



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Babak Morad Bakhti

God sed och riktade emissioner

LAGM01 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: HT14

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och avgränsning	5
1.3 Metod och perspektiv	7
1.4 Material och forskningsläge	8
1.5 Disposition	9
2 BÖRSHISTORIK	10
3 AKTIEBOLAGS- OCH AKTIEMARKNADSRÄTT	13
4 EMISSIONSFRÅGOR	16
4.1 Om nyemissioner	16
4.2 Likhetsprincipen och generalklausulerna i samband med nyemissioner	17
5 AVSTEG FRÅN FÖRETRÄDESRÄTTEN	19
5.1 Tolkning av god sed	19
5.2 Vilka ramar uppställer AMN för avsteg från företrädesrätten?	20
5.2.1 En förändrad företrädesrätt	20
5.2.2 Ställs det högre krav på aktiemarknadsbolag?	21
5.2.3 Godtagbara skäl	25
5.3 Kringgående eller överträdelse av regeln?	29
6 RIKTADE NYEMISSIONER TILL BEFINTLIGA AKTIEÄGARE	31
6.1 Vilka anses vara befintliga aktieägare?	31
6.2 Befintliga aktieägare och objektivt godtagbara skäl	32
6.3 Avslutande synpunkter	35

7	RIKTADE NYEMISSIONERS ÄGARUTSPÄDNINGSEFFEKT	37
7.1	Grunderna för emissionskursen	37
7.2	Rabatt upp till tio procent?	38
8	AVSLUTANDE ANALYS	42
8.1	God sed och en etablerad riskzonsprincip	42
8.2	Lagändring som reflekterar rådande uppfattning	44
8.3	Behövs en tydligare reglering av emissionsrabatter?	46
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	47
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	49

Summary

One of the most important actors on the Swedish stock market, is the Securities Council. Although the Securities Council's mission is extensive, it is not for them to determine how the Companies Act (SFS 2005: 551) should be interpreted. Despite this, the Securities Council's approach to the Companies Act, often is of great importance when determining the law, regarding directed share issue on the Swedish stock market. This thesis discusses in particular how the Securities Council interprets rules, concerning the deviation from the shareholders' preferential rights to new shares, directed share issue to existing shareholders and share issue discounts. Furthermore, this thesis examines whether there is an established principle of risk, which means that a decision or action that is at risk of being prohibited under the general rule in the Companies Act, should not be able to be consistent with accepted practices on the stock market.

This paper shows that the Securities Council's approach to directed share issuance and the general rule is not always uniform. Despite this, it can be concluded that accepted practice set by the council, rarely requires stricter conditions than those contained in the Companies Act. After an analysis of the council's rulings and legal literature, it becomes clear that under some conditions it is possible to deviate from the shareholders' preferential rights and offer comprehensive share issue discounts. The Securities Council has expressed the need for objective reasons for a listed company to be able to deviate from the shareholders' preferential rights to new shares. There are, for example, cases where the purpose of the share issuance cannot be met without it being a directed share issuance. This paper shows that companies that are in a financial crisis, are treated differently than companies that operate under normal circumstances. The council's judgment is often affected by what type of company that will perform the directed share issuance. Companies with limited liquidity and earnings, so-called expectation companies should, according to the council, have a restrictive approach to share issue discounts. The thesis also concludes that under the Securities Council's practice there is no explicit limit for the size of the discount on issued shares. The council believes instead that there should be a certain span between what level of discounts that are acceptable.

Directed share issuance to existing shareholders is limited to some extent, since such a decision may be in conflict with the general rule in the Companies Act. Among other topics, this study discusses who should be considered an "existing shareholder". In some cases the council considers certain shareholders of the company as outside parties. This applies in situations where a share issuance is directed to an existing shareholder, however this person is selected in a different role than shareholder. In such cases, the shareholder may be considered an outside investor. Share issues directed to existing shareholders, seem to be limited by stricter conditions than share issues directed to outside parties.

Sammanfattning

En av de viktigaste aktörerna på aktiemarknaden är Aktiemarknadsnämnden (AMN). Även om nämndens formella kompetens är omfattande, ankommer det inte på nämnden att avgöra hur aktiebolagslagen (2005:551, ABL) ska tolkas. Trots detta är nämndens förhållningssätt till ABL ofta av stor betydelse för rättsläget, rörande riktade nyemissioner på den svenska aktiemarknaden. Uppsatsen diskuterar särskilt hur nämnden förhåller sig till avsteg från företrädesrätten, riktade emissioner till befintliga aktieägare samt emissionsrabatter. Vidare granskar arbetet huruvida det finns en etablerad *riskzonsprincip* inom aktiemarknadsrätten, vilket innebär att ett beslut eller en åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen i ABL, inte bör kunna vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Uppsatsen visar att nämndens förhållningssätt till riktade emissioner och generalklausulen inte alltid är enhetlig. Trots detta kan det fastställas att god sed sällan ställer högre krav än det som framgår av ABL. Efter en analys av nämndens uttalanden och doktrin, blir det tydligt att det finns vissa skäl som medger avsteg från företrädesrätten samt omfattande emissionsrabatter. Nämnden har framfört att det krävs sakliga skäl för att ett aktiemarknadsbolag ska kunna avvika från företrädesrätten. Det är till exempel fall där syftet med emissionen inte kan uppfyllas genom en företrädesemission. Uppsatsen visar att bolag som befinner sig i en finansiell kris bedöms annorlunda än bolag som driver sin verksamhet under normala omständigheter. Det finns alltså vissa skäl som anses vara godtagbara. Dessa godtagbara skäl påverkas av vad det är för typ av bolag som ska genomföra emissionen. Aktiebolag med begränsad likviditet och intjäningsförmåga på kort sikt, så kallade förväntningsbolag, bör enligt nämnden ha ett restriktivt förhållningssätt till emissionsrabatter. Uppsatsen fastställer även att det enligt nämndens praxis inte finns någon uttalad gräns för emissionsrabattens storlek. Nämnden menar istället att det ska finnas en viss spännvidd mellan vilka emissionsrabatter som är godtagbara.

