolagets värdepapper. Vid mindre allvarliga överträdelser riskerar bolagen dryga böter.⁷³ Trots att emittentreglerna bara binder bolagen på obligationsrättslig grund och att sanktionerna för större börsbolag inte alltid verkar avskräckande finns det en andra sida av myntet som är desto mer verksamt. Munck och Beyer framför att de utomrättsliga reaktionerna, såsom aktieägarnas minskade förtroende, badwill i media och ökad granskning, är så hotfulla att inget bolag ännu gått emot AMN:s uttalanden.⁷⁴

De flesta av nämndens uttalanden ges efter begäran av en rådgivare till ett börsbolag inför en planerad åtgärd. Nämnden möjliggör en snabb prövning då svar ofta lämnas inom ett par dagar. Under många år var ärenden om incitamentsprogram för ledande befattningshavare i börsbolag i klar majoritet. Eftersom incitamentsprogram ofta innefattar en riktad emission blev uttalanden i frågan slutligen oöverskådliga varför AMN 2002 samlade sig i ett initiativärende, AMN 2002:2.⁷⁵

3.2.2 AMN 2002:2

Den 9 januari 2002 publicerade AMN ett uttalande, AMN 2002:2. Detta initiativärende behandlade vissa frågor om riktade emissioner. Bakgrunden till uttalandet var att det hade funnits ett intresse bland aktörerna på aktiemarknaden att få ett förtydligande om god sed på aktiemarknaden i samband med riktade emissioner.⁷⁶

Inledningsvis presenterade AMN den bolagsrättsliga regleringen i ABL och dess förarbeten. Nämnden konstaterade att eftersom det inom ramen för självregleringen på aktiemarknaden inte finns specifika regler om riktade

⁷³ http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/85/85874_nasdaqomxstockholmsregelverkfr-emittenter-2013-07-01.pdf, *Emittentregler*, s. 40f.

⁷⁴ Beyer, 2011, s. 24.

⁷⁵ www.aktiemarknadsnamnden.se.

⁷⁶ AMN 2002:2, st. 1.

emissioner är man hänvisad till vad som anses vara god sed på aktiemarknaden.⁷⁷

Nämnden konstaterade att förstahandsalternativet alltid bör vara företrädesrätt för de befintliga aktieägarna.⁷⁸ Vid en riktad emission riskerar alltid bolaget att strida mot generalklausulerna. AMN framförde att det är med anledning av nyss nämnda som lagstiftaren har gett uttryck för en restriktiv syn på riktade emissioner och nämnden anförde att det inte finns anledning att uppställa strängare krav utifrån god sed på aktiemarknaden.⁷⁹

Skulle en riktad emission vara godtagbar enligt den bolagsrättsliga regleringen ansåg nämnden att den som utgångspunkt även skulle vara överensstämmande med god sed på aktiemarknaden. Vad gäller en emission riktad till en befintlig aktieägare menade AMN att en sådan emission kan vara tillåten under två förutsättningar. För det första måste bolaget befinna sig i en finansiell kris och för det andra måste emissionen vara det enda alternativet för att med säkerhet leda bolaget ur krisen.⁸⁰

Avseende en emission som riktas till utomstående finansiärer finns det enligt nämnden anledning att ha ett mindre restriktivt synsätt. Detsamma gäller om det i en krets av utomstående finansiärer finns en befintlig aktieägare, under förutsättning att dennes innehav representerar en obetydlig andel av aktierna i bolaget.⁸¹

AMN presenterade, likt doktrinen, att utgångspunkten för prissättningen av aktierna vid en riktad emission ska överensstämma med, eller åtminstone ligga mycket nära, aktiernas värde innan emissionen. Nämnden ville inte utesluta möjligheten att frångå denna utgångspunkt i de fall ett bolag befinner sig i en finansiell kris. I viss mån kan emitterande bolag medge en viss marknadsmässig emissionsrabatt men sätts priset under denna framförde nämnden att det torde

⁷⁷ AMN 2002:2, st. 9.

⁷⁸ AMN 2002:2, st. 10.

⁷⁹ AMN 2002:2, st. 11.

⁸⁰ AMN 2002:2, st. 12.

⁸¹ AMN 2002:2, st. 13.

krävas synnerligen starka och speciella skäl för att emissionen ska vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.⁸²

3.2.3 Rättsläget efter AMN 2002:2

Efter AMN 2002:2 har uttalanden gällande riktade emissioner varit relativt få och nämnden har inte framfört några större förändringar. Likt initiativärendet har nämnden i sina senare uttalanden framfört att god sed på aktiemarknaden är starkt avhängigt av förfarandets förenlighet med bolagsrätten.⁸³ Det kan med framgång argumenteras för att AMN genom sina uttalanden sökt möjliggöra ett så stort handlingsutrymme för bolagen som möjligt. Nämnden har valt att, utifrån god sed på aktiemarknaden, inte inskränka möjligheten till riktade emission mer än vad bolagsrätten gör. Med tanke på att nämndens syfte torde vara att skapa en grund som ser till att aktiemarknaden fungerar effektivt och att aktiemarknadsrätten inte i sig är bindande enligt lag anser jag att nämndens agerande är förnuftigt.

I AMN 2002:7 följde nämnden upp de uttalanden som gjorts i initiativärendet. Ärendet gällde Infinicom AB som inlett en företagsrekonstruktion. Infinicom ämnade genomföra en riktad emission till befintliga konvertibelinnehavare för att på så sätt få in riskkapital och undvika ackord.⁸⁴ Betalning vid emissionen skulle i stort sett ske genom kvittning av befintliga fordringar vilka med stor sannolikhet hade blivit värdelösa om ackordet skulle ha fastställts.⁸⁵ Nämnden menade då att den riktade emissionen kunde ge otillbörlig fördel åt aktuella fordringsägare samtidigt som den var till nackdel för befintliga aktieägare. Eftersom detta skulle kunna stå i strid med generalklausulen i ABL ansåg nämnden att emissionen inte var förenlig med god sed på aktiemarknaden.⁸⁶ Vad nämnden således gjorde var att fiktivt testa den riktade emissionen mot bolagsrätten för att sedan göra en bedömning kring dess förenlighet med god sed på aktiemarknaden.

⁸² AMN 2002:2, st. 14f.

⁸³ Jfr. AMN 2002:15, ”Överväganden”, st. 4; AMN 2006:48, ”Överväganden”, st. 4.

⁸⁴ AMN 2002:7, ”Bakgrund”, st. 5 f.

⁸⁵ AMN 2002:7, ”Överväganden”, st. 4.

⁸⁶ AMN 2002:7, ”Överväganden”, st. 4.

Nämnden uttalade sig 2011 i ett fall där Ratos avsåg göra en riktad emission. Syftet var att täcka upp uteblivet kapital vid utnyttjade teckningsrätter. Förfarandet skulle innebära att en bank lånade upp aktier motsvarande det antal där teckningsrätterna inte utnyttjades. Aktierna som banken lånat skulle säljas vidare och därefter skulle Ratos rikta en emission till banken motsvarande antalet utlånade aktier.⁸⁷ Vederlaget som Ratos skulle få in genom den riktade emissionen skulle fördelas mellan de aktieägare som inte utnyttjat sina teckningsrätter. Ratos menade att syftet med åtgärden skulle vara att skydda de aktieägare som valt att inte utnyttja sina teckningsrätter men mycket talade för att bolaget främst strävade efter att säkra det kapital bolaget räknat med att få in genom företrädesemissionen.⁸⁸ AMN lade vikt vid att när banken uppdrogs att sälja vidare aktierna skulle ingen företrädesrätt föreligga vilket innebar ett kringgående av bolagsrätten. AMN ansåg att ett förfarande innehållandes en riktad emission i syfte att genomföra ett kringgående av bolagsrätten inte kunde vara förenligt med god sed på aktiemarknaden och underkände därmed förfarandet.⁸⁹

Efter AMN 2002:2 har nämnden i ett flertal uttalanden berört prissättningen vid riktade emissioner och i vad mån en marknadsmässig emissionsrabatt kan vara motiverad.⁹⁰ Som utgångspunkt har AMN valt aktiens marknadsvärde. Kan en emissionskurs med framgång klandras enligt bolagsrätten ska den inte heller vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.⁹¹ Det åligger styrelsen alternativt stämman att minimera den emissionsrabatt som ges och bedömningen ska göras med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet.⁹² I alldeles speciella situationer kan en betydligt större emissionsrabatt medges.⁹³ Ett av fallen rörde Paynova som befann sig i en finansiell kris samt hade en strax intill tom kassa. För att bolaget skulle kunna återställa sin finansiella

⁸⁷ AMN 2011:21, ”Framställning”, st. 4ff.