Riktade emissioner till befintliga aktieägare begränsas till viss del, eftersom ett sådant beslut kan strida mot generalklausulen i aktiebolagslagen. I uppsatsen diskuteras vilka som ska anses vara "befintliga aktieägare". Nämnden betraktar nämligen vissa aktieägare i bolaget som utomstående parter. Detta gäller i situationer där det riktas en nyemission till befintliga aktieägare men då dessa är utvalda i en annan egenskap än aktieägare. I sådana fall kan aktieägaren betraktas som en utomstående investerare. När emissionen riktas till befintliga aktieägare, förefaller de godtagbara skälen vara betydligt färre än när emissionen riktas till utomstående parter. Nyemissioner till befintliga aktieägare bedöms alltså annorlunda än riktade emissioner till utomstående parter.

Förord

Mitt intresse för aktiemarknadsrätt har under mina studier utmynnat i tre olika uppsatser inom området. Jag har i ett av dessa arbeten behandlat vissa problem rörande budplikt, flaggning och irrevocables. Vid ett annat tillfälle valde jag att skriva om otillbörlig marknadspåverkan samt högfrekvenshandel på börsen.

Rättsområdets juridiska mognad har ökat till följd av Aktiemarknadsnämndens verksamhet. Denna utveckling har fått mig att vilja granska riktade nyemissioner genomförda av aktiemarknadsbolagen. Efter juristprogrammet kommer jag att fortsätta utveckla mitt intresse inom aktiemarknadsrätt men då ur ett rådgivarperspektiv.

Jag vill rikta ett tack till min handledare Per Samuelsson för vägledningen under arbetets gång. Jag vill särskilt nämna jur.kand. Erik Holmberg som har korrekturläst uppsatsen och lämnat värdefulla kommentarer. Slutligen vill jag tacka jur.stud. Jakob Hobér som har lämnat synpunkter på uppsatsen och som varit mitt bollplank under juristprogrammet.

Juridiska fakulteten, Lund, den 27 oktober 2014

Babak Morad Bakhti

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Emittentregelverket	Nasdaq Stockholms Regelverk för emittenter
FI	Finansinspektionen
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning (1 februari 2010)
Kollegiet	Kollegiet för svensk bolagsstyrning
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MTF	Multilateral Trading Facility
OTC	Over the Counter
OTF	Other Trading Facility
SEDA	Standby Equity Distribution Agreement
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
HD	Högsta domstolen

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Aktiebolagsrätten består av rättsregler för aktiebolag. Dessa regler är tillämpliga oavsett om bolaget är privat, publikt, listat eller noterat. I ABL finns det en mängd regler som rör hur ett aktiebolag bildas och lever vidare, till exempel regler om bolagsbildning och kapitalanskaffning. Det finns även bestämmelser som behandlar aktieägarnas olika intressen. I ABL finns det dock relativt få bestämmelser som reglerar hur aktiebolaget ska förhålla sig till aktiemarknaden. Aktiemarknadsrätten gäller för de aktiebolag vars aktier tas upp till handel på en reglerad marknad eller aktiebolag som är listade på en Multilateral Trading Facility (MTF) eller Other Trading Facility (OTF). Aktiebolags- och aktiemarknadsrätten ingår i samma regelstruktur och är beroende av varandra på fler än ett sätt.

Förhållandet mellan aktiebolags- och aktiemarknadsrätten är dock inte alltid tydligt. Det finns ett regelglapp mellan dessa två rättsområden. Med det menas att det finns få regler som reglerar hur ett aktiebolag ska agera gentemot aktiemarknaden. Denna uppsats avser att tydliggöra delar av detta regelmässiga glapp genom att analysera AMN:s uttalande rörande emissioner. Arbetet kommer till exempel röra frågan om avsteg från företrädesrätten, riktade emissioner till befintliga aktieägare samt prissättning av emitterade aktier. Regelglappet leder ofta till komplicerade överväganden eftersom att, det som ibland anses vara korrekt enligt aktiemarknadsrätten, står i strid med aktiebolagsrätten. Motsättningen berörs sällan i den juridiska doktrin men är å andra sidan ständigt aktuell i de beslut nämnden meddelar. Nämndens uppdrag är att verka för god sed på aktiemarknaden och det innebär ofrånkomligen hänsynstagande till olika aktiebolagsrättsliga frågeställningar. I samband med nämndens prövningar berörs flera olika kategorier av aktiebolagsrättsliga spørsmål.

Marknadens aktörer har varaktiga krav på transparens och förutsebarhet på aktiemarknaden. Ovan nämnda regelglapp kan därför behöva genomgå en djupare analys genom en bedömning av särskilda typfall, dels för att öka förutsebarheten, dels för att belysa behovet att eventuella regelförändringar.

1.2 Syfte och avgränsning

Syftet med denna uppsats är att utreda hur aktiemarknadsrätten förhåller sig till aktiebolagsrätten i fråga om emissioner. Uppsatsen ska lyfta fram samt utreda några särskilda problemformuleringar inom ramen för detta område, till exempel avsteg från företrädesrätten, riktade emissioner till befintliga aktieägare och emissionsrabattens storlek. Dessa problem har gemensamt att samtliga berör både aktiebolags- och aktiemarknadsrätt samt att frågorna

sällan behandlas i den juridiska litteraturen. Uppsatsen kommer även att analysera andra regelverk och rekommendationer i den mån det behövs för att klargöra tillämpningen av emissionsreglerna. I denna bedömning ingår till exempel hur institutionella investerares ägarpolicies kan påverka deras tillvägagångssätt.

Ett spørsmål som särskilt ska beröras är nämndens tolkning av aktiebolagsrättsliga regler rörande emissioner. Arbetet ska utreda hur vissa frågor påverkas av det regelglapp som finns mellan aktiebolags- och aktiemarknadsrätten. Emissioner har valts som huvudämne eftersom att analysen främst kommer utgå från AMN:s praxis och det är nämndens uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden. Uppsatsens huvudsakliga frågeställningar är:

- Hur förhåller sig AMN till aktiebolagsrätten vid bedömningen av emissioners förenlighet med god sed på aktiemarknaden?
 - Hur förhåller sig AMN till avsteg från företrädesrätten vid nyemissioner?
 - Vilka ramar uppställer AMN vid riktade nyemissioner till befintliga aktieägare?
 - Vilka ramar uppställer AMN för en riktad nyemissions ekonomiska utspädningseffekt?

Det kan uppfattas som att frågeställningarna i själva verket är olika sidor av samma mynt, vilket till viss del stämmer eftersom nämnden ofta gör en helhetsbedömning för att avgöra om agerandet står i strid mot god sed. Det är dock av pedagogiska skäl enklast att dela upp dessa frågeställningar.

Frågor som berör andra områden än emissioner kommer i huvudsak att lämnas utan avseende. En majoritet av de relevanta uttalandena från AMN kommer att granskas i framställningen. Relevansfrågan har avgjorts genom en granskning av nämndens uttalande vilka specifikt behandlar emissioner och aktiebolagsrätten. De uttalanden som inte berörs är utlåtanden där nämnden inte uttryckligen tagit hänsyn till de aktiebolagsrättsliga frågorna. Framställningen är alltså inte uttömmande vad gäller uttalanden från AMN.

Arbetet begränsas vidare till att endast redogöra för rättsläget inom den svenska aktiemarknads- och aktiebolagsrätten. Det är svårt att dra en strikt gräns mellan dessa två områden. Aktiebolagsrätten omfattar regler om aktiebolaget, med undantag för skatteregler. I aktiemarknadsrätten innefattas istället regler för aktiebolag vars aktie tagits upp till handel på en reglerad marknad, en MTF eller OTF. Det hela kompliceras ytterligare eftersom aktiebolagsrätten även innehåller regler om publika bolag.

Att komparativt studera reglerna på de olika aktiemarknaderna skulle vara intressant, även om den svenska rätten på detta område har sitt ursprung i

anglosaxisk rätt. Syftet med uppsatsen är dock inte att göra en komparativ studie och någon sådan studie kommer därför inte att göras.

Arbetet kommer att redogöra för historiken och regelstrukturen på aktiemarknaden, däremot kommer uppsatsen inte att närmare presentera regler på marknadsplatserna. Vad gäller emissionsfrågor kommer uppsatsen att beröra uttalanden både inom och utanför det så kallade ”leo-området”. Leolagen regleras numera i 16 kap. ABL och innehåller regler om riktade nyemissioner till bolagets ledning eller anställda. Arbetet kommer i huvudsak att beröra aktiemarknadsbolag, det vill säga publika bolag som via börs erbjuder allmänheten att handla med sina aktier. Privata aktiebolag kommer endast beröras när skillnader mellan de båda bolagsformerna ska redogöras.

Avsikten är alltså inte att ge läsaren en heltäckande bild av området, utan endast några särskilt problematiska frågeställningar ska utredas. Fördelen med det är att läsaren får en fördjupad presentation av emissionsfrågor på aktiemarknaden. Uppsatsen kan då också behandla praktiska problem mer ingående. En nackdel med avgränsningen är emellertid att läsaren inte kan tillgodogöra sig en bra helhetsbild av regleringen på området. Eventuellt mildras kritiken något av att regelverket på aktiemarknaden är allt för omfattande för att granskas i en enskild uppsats.

Uppsatsen riktar sig främst till läsare som besitter grundläggande bolagsrättslig kunskap. Därför kommer inte grundläggande bolagsrättslig terminologi och problemformuleringar att redogöras.

1.3 Metod och perspektiv

I förevarande framställning har den rättsdogmatiska metoden använts och enligt denna har de traditionella rättskällorna studerats. I praktiken innebär detta att rättskällorna tolkas och klassificeras för att på så sätt kunna påvisa olika regler.¹ Det valda ämnets regelverk består av både statlig och privat regler, så kallad självreglering. Detta ger anledning att fundera över betydelse av begreppet rättskälla och dess användning. Enligt Van der Sluijs är självreglering en del av de företeelser som brukar benämnas ”soft law”. Självreglering är icke bindande regler som en viss bransch ofta uppfattar som bindande.²

Det rättsdogmatiska metodvalet innebär i princip att författaren försöker förutspå hur en domstol skulle betrakta en viss situation. Trots att de börsrättsliga tvisterna endast undantagsvis når domstol, är den rättsdogmatiska metoden användbar även vid aktiemarknadsrättsliga studier. Ett rättsekonomiskt metodval, hade med fördel kunnat appliceras på

¹ Peczenik, Juridikens allmänna läror, SvJT 2005 s 249 samt Peczenik, Juridikens teori och metod, 1995, s 35 f.

² Beyer, Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 22-23.

uppsatsens syfte och frågeställningar eftersom att emissionsreglerna har betydande ekonomiska konsekvenser för börsbolagen. Några sådana ambitioner finns dock inte i denna framställning.

Det bör i detta sammanhang också uppmärksammas att det aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga regelverket bygger på flera olika ekonomiska teorier. Dessa kommer endast att presenteras för läsaren om det är nödvändigt för att förstå syftet bakom ett särskilt regelverk.

Denna granskning skrivs utifrån ett kritiskt perspektiv. Detta utmynnar i en djupgående analys av olika problemformuleringar, resultatet av de olika granskningarna läggs sedan samman för att fastställa en övergripande slutsats.

1.4 Material och forskningsläge

Litteraturen inom detta område är inte sällan författad av praktiker. Under de senaste tio åren har litteraturen inom detta område utvecklats i snabb takt. Frågeställningarna i denna uppsats berörs dock sällan i doktrinen. Denna uppsats skiljer på flera sätt från tidigare studier, främst eftersom tidigare artiklar inte ger en fullständig analys av aktiemarknadens förhållningssätt till aktiebolagsrätten. Vidare skiljer sig uppsatsen från tidigare framställningar, eftersom granskningen koncentreras till aktiemarknadsrättens uttalanden och dess synsätt på emissionsreglerna i ABL. Ett sådant synsätt kan vara intressant eftersom vissa frågor regleras dels av ABL, dels av nämndens praxis.