⁸⁸ AMN 2011:21, ”Överväganden”, st. 6.

⁸⁹ AMN 2011:21, ”Överväganden”, st. 6.

⁹⁰ Se AMN 2004:15; AMN 2005:7; AMN 2006:18; AMN 2007:9.

⁹¹ AMN 2007:9, ”Överväganden”, st. 5.

⁹² AMN 2009:29, ”Överväganden”, st. 5f.

⁹³ Jfr. AMN 2004:15, ”Överväganden”, st. 5; AMN 2006:18, ”Överväganden”, st. 6.

position krävdes en aggressiv omställning.⁹⁴ När Paynova väl hade hittat en leverantör som skulle tillhandahålla bolaget omfattande tjänster behövde man lösa problemet med finansiering av desamma. Styrelsen valde då att genom flertalet riktade emissioner ge ut nya aktier till leverantören som i sin tur betalade dessa genom att kvitta mot sina fordringar på Paynova. Emissionskursen skulle sättas till den vid första emissionen gällande börskurs. Eftersom syftet med förfarandet skulle vara att öka Paynovas lönsamhet vilket i förlängningen skulle leda till en ökad kurs, ansåg nämnden det vara mycket möjligt att de sista emissionerna skulle ske till en betydande underkurs.⁹⁵ AMN såg till de speciella omständigheterna och gjorde bedömningen att förfarandet stod i enlighet med god sed på aktiemarknaden.⁹⁶

Ovan har jag behandlat flertalet av de uttalanden från AMN angående god sed på aktiemarknaden vid förfaranden som innefattar en eller flera riktade emissioner. I AMN 2007:9 anförde nämnden att det krävs sakliga skäl för att avvika från företrädesrätten. Då nämnden inte klargjorde huruvida det ska vara skillnad om emissionen riktas till utomstående eller befintliga aktieägaren finns det idag utrymme för tolkning av uttalandet.⁹⁷

Ser man till framtida reglering finns det inget klart svar på vad som komma skall men i Ds. 2012:37 framförde Skog att han anser att man bör arbeta fram en allmängiltig rekommendation för under vilka förutsättningar som en riktad emission ska anses stå i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden. En sådan rekommendation skulle enligt Skog exempelvis författas av *Kollegiet för svensk bolagsstyrning* och arbetet skulle kunna möjliggöra en omprövning samt en sammanställning av AMN:s uttalanden på området.⁹⁸ I sitt remissvar till promemorian anförde Kollegiet för svensk bolagsstyrning att man delade Skogs åsikter om att det var nödvändigt med mer allmängiltiga riktlinjer och angav sig villiga att författa sådana.⁹⁹

⁹⁴ AMN 2006:18, ”Bakgrund”, st. 2.

⁹⁵ AMN 2006:18, ”Överväganden”, st. 5.

⁹⁶ AMN 2006:18, ”Överväganden”, st. 6.

⁹⁷ AMN 2007:9, ”Överväganden”, st. 5.

⁹⁸ Ds. 2012:37 s. 46ff.

⁹⁹ Kollegiet för svensk bolagsstyrnings remissvar på Ds. 2012:37, diariernr. Ju 2012/6516/L1.

3.3 Sammanfattning

Ett tydligt mönster i aktiemarknadsrätten är att den i stort följer med och styrs av bolagsrätten. God sed på aktiemarknaden bedöms med utgångspunkt i de bolagsrättsliga reglerna och då främst generalklausulerna. Det är uppenbart att AMN inte arbetar för att inskränka de fall då ett förfarande är förenligt med bolagsrätten. Nämnden arbetar för att skapa en god aktiemarknad och i detta arbete innebär det i mångt och mycket att även tillgodose näringslivets krav. Med detta sagt innebär det inte att det inte finns fall då aktiemarknadsrätten begränsar användandet av en riktad emission trots dess förenlighet med bolagsrätten. Exempel på detta är att tydliga kringgåenden av den bolagsrättsliga regleringen sällan kan anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.¹⁰⁰

¹⁰⁰ Se AMN 2011:21.