Förutom lagstiftning och självreglering används svensk litteratur i denna framställning. Regelverket inom detta rättsområde omarbetas ofta och därför används litteratur som sträcker sig fram till år 2014. Rolf Skog har drivit fram forskningen på området, bland annat genom artikeln ”Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag”. Svante Johansson har i artikeln ”Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – ’utanför leo-området’” utvärderat några av nämndens uttalanden om riktade nyemissioner. Nyligen skrev Dennis Westermarck och Monica Lagercrantz boken ”Om nyemission”, som behandlar nyemissionsprocessen från ax till limpa.

Avgöranden från domstol med koppling till nyemissionsfrågor är väldigt få och vägledning inom detta område får istället sökas genom nämndens uttalanden. Eftersom nämndens uppgift är att verka för god sed på aktiemarknaden, intar dess uttalanden en central plats i denna uppsats. Materialet består främst av källor med nationellt ursprung. Utländsk litteratur om aktiemarknadsrätt är omfattande, men kommer användas sparsamt i denna uppsats.

Det kan framföras kritik mot att det i vissa avsnitt återges citat från nämndens uttalanden. Citaten kan framstå som osedvanligt långa, de uppfyller dock ett syfte, nämligen att ge läsaren en direkt förståelse för

nämndens syn och tolkning av god sed på aktiemarknaden. Detta syfte uppnås i vissa situationer lättare genom citering än genom en annan framställning.

Läsaren bör även uppmärksamma att nämndens uttalanden inte kommer att framställas i kronologisk ordning i arbetet. Uttalandena placeras istället i det sammanhang som på tydligast sätt framhäver sakfrågorna.

1.5 Disposition

Uppsatsen inleds med ett bakgrundskapitel som fokuserar på AMN:s begynnelse och dess nuvarande verksamhet. I kapitel tre beskrivs de grundläggande kriterierna för en fungerande aktiemarknad samt vilka regelverk som styr över nämndens verksamhet. Dessa två ämnen är nära besläktade och behandlas därför gemensamt. Kapitel fyra beskriver dels emissionsförfarandet och dels generalklausulen och likhetsprincipens tillämpning vid nyemissioner. Detta avsnitt klargör hur principerna tillämpas, så att läsaren bättre kan förstå nämndens uttalanden som behandlas i nästa kapitel.

I kapitel fem diskuteras vilken systematik som ligger till grund för prövningar av god sed på aktiemarknaden. Därefter skildras vilka krav som uppställs för aktiemarknadsbolag som vill göra avsteg från företrädesrätten. I samma kapitel finns ett avsnitt som behandlar skillnaden mellan en överträdelse och ett kringgående av en regel. I själva verket kunde det sista avsnittet placeras i ett annat kapitel. Avsnittet placerades likväl i kapitel fem eftersom ett av de exempel som används i brödtexten just berör avsteg från företrädesrätten.

Kapitel sex inleds med en diskussion om vem som kan anses vara en ”befintlig aktieägare”. Det är naturligtvis viktigt att inleda med detta avsnitt, för att i nästa del kunna redogöra för när det är godtagbart att rikta en nyemission till befintliga aktieägare. Kapitel sju beskriver betydelsen av emissionsrabatter och granskar huruvida det finns någon fastlagd gräns för rabattens storlek. Uppsatsens omfattande genomgång av praxis motiverar ett avslutande kapitel som analyserar slutsatser och besvarar frågeställningar.

2 Börshistorik

Byte av varor var under en längre tid det enda sättet att komma över sådant som vi själva inte kunde producera. Denna handel skedde väldigt ofta på olika marknadsplatser. Därefter flyttades marknadsplatserna in till städernas värdshus. Van der Beurse var en man i Brygge som upplät sitt hus för handel, hans hus kom att kallas för just Beurs-hus. Den svenska börsen heter NASDAQ Stockholm³ och kallas i dagligt tal för Stockholmsbörsen. Gamla Stan i Stockholm utgjorde tidigare en marknadsplats för byte av varor och tjänster och på 1760-talet byggdes där ett börshus. Vid denna tid fanns det dock börser på andra platser i Sverige, till exempel i Göteborg och i Norrköping. Någon riktig fondbörs hade Sverige emellertid inte förrän år 1863. På Stockholms fondbörs fanns försäljning av obligationer, lottbrev och aktier.⁴

Idag innehåller aktiemarknadsrätten regler för noterade och listade bolag. Den förstnämnda termen rör aktiebolag vars aktier tas upp till handel på en reglerad marknad. Den senare termen rör aktiebolag vars aktier listas på en MTF eller OTF. Termen börsrätt används vanligtvis för de regler som rör institutionerna som sköter handeln med aktier och andra finansiella instrument.⁵

Självregleringen på den svenska aktiemarknaden är ett resultat av flera historiska händelser. Ett av organen som spelar en viktig roll på området är AMN. Det som fungerade som en katalysator för nämndens tillkomst var den så kallade Leo-affären. Händelsen inleddes med ett beslut om nyemission i läkemedelsföretaget Leo, kort efter att Wilhelm Sonesson AB hade förvärvat samtliga aktier i Leo. De som blev tilldelade aktier efter den riktade emissionen var personer inom ledningen för Leo; Wilhelm Sonesson och dess moderbolag Volvo AB samt Förvaltnings AB Yggdrasil som tillhörde finansmannen Erik Penser.

Den mediala debatten som följde framfördes att emissionskursen varit väldigt förmånlig för den krets av personer som erhållit aktier i Leo samt att tilldelningen av aktier i fler fall varit för stor. I övrigt hade de berörda personerna inte varit exponerade mot någon risk överhuvudtaget, eftersom Yggdrasil hade utfärdat ett oåterkalleligt erbjudande att förvärva aktier till minst samma emissionskurs som använts vid nyemissionen. Kort tid därefter steg priset på aktier i Leo till mer än det dubbla efter en framgångsrik lansering av rökavvänjningsmedlet Nicorette i USA. Framgångarna som följde lanseringen ansågs vara något oväntade.⁶

³ Tillägget OMX är numera bortplockat ur namnet.

⁴ Acebo, Börshistorik, Börsrätt 2012, s 71-75.

⁵ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014 s 21-22.

⁶ Munck, Aktiemarknadsnämnden 25 år, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 9-10.

Efter att den dåvarande statsministern Olof Palme engagerat sig i frågan, tillkallades en regeringskommission som skulle granska situationen. Palme lät meddela att Johan Munck, som då var rättschef på justitiedepartementet, skulle ingå i denna kommission. Näringslivet insåg nu att det låg i farans riktning att lagstiftaren skulle föreslå någon form av ny statlig reglering över aktiemarknaden. De förebyggde denna risk genom att skapa ett organ med uppgift att hålla tillsyn över god sed på aktiemarknaden. Detta skulle sedermera bli AMN. Nämndens uppgifter bestod av att genom uttalanden och rådgivning verka för god sed på aktiemarknaden. Detta uppdrag var relativt omfattande, i vart fall om man jämför med nämndens brittiska förebild – The Takeover Panel.

Det har redan från början varit viktigt att nämndens ledamöter hade erfarenhet från aktiemarknaden och god renommé bland investerare, banker och andra aktörer på marknaden. Detta beror främst på att nämndens uttalande tidigare var osanktionerade. Därför var det viktigt att marknaden hade förtroende för AMN och frivilligt följde deras uttalanden. Numera sanktioneras uttalandena genom börsernas regelverk. Marknadens aktörer har alltså haft stor betydelse avseende nämndens möjlighet att verka på aktiemarknaden. Ett exempel på detta är den anglosaxiska modellen "*cold shoulders*" som också tillämpats i Sverige. Modellen innebär att företag, advokater och värdepappersinstitut inte tar befattning med aktörer som bryter mot regler eller nämndens uttalanden. Därmed uppstår ett incitament att hålla sig inom ramen för det gällande regelverket. Denna modell kan i själva verket beskrivas som en social sanktion.⁷

Man brukar vanligtvis urskilja tre typer av ärende hos AMN. Den första är ärenden som rör incitamentsprogram, det vill säga ersättningsprogram för ledning och annan personal i aktiemarknadsbolag. Det kan exempelvis röra sig om riktade emissioner av aktier eller aktieoptioner till dessa personer. Det var just denna typ av ärende som var bakgrunden till nämndens tillkomst.

Den andra gruppen rör problem som har anknytning till offentlig uppköpserbjudande. Det är dessa ärenden som nämndens brittiska motsvarighet sysslar med. Här finns det flera undergrupper, till exempel undantag från budplikt. Idag är det denna typ av ärenden som dominerar nämndens verksamhet.

Den sista gruppen rör aktiemarknadsfrågor av skilda slag, till exempel likabehandlingsfrågor, informationsgivning och bolagsstyrningsfrågor. Uttalanden angående tolkning av Svensk kod för bolagsstyrning (Koden) har inte varit särskilt många. Eventuellt beror detta på Kodens modell "följa eller förklara". Detta innebär att bolag som tillämpar Koden inte vid varje tillfälle behöver följa Koden, om de tydligt förklarar varför ett avsteg har

⁷ Munck, Aktiemarknadsnämnden 25 år, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 9-13.

skett. Bolaget ska också redovisa vilken lösning man valt istället för Koden.⁸

Tillkomsten av Koden och Kollegiet för svensk bolagsstyrning (Kollegiet) är märkbart likt uppkomsten av AMN. Båda institutionerna härledes från negativa händelser på finans- och aktiemarknaden. I allmänhet har frågor rörande *bolagsstyrning eller corporate governance* fått ökad aktualitet, såväl i utlandet som i Sverige.⁹

De svenska bolagsstyrningsreglerna finns i Koden. Svensk bolagsstyrning är dock fortfarande under utveckling och har inte fått en allmänt accepterad innebörd. Det används ännu flertalet olika definitioner som avser olika aspekter av bolagets styrning. Däremot finns det en tydlig gräns mellan definitioner som avser det traditionella ägandet och styrningen av ett företag och sådana definitioner som avser en bredare krets av intressenter, så kallade stakeholders. Bolagsstyrning kan beskrivas som ett instrument genom vilket bolaget styrs och kontrolleras. Det är aktieägarna som är ansvariga för denna styrning och kontroll. I USA startades den moderna utvecklingen av corporate governance i samband med uppdagandet av flera företagsskandaler. I samtliga dessa fall hade företagsledningarna agerat på ett sätt som inte ansåg ligga i aktieägarnas intresse.¹⁰ Trots att Koden är en viktig del av självregleringen på aktiemarknaden, kommer den endast att beröras vid något enstaka tillfälle i denna uppsats.

⁸ Svensk kod för bolagsstyrning, 2010, 1(2) samt Munck, Aktiemarknadsnämnden 25 år, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 14-16.

⁹ Beyer, Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 17.

¹⁰ Svernlöv, Svensk kod för bolagsstyrning, Börsrätt, 2012, s 309-312.

3 Aktiebolags- och aktiemarknadsrätt

Den enorma regelmängden inom aktiemarknadsrätten gör det svårt att överblicka regelverket och dess syfte. Vissa mönster kan dock utläsas, till exempel frågan om förtroendet för aktiemarknaden. Förtroende för aktiemarknaden är A och O för att konstruera en fungerande marknad. Detta kan till exempel innebära att marknadens aktörer och allmänheten litar på informationsgivningen från aktiemarknadsbolagen. Lehman Brothers konkurs 2008 är ett bra exempel på hur osäkerhet på finansmarknaden kan påverka världsekonomin.