4 Analys

Aktieägarnas principiella företrädesrätt är sedan länge rotad i svensk rätt. Eftersom avsteg från företrädesrätten uttryckligen sanktioneras i ABL är det ostridigt att den svenska regleringen tillåter riktade emissioner. Viss otydlighet finns fortfarande kring regleringen och frågan aktualiseras i större utsträckning i takt med att användandet av riktade emissioner ökar.

Vad gäller möjligheten att rikta en emission finns det två huvudsakliga situationer som bör särskiljas. Den första situationen är en emission som riktas till utomstående och den andra då emissionen riktas till vissa befintliga aktieägare. Utifrån min utredning anser jag det vara klart att det inte finns något hinder för ett bolag att rikta en emission till en extern finansiär om bolaget kan motivera emissionen med godtagbara företagsekonomiska skäl samt att emissionskursen inte i stort avviker från befintlig börskurs. Givetvis måste hållbarheten av de företagsekonomiska skälen bedömas i det enskilda fallet och eftersom doktrinen har godkänt ett sakligt motiverat företagsekonomiskt skäl vara i enlighet med bolagets intresse ska bolagen därefter göra en slutlig avvägning mot aktieägarskyddet. Vid den andra situationen är rättsläget mer oklart. Skog hävdar att de synnerligen restriktiva uttalandena i förarbetena är förlegade och ska bortses från. Trots Skogs ståndpunkt finns det ingen aktuell vägledning från lagstiftaren och därför är det svårt att i dagsläget helt bortse från förarbetsuttalandena. För att klargöra gällande rätt vore ett förtydligande att föredra. Till dess gäller, likt då en emission riktas till utomstående, att den bolagsrättsliga bedömningen ska göras utifrån skälen till att emissionen riktas i det enskilda fallet. Min utredning har visat att bolagen med framgång kan argumentera för företagsekonomiska skäl såsom att bolaget befinner sig i en finansiell kris och att den riktade emissionen med viss säkerhet kommer att föra bolaget ur denna kris.

Den bolagsrättsliga regleringen av riktade emissioner styrs huvudsakligen av generalklausulerna i ABL. Generalklausulerna sätter upp ramar genom att ett

bolag inte får gynna någon otillbörligt till men för annan aktieägare eller bolaget. Tydligare direktiv än så ges inte av lagstiftaren och regleringen har växt fram i doktrinen och genom börsbolagens agerande. Bolagens huvudsakliga argument för att rikta en emission är säkerhetsaspekten i att förfarandet är såväl billigare som snabbare än en företrädesemission. Vidare har bolaget genom emissionen möjlighet att knyta till sig stora investerare som kan vara behjälpliga med riskkapital även i framtiden. Med syfte att skydda småsparare är Aktieägarnas ståndpunkt att en riktad emission späder ut aktieinnehav och kapitalandelar i en sådan utsträckning att det står i strid med aktieägarskyddet i ABL. Som min utredning visar på torde detta argument ha begränsad tyngd när det vägs mot skälen för att en riktad emission genomförs. Det kan argumenteras för att skälen till en riktad emission och argumenten bakom den minskar i betydelse vid en högkonjunktur. Ett bolag i akut kris torde enligt mig har större framgång med att rikta en emission än ett bolag med god finansiell ställning som avser rikta en emission för att expandera. Det nyss nämnda innebär inte att ett bolag med god ekonomisk ställning som avser att expandera aldrig kan genomföra en riktad emission; väger de företagsekonomiska skälen tyngst torde förfarandet vara förenligt med gällande rätt.

Vid sidan av bolagsrätten måste, för de svenska börsbolagen, en bedömning av de riktade emissionerna göras utifrån gällande aktiemarknadsrätt. Då lagstiftning saknas på området är det AMN:s uttalanden som blir vägledande för vad som anses vara god sed på aktiemarknaden. I sitt initiativärende framhöll nämnden att den aktiemarknadsrättsliga utgångspunkten var regleringen i bolagsrätten. Med denna utgångspunkt strävar nämnden efter att förhindra orättvisor och att arbeta för god sed på aktiemarknaden. På så vis förhåller sig AMN till bolagsrätten men har en möjlighet att förhindra vissa förfaranden som exempelvis skulle innebära ett kringgående av gällande bolagsrätt. I spåren av finanskrisen har börsbolag haft en stor uppfinningsriktighet om hur de ska anskaffa riskkapital och ibland sökt kringgå gällande bolagsrätt, något som kan stoppas genom aktiemarknadsrätten och AMN.