Ett av de viktigaste syftena bakom aktiebolags- och aktiemarknadsrätten är att lösa intressekonflikter mellan aktieägare och tredje man, aktieägare och ledningen samt majoritet och minoritet. Dessa lösningar finns ofta att hitta i både aktiebolags- och aktiemarknadsrätten. De privaträttsliga regler som reglerar aktiebolagets verksamhet finns inom aktiebolagsrätten. Inom aktiemarknadsrätten finns det istället regler för aktiebolag vars aktier noterats på en reglerad marknad eller är listade på en MTF eller OTF.¹¹

Förståelsen för aktiemarknaden förenklas om den ses utifrån två perspektiv: den primära och den sekundära marknaden. Den primära marknaden innefattar de kapitalströmmar som går direkt till ett bolag, exempelvis genom erbjudanden om att teckna aktier. Enligt marknadens principer har de företag med effektivast verksamhet och bäst idéer försteg till konkurrensen om riskvilligt kapital. Ineffektiva företag får enligt samma principer svårt att emittera aktier och slås till slut ut. Den sekundära marknaden innefattar försäljning av aktier via börs eller förhandlade aktieköp, det vill säga omsättningen av aktierättigheterna. Dessa två marknader är sammankopplade eftersom emissioner på den primära marknaden är en förutsättning för handel på den sekundära marknaden. Den sekundära marknaden understödjer även den primära eftersom möjligheten till avyttring ofta är en förutsättning för att aktier ska kunna ges ut.

Enligt 1 kap. 7-8 §§ ABL får ett privat aktiebolag inte offentligt sprida sina aktier. För att offentligt få sprida sina aktier krävs att ägarna har ett publikt aktiebolag. Ökningen av antalet aktiemarknadsbolag under de senaste 30 åren är en av förklaringarna till det nät av aktiemarknadsjuridik som vuxit fram. Regelverket kan uppfattas som svåröverskådligt på grund av alla olika värdepappersformer och mångfalden av aktörer. Regelverket kompliceras ytterligare av att reglerna är spridda i flera olika författningar, direktiv, rekommendationer och börsernas inregistreringskontrakt.¹²

¹¹ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014 s 21-24.

¹² Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, 2012, s 158-160.

De centrala aktörerna på marknaden är aktiemarknadsbolagen. Aktiebolaget som utger aktierna är enligt 1 kap. 5 § i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (Vpml) en emittent. I ABL och lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) finns de viktigaste reglerna som rör noterade och listade bolag. I ABL återfinns en del aktiemarknadsrättsliga regler i anslutning till regler rörande publika aktiebolag. Utöver ABL och LUA finns aktiemarknadsrättsliga regler inom borsrätten. Som nämnts ovan används termen borsrätt vanligtvis för de regler som rör institutionerna, som sköter handeln med aktier och andra finansiella instrument.

Enligt 1 kap. 5 § Vpml är en bors ett aktiebolag som tilldelats tillstånd av Finansinspektionen (FI) att driva en reglerad marknad. Den största börsen i Sverige är NASDAQ Stockholm AB. Numera är det även möjligt för börser och värdepappersinstitut att driva alternativa handelsplattformar, så kallade MTF. För närvarande finns fyra sådana i Sverige: First North, Nordic MTF, Aktietorget och Burgundy. Regelbördan är lättare på en MTF i jämförelse med en reglerad marknad. På många plan är dock reglerna på en MTF och en bors snarlika.¹³

En handelsplattform kan vara väldigt enkel och endast omfatta handel med ett fåtal olika aktier. På senare tid sker dock en relativt stor del av handel med aktier utanför dessa marknadsplatser, nästan 25 % av handeln sker genom avtal mellan en bank eller mäklarfirma och en kund. Detta innebär att handeln sker enligt en branschterm "över disken" eller "over the counter" (OTC). Enligt Sandström är denna utveckling oroande eftersom prissättningen vid OTC-handeln sker helt utan transparens för andra handlare.¹⁴

Inom aktiemarknadsrätten har NASDAQ Stockholms regelverk för emittenter (emittentregelverket) en särskild ställning. Stockholmsbörsen ställer höga inträdeskrav på de bolag vars aktier ska handlas vid börsen och dessa bolag kontrolleras sedan fortlöpande efter inträdet. Stockholmsbörsen verkar också för god marknadspraxis genom att sanktionera vissa förbjudna handlingar.

I NJA 1985 s 343 prövades frågan om tolkning av emittentregelverket. Det bekräftades av tingsrättens bedömning att ett inregistreringskontrakt är ett privaträttsligt avtal mellan börsen och aktiebolaget. Vid tolkningen av ett noteringsavtal ska inte endast två enskilda parter intressen beaktas. Bolaget måste vidare medverka så att borsstyrelsen kan fullgöra sina uppgifter. Borsstyrelsens uppdrag består dels av övervakning av handeln och dels av en rättsskapande funktion.

Högsta domstolen (HD) bekräftade tingsrättens bedömning och tillförde dessutom att regelverket har semioffentlig ställning. Liknande resonemang har också framfört i engelsk rätt. Detta innebär i praktiken att

¹³ Acebo, Børshistorik, Børsrätt, 2012, s 77-79.

¹⁴ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, 2012, s 1160-162.

tolkningsmetoden ska anpassas till de metoder som används vid tolkning av offentligrättslig normgivning. Detta går ut på att en objektiv tolkningsmetod ska användas, eftersom att reglerna ska kunna tolkas lika för alla situationer. Således blir det inte en partsorienterad tolkning. Vid denna typ av tolkning tillmätts ofta reglernas ändamål stor betydelse. Enligt min mening är detta avgörande fortfarande relevant eftersom målet flitigt refereras till i den aktiemarknadsrättsliga litteraturen.¹⁵

Utöver dessa regler måste aktörerna på aktiemarknaden även följa AMN:s praxis. Som nämnts ovan ska nämnden verka för god sed på aktiemarknaden. Samtliga svenska aktiebolag som har utfärdat aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad kan få sitt agerande prövat av AMN. Nämnden kan även pröva åtgärder som aktieägare i sådana bolag vidtar. Utländska aktiebolag ska bedömas på samma sätt om deras aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, men det gäller endast om bolagets åtgärd ska bedömas enligt svenska regler. I övrigt kan nämnden även göra uttalanden rörande god sed för aktiebolag som är noterade på en handelsplattform.¹⁶

Utöver dessa befogenheter kan FI enligt 7 kap. 10 § LUA delegera uppgifter till AMN. Därtill kommer att även de reglerade marknaderna, börserna, har delegerat viss beslutanderätt till nämnden. Delegationen består av rätten att lämna undantag från marknadsplatsernas regler om offentliga uppköp samt tolkning av reglerna.

De reglerade marknaderna i Sverige består för närvarande av Nasdaq Stockholm och NGM Equity. Aktiebolag vilkas aktier är upptagna för handel på dessa marknadsplatser måste utöver ovanstående regler även följa Kodens bestämmelser rörande bolagsstyrning.¹⁷

¹⁵ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 104-106.

¹⁶ Se 14-15 §§ stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

¹⁷ Deuschl, Lindstedt, Aktiemarknadsnämndens verksamhet i ett rådgivarperspektiv, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 45-45 samt Svernlöv, Svensk kod för bolagsstyrning, Börsrätt, 2012, s 312-314.

4 Emissionsfrågor

4.1 Om nyemissioner

Reglerna för aktiebolagets emissioner återfinns bland annat i 11-16 kap. ABL. I dessa kapitel finns regler om fondemissioner, nyemissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler.

Antalet aktier i ett aktiebolag ökas genom en emission av nya aktier. Det finns flera olika typer av emissioner och dessa har olika syften och användningsområden. Enligt ABL ska en nyemission som utgångspunkt vara en företrädesemission som ger bolagets nuvarande aktieägare företräde att teckna de nya aktierna. De nuvarande aktieägarna tilldelas då aktier i förhållande till det antalet aktier de redan äger. Det bakomliggande syftet med detta är att rättsförhållandet mellan aktieägarna ska bestå även efter emissionen. Riktade emissioner vänder sig istället till viss person eller vissa personer. Aktieantalet kan även ökas genom användandet av teckningsoptioner eller konvertering av utgivna konvertibler.

Företrädesrätten gäller dock inte vid apportemissioner eftersom syftet med dessa är att tillföra aktiebolaget viss specifik egendom. Enligt 13 kap. 1 § 2 punkten ABL kan företrädesrätten även frångås om det finns stöd för detta i bolagsordningen, i villkor som meddelats vid tidigare emission av teckningsoptioner eller konvertibler eller genom emissionsbeslutet. Ett beslut om att frångå företrädesrätten är endast giltigt om det har biträtts av minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna (13 kap. 2 §).¹⁸

Aktieteckningen vid emissioner sker på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet enligt 13 kap. ABL. Parterna är bundna av teckningen precis på samma sätt som vid aktieteckning vid bolagsbildningen. Det är inte ovanligt att aktien betalas med ett belopp som överstiger kvotvärdet. Detta innebär att emissionen sker till överkurs. I dessa fall erhåller bolaget extra kapitaltillskott.

Det förekommer även kvittningsemmissioner och fondemissioner. En fondemission finansieras genom användning av kapitalöverskottet som finns i aktiebolaget. Detta sker genom att det fria egna kapitalet förs över till aktiekapitalet och motsvarande mängd aktier delas sedan ut till aktieägarna. Kvittningsemmission innebär helt enkelt att aktiebolagets skuld kvittas mot nya aktier.¹⁹

¹⁸ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 144-145.

¹⁹ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, 2012, s 118-123 samt Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 144-148.

Apportemissioner är de emissioner som tillför bolaget egendom som kan vara till nytta. I utbyte mot nya aktier tillskjuts apportegendom till bolaget. Emissionen är alltså riktad till den som har apportegendomen. Eftersom missbruksrisken är mindre vid en apportemission än vid en kontant sådan, krävs inte att reglerna om två tredjedelars majoritet följs vid stämman. Däremot finns det i 13 kap. ABL samma krav för apportemissioner som för apporttillskott vid bolagsbildning, det vill säga att apportegendomen måste vara till nytta för bolaget och vara korrekt värderad.

Det torde inte vara möjligt att kringgå majoritetskraven vid riktade emissioner genom att skaffa viss egendom som bolaget behöver, för att sedan överlåta apportegendomen mot aktier i bolaget. I detta fall kan bolaget själv köpa egendomen efter en vanlig företrädesemission. Kringgåendet kan eventuellt klandras genom generalklausulen eller reglerna om majoritetskrav vid riktade emissioner.²⁰

Att rikta en emission gentemot aktiebolagets ledning eller andra medarbetare regleras särskilt i ABL. Dessa regler utgörs av den så kallade Leolagen. När en nyemission till exempel riktas till en styrelseledamot i bolaget eller i annat koncernbolag, måste reglerna i 16 kap ABL följas. Reglerna innebär att emissioner till en viss personkrets måste beslutas av bolagsstämman. Enligt 16 kap. 3 § kräver nyemissioner till ledningen i dotterbolaget till ett publikt bolag stämmobeslut i det högst överordnade aktiebolaget.²¹

4.2 Likhetsprincipen och generalklausulerna i samband med nyemissioner

AMN:s uttalanden i emissionsfrågor, behandlar från tid till annan generalklausulen och likhetsprincipens tillämpning. Syftet med detta avsnitt är därför att klargöra hur principerna tillämpas så att läsaren bättre kan förstå nämndens uttalanden.

En av aktiebolagsrättens fundamentala principer är likhetsprincipen (4 kap. 1 § ABL). Principen slår fast att alla aktier har lika rätt i bolaget. Likhetsprincipen har även stöd genom generalklausulen i 7 kap. 47 § samt 8 kap. 41 § första stycket. Generalklausulen och likhetsprincipen ingår bland annat i det regelverk som också skyddar minoritetsägare.

När det gäller tillämpningen av likhetsprincipen mellan aktieägarna, ska hänsyn tas till storleken av varje aktieägars innehav. Enligt likhetsprincipen har varje aktie lika rätt i bolaget som övriga aktier har, om

²⁰ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, 2012, s 118-123 samt Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 144-148.