Nämnden har intagit en relativt neutral ståndpunkt vad gäller en emission riktad till utomstående. Kan godtagbara skäl anföras och det vid en intresseavvägning väger tyngre finns det ingen anledning att hindra förfarandet utifrån god sed på aktiemarknaden. Däremot framförde nämnden i sitt initiativärende AMN 2002:2 en restriktiv syn i det fall en emission riktas till vissa befintliga aktieägare. Huruvida uttalandet idag står sig är oklart. Redan i AMN 2007:9 kan man ana en ny ståndpunkt; varje riktad emission är förenlig med gällande rätt om den kan motiveras av sakliga skäl, oavsett vem den riktas till, och dessa skäl vid en intresseavvägning väger tyngst.

Vad gäller regleringen av aktiemarknaden föreligger det för närvarande en viss diskrepans mellan det aktuella emissionsläget genom börsbolagens faktiska ageranden och AMN:s uttalanden. Skillnaderna visar sig främst vad gäller inställningen till emissioner som riktas till vissa befintliga aktieägare. Trots att AMN i sitt initiativärende ställde sig negativ till möjligheterna att genomföra en emission riktad till vissa aktieägare har det bland börsbolagen stadigt genomförts sådana emissioner. Som min utredning visar är det mycket som talar för ett kommande förtydligande på området; om det sker genom lagstiftning till följd av Ds. 2012:37 eller genom ett nytt initiativärende får tiden utrona. Jag är av åsikten att det kan vara en god idé att invänta en lagändring. Att bolagen i dagsläget går mot AMN:s uttalande kan i viss mån underminera nämndens ställning men jag anser att den slagkraft och tyngd som en lagreglering innebär väger över. Utifrån presenterad praktikersynpunkt är det klart att en ny reglering gladeligen tas emot. Trots om det redan idag sker emissioner till vissa aktieägare skulle en lagändring betydligt underlätta arbetet i praktiken och skapa en större rättssäkerhet.

En punkt där AMN går relativt hårt åt är emissionsrabatter. På denna punkt bör nämnden enligt mig vara mindre restriktiv i sin bedömning och således öka bolagens handlingsfrihet och möjlighet att få tillgång till riskkapital. I det enskilda fallet kan det vara motiverat med en större emissionsrabatt, trots aktieägarskyddet. Många bolag i flertalet branscher är beroende av riskkapital från investerare och är man restriktiv med att ge dem denna möjlighet kommer det att leda till en avstannande marknad där utvecklingen stagnerar. Trots att

investerare fått ökat intresse i svenska bolag är det enligt mig viktigt för näringslivets utveckling att lagstiftaren öka tilltron till börsens självreglering och lättar på den smutsiga stämpeln som de riktade emissionerna har. Bakgrunden till en riktad emission är att den ska vara av nytta för bolaget vilket aktieägarkollektivet i förlängningen tjänar på. Utifrån detta synsätt anser jag att lagstiftningen bör omvärderas och att de positiva sidorna med en riktad emission lyfts fram genom en förmildring av lagreglerna. Utvecklingen att bolag som, för att undvika en konkurs, under en kortare tid genomför både en, två och tre emissioner måste inte nödvändigtvis vara negativ. För att ett bolag ska kunna anskaffa nödvändigt kapital och locka till sig utländska investerare anser jag det vara av vikt att bolagen ges större självstyre över de riktade emissionerna. En låg emissionskurs torde exempelvis i många fall vara nyckeln till framgång i jakten på investerare. Som ABL ser ut i dagsläget är det uppbyggt som ett ramverk. Det kan argumenteras för att det vore behövligt med vissa specialbestämmelser om riktade emissioner utifrån ett kapitalanskaffningsperspektiv. Utöver de av Skog föreslagna ändringarna vore det enligt mig lämpligt att införa en bestämmelse om att emissioner som riktas till vissa större institutionella investerare kan emissionskursen sättas lägre än vad som annars skulle vara tillåtet. En sådan lägre emissionskurs skulle vara acceptabel under förutsättning att det kan antas att emitterande bolag därmed tar sig ur en finansiell kris. Likt all lagstiftning skulle detta med största sannolikhet medföra en debatt avseende en intresseavvägning. I situationer om riktade emissioner har min utredning visat på att intresseavvägningen görs mellan aktieägarskyddet och bolagens behov av kapital. Den föreslagna bestämmelsen tar dels sikte på visst förtydligande av vad som torde kunna anses vara erkänt bland börsbolagen dels en öppning för börsbolagen att locka till sig stora investerare. Kravet på att det enbart ska vara vissa större institutionella investerare förhindrar i stort den medvetna elimineringen av minoritetsägare som annars kan vara ett argument mot en riktad emission. Ett krav på finansiell kris torde redan i dagsläget vara erkänt som argument för en riktad emission och ett förtydligande i lagstiftningen skulle således innebära att emissionsläget blir mer tydligt och förutsägbart.

Vad som är intressant och samtidigt problematiskt är den brist på domstolspraxis som finns på området. Den bolagsrättsliga regleringen kring en riktad emission prövas intill aldrig i domstol. Detta beror på att ett bolag i sin bolagsordning kan införa en skiljeklausul men även av att klander från en aktieägare av ett beslut om en riktad emission skulle få så pass stor inverkan på börskursen att det avskräcker den enskilde aktieägaren från att väcka talan. Genom AMN:s uttalanden prövas bolagsrätten indirekt eftersom nämnden använder bolagsrätten som utgångspunkt vid den aktiemarknadsrättsliga bedömningen. Det nyss nämnda innebär att de allmänt hållna reglerna inom den bolagsrättsliga regleringen inte får någon tydlig förklaring i praxis vilket minskar rättssäkerheten. Däremot möjliggör AMN en snabbare rättsutveckling då nämnden ger svar inom enbart ett par dagar. Det är tydligt att bolagsrätten och aktiemarknadsrätten är starkt sammankopplade men frågan är om det inte är farligt för rättssäkerheten att helt och hållet överlåta bedömningarna åt AMN. Nämnden prövar nämligen enbart de emissioner som bolagen själv anger till den och uttalar sig sällan på egen hand varför det skapas ett visst tomrum kring lagstiftningen vilket leder till att bolagen lämnas fria att själva bedöma förfarandets förenlighet med gällande rätt.

Empirisk utvärdering av marknadsläget visar på att de riktade emissionerna breddat ut sig i omfattning. Sedan förfarandets införande på 70-talet har det bakomliggande motivet i stort varit detsamma; bolaget har varit i behov av riskkapital. Utvecklingen har gått mot att det främst är stora investmentbolag som bidrar med riskkapital. Detta är en utveckling som är positiv för bolagen eftersom möjligheterna till kapitalanskaffning ökar då det hela tiden finns tillgång till riskkapital. Samtidigt blir det en konkurrens för emittenterna att locka till sig investerare; en konkurrens som pressar bolagen till att utforma förmånligare villkor för investerare, ofta på aktieägarnas bekostnad. Vid ett tufft finansklimat torde det för bolagen vara viktigare att säkra kapital än att till fullo tillgodose aktieägar skyddet.

Trots ökningen av de riktade emissionerna är företrädesemissionerna fortfarande i majoritet. I stora bolag som Swedbank och Volvo torde en nyemission fulltecknas oavsett om den genomförs med företrädesrätt eller

riktas. Utöver detta så har stora bolag ofta en stark majoritetsägare i ryggen vilket ytterligare talar för en säkerhet om fullteckning. Den fördel som Bergström och Samuelsson betonar avseende företrädesemissioner är att kontrollen över bolaget förblir densamma. Enligt min åsikt är detta uttalande enbart delvis korrekt. Vid en företrädesemission i en högkonjunktur kan det måhända vara sannolikt att samtliga aktieägare tecknar nya aktier varpå ägandet förblir oförändrat. Om marknaden däremot är osäker och samhället befinner sig i en lågkonjunktur kan bolaget inte på samma sätt räkna med att samtliga aktieägare utnyttjar sina teckningsrätter utan riskerar istället att det sker en ägarförändring varför argumentet för företrädesemissioner minskar i betydelse.