²¹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 216-217.

inte annat framgår av bolagsordningen eller ABL. Varje aktie har följaktligen samma rätt till vinstutdelning med mera. Ett exempel där det tillåts avvikelser från likhetsprincipen i ABL, är när beslut fattas om en riktad nyemission. Frågan uppstår då om riktade nyemissioner kan angripas med stöd av likhetsprincipen? Westermark menar att ett beslut om nyemission som riktas till befintliga aktieägare, inte kan angripas med stöd av likhetsprincipen.²² Den allmänna uppfattningen i doktrinen synes vara att beslut om olik behandling inte kan beivras med likhetsprincipen när beslutet fattats med stöd av särskilda regler i ABL eller bolagsordningen. Endast i enstaka undantagsfall kan den riktade emissionen till befintliga aktieägare angripas med hjälp av likhetsprincipen. Ponera situationen där flera samtidiga beslut om riktade nyemissioner till befintliga aktieägare, har olika teckningskurser. Om nyemissionen genomförs på detta sätt torde det strida mot likhetsprincipen. Det är vanligen generalklausulen som används för att sedermera angripa ett beslut som givit otillbörlig fördel åt en annan aktieägare.²³

Generalklausulen stadgar att bolagsstämman, styrelsen eller annan företrädare inte får fatta beslut som är ägnat att ge otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Den förbjuder helt enkelt åtgärder som riskerar att orsaka otillbörlig särbehandling av en aktieägare eller annan.

Otillbörlighetsrekvisitet i generalklausulen försvårar bedömningen av vilka nyemissionsbeslut som strider mot bestämmelsen. I doktrin framförs att det i otillbörlighetsbedömningen ska hänsyn tas till företagsekonomiska värderingar, aktiebolagets eget intresse av åtgärden samt affärsmässigheten av beslutet eller åtgärden.²⁴ Dessa omständigheter ska sedan vägas gentemot värdet av likabehandling, minoritetsskydd samt etiska bedömningar av majoritetens tillvägagångssätt. Till exempel kan ett illojalt syfte bakom ett nyemissionsbeslut innebära att det anses vara otillbörligt. En illojal handling kan bestå av ett beslut som minskar vissa aktieägares inflytande i bolaget.

Bestämmelsen kan användas även om någon ”annan” än aktieägarna får en otillbörlig fördel. I denna situation behandlas aktieägarna lika men tredje man gynnas på ett otillbörligt sätt, det kan röra sig om utomstående investerare som erbjuds teckna aktier till ett kraftigt rabatterat pris.²⁵

²² Johansson, Bolagsstämman, 1990, s 118-120 samt Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 202-203.

²³ Johansson, Bolagsstämman, 1990, s 519 samt Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 230.

²⁴ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 204.

²⁵ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 202-204.

5 Avsteg från företrädesrätten

5.1 Tolkning av god sed

Detta kapitel ska utreda hur AMN förhåller sig till aktiebolagsrättens regler rörande riktade emissioner. Många av nämndens uttalanden rörande riktade emissioner beskriver just deras förhållningssätt gentemot aktiebolagsrätten. Först ska dock AMN:s tolkningsverksamhet granskas. Det är viktigt att känna till hur nämnden bedömer olika situationer inom ramen för god sed. Bedömningen av god sed på aktiemarknaden kan kategoriseras i fyra undergrupper.

Den första gruppen rör åtgärder som sker i strid mot gällande rätt, till exempel ABL eller nämndens uttalanden. Dessa typfall består av att nämnden ska konstatera att en regel har överträtts. Detta kompliceras självklart av att det kan vara svårt att bedöma vad som är gällande rätt. Enligt Stattin kan AMN använda sig av en sedvanlig lagtolkning för att avgöra om ett förfarande strider mot god sed. Skulle det däremot redan finnas en förankrad uppfattning i praxis eller doktrin ska nämnden följa denna.²⁶

Den andra undergruppen rör fall där det sker ett kringgående av gällande rätt. Kringgående av gällande rätt är inte förenligt med god sed eftersom ändamålet med regelsystemet då inte uppfylls. Det är alltså inte kringgåendet i sig som strider mot god sed, utan när regelns ändamål åsidosätts. Bedömningen av vad som utgör ett relevant ändamål kan dock vålla problem eftersom ett regelverk kan ha flera olika syften. Hur långt sträcker sig ändamålstolkningen? Enligt den teleologiska metodläran ska en regel tillämpas analogt direkt utanför sitt vanliga tillämpningsområde.

Nästa grupp rör bedömningen av fall där god sed fyller ut ett oreglerat område. Det kan till exempel finnas fall där ett oreglerat område kan behöva fyllas ut med god sed för att uppnå ändamålen med de aktiemarknadsrättsliga reglerna. Finns det till exempel en lucka i regelverket så används ändamålen bakom de regler som systematiskt hänger samman med den oreglerade situationen. Den sista gruppen rör fall där god sed används normativt för att reglera nya situationer som inte tidigare påträffats eller förutsetts av lagstiftaren. De fyra grupperna överlappar varandra och i praktiken är det svårt att dra en klar gräns mellan dem.²⁷

När nämnden ska fylla ut ett oreglerat område ska ändamålen bakom ABL beaktas. Skulle frågan vara strikt aktiemarknadsrättslig måste de aktiebolagsrättsliga ändamålen kompletteras med aktiemarknadsrättsliga

²⁶ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 106-107.

²⁷ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 104-108.

syften. Nämnden kan tillämpa en fri ändamålsövertvägning på oreglerade situationer. På detta sätt kan normer som är anpassade för oreglerade förhållanden skapas. Det finns skillnader i hur ändamålsövertväganden ska användas, när det rör sig om luckor i regelverket eller helt oreglerade situationer. En lucka i regleringen ska bedömas utifrån de regler som systematiskt hänger samman med detta område, det vill säga regler som kan användas analogt. Det innebär att man använder ändamålen från närliggande regler