Bland näringslivet och de branschorganisationer som finns är åsikterna kring de riktade emissionerna delade. Aktiespararna är en organisation som reagerat på att börsbolagen i allt större utsträckning använder sig av riktade emissioner och menar att detta inte är förenligt med gällande rätt. Ser man till realistiska situationer då det skulle bli aktuellt med en riktad emission är det relativt få scenarion som enligt min åsikt skulle medföra att emissionen ska anses vara oförenlig med gällande rätt. Den formella bolagsrätten, genom kravet på kvalificerat stämmobeslut och att skälen till att emissionen riktas ska anges i emissionsbeslutet, är sällan problematisk. Det är snarare generalklausulerna och god sed på aktiemarknaden som sätter ramarna för när det är godtagbart att riktad en emission. Bedömningen måste göras i varje enskilt fall och det är omöjligt att ge precisa riktlinjer för vad som skulle kunna underkänna förenligheten med en riktad emission. Faktorer att bedöma är exempelvis huruvida det sker en större ägarförändring, emissionskursen och vad som är de faktiska skälen bakom emissionen.

Ett mönster avseende synen på de riktade emissionerna är att näringslivets röster och det faktiska handlandet bland börsbolaget spelar en stor roll. Sedan 70-talet har lagstiftaren inte i någon större utsträckning uttalat sig om förfarandet och satt ned foten utan man har överlåtit detta åt självregleringen. Mot bakgrund av detta är det enligt min åsikt mycket som talar för att lagstiftaren delar börsbolagens mer toleranta synsätt eftersom det inte införts någon förtydligande reglering om ett mer restriktivt synsätt.

Så som aktiemarknaden ser ut i dagsläget är det främst AMN:s uttalanden som styr och sätter upp ett ramverk för bolagen att förhålla sig till. Eftersom nämnden oftast uttalar sig på begäran av bolagens rådgivare inför stundande emission blir de sällan allmängiltiga. Ett fall är aldrig likadant som ett annat. Jag är av åsikten, liksom Skog, att lagstiftaren bör utse ett organ som tar fram klara riktlinjer. Med fördel skulle nyss nämnda riktlinjer kunna vävas in i börsens befintliga emittentregler och på så sätt skapa en enhetlighet på områden med effektiva sanktioner för efterlevandet av riktlinjerna. Om riktlinjerna ligger inom aktiemarknadsrätten kommer de även att behandla flertalet av de överväganden som måste göras inom bolagsrätten eftersom aktiemarknadsrätten i stor utsträckning har bolagsrätten som utgångspunkt. Av vikt vid arbetet med de nya riktlinjerna är att hänsyn tas till den utvidgning av de bolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga gränserna som sker i praktiken. För näringslivets utveckling krävs det att de svenska bolagen kan konkurrera på den internationella marknaden och stryker man möjligheterna att rikta emissioner stryker man ett stort konkurrensmedel för bolagen. Vidare styrs börsbolagens benägenhet att rikta emissioner och erbjuda förmånligare emissionserbudanden av efterfrågan på marknaden och skapas inget svängrum kommer börsbolagen med stor sannolikhet kringgå reglerna på annat sätt varpå hela regleringen fallerar.

Käll- och litteraturförteckning

Otryckta källor

Föreläsning på Gernandt & Danielsson Advokatbyrå med Rolf Skog den 4 december 2013, Stockholm

Tryckta källor

Ju 2009/8495/L1 Uppdrag att överväga vissa frågor om fusion och delning samt om ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.

Ds. 2012:37 Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag

Remissvar Ds. 2012:37 Om ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag, diariernr. Ju 2012/6516/L1, yttrande av Aktiespararna, Bolagsverket, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Nasdaq OMX Stockholm AB, SVCA och Svenskt Näringsliv

Prop. 1973:93 Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Prop. 1975:103 Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag m.m.

Prop. 1986/87:76 Om riktade emissioner m.m.

Prop. 1993/94:196 Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

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 & Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*, 4e upplagan, Stockholm 2012

Johansson, Svante: *Bolagsstämma*, Stockholm 1990

Johansson, Svante: *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 10e upplagan, Stockholm 2011

Nerep, Erik: *Aktiebolagsrättslig analys – Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Stockholm 2003

Peczenik, Aleksander: *Juridikens teori och metod*, Stockholm 1995

Sandström, Torsten: *Svenska aktiebolagsrätt*, 4e upplagan, Stockholm 2012

Skog, Rolf: *Rodbes Aktiebolagsrätt*, 23e upplagan, Stockholm 2011

Åhman, Ola: *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – Om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Uppsala 1997

Artiklar

Bergström, Clas & Samuelsson, Per: ”Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner”, I: *Intressekonflikter och finansiella marknader (red: Gunnar Nord & Per Thorell)*, Uppsala 2006

Beyer, Claes: ”Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden”, I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011

Cronqvist, Henrik & Nilsson, Mattias: ”The choice between rights offerings and private equity placements”, I: *Journal of Financial Economics Volume 78 s. 375*, 2005

Munck, Johan: ”Självregleringen på värdepappersmarknaden”, I: *JT 2006/07 häfte 3 s. 553*

Munck, Johan: ”Aktiemarknadsnämnden 25 år”, I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm 2011

Pehrson Lars: ”Generalklausuler i aktiebolagslagen”, I: *Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987*, Stockholm 1987

Skog, Rolf: ”Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag”, I: *Nyemission av aktier – de lege lata och de lege ferenda (red: Rolf Skog)*, Uppsala 2004

Åqvist, Christina: ”Emissionsgarantier – avtal i strid med aktiebolagslagen?”, I: *JT 2005/06 häfte 3 s. 598*

Elektroniska källor

Affärsvärlden 2010-01-19, *Nu blir det konvertibelfest*
<http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article2594801.ece> (senast besökt 2014-01-01)

Affärsvärlden 2012-02-21, *Dags att göra riktade emissioner rumsrena*
http://www.affarsvarlden.se/hem/hausse_baisse/article3413959.ece (senast besökt 2014-01-01)

Aktiemarknadsnämnden, www.aktiemarknadsnamnden.se (senast besökt 2014-01-01)

Aktiespararna, *Ägarstyrningspolicy - 2010*
<http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Agarstyrningspolicy/> (senast besökt 2014-01-01)

Dagens Industri 2012-11-05, *Merkel: Fem år till av skuldkris*
<http://www.di.se/artiklar/2012/11/5/merkel-fem-ar-till-av-skuldkris/> (senast besökt 2014-01-01)

Emittentregler, Regelverk för emittenter NASDAQ OMX Stockholm
http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/85/85874_nasdaqomxstockholmsregelverkfremittenter-2013-07-01.pdf (senast besökt 2014-01-01)

Industrivärden 2010-01-12, Pressmeddelande: *Industrivärden erbjuder konvertibler om cirka 450 miljoner euro med en löptid till 2015*
<https://newsclient.omxgroup.com/cds/DisclosureAttachmentServlet?messageAttachmentId=288903> (senast besökt 2014-01-01)

Nerep, Erik & Samuelsson, Per: *Aktiebolagslagen – En djup kommentar*, i Karnov, internet (senast besökt 2014-01-01)

PA Resources 2012-11-07, Pressmeddelande: *PA Resources förstärker eget kapital med cirka 1,7 miljarder kronor*
<http://www.paresources.se/Media/Pressmeddelanden/PA-Resources-forstarker-eget-kapital-med-cirka-17-miljarder-kronor/> (senast besökt 2014-01-01)

Ratos AB, *Bolagsordning antagen 2013-04-17* <http://www.ratos.se/Om-Ratos/Koncernens-styrning/Bolagsordning/> (senast besökt 2014-01-01)

Rättsfallsförteckning

EU-domstolen

Mål C-381/89 Domstolens dom den 24 mars 1992 mellan Sindesmos Melontis Eleftheras Evangelikis Ekklesias m.fl. och Republiken Grekland, publicerad i EUT 1992, s. I2111

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 (Infinicom AB)

AMN 2002:15 – Fråga om undantag från budplikt, riktad nyemission (Gabrielsson Invest AB, Music Network Records AB)

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

AMN 2009:29 – Riktad emission (Nordic Mines)

AMN 2011:21 – God sed vid företrädesemission (Ratos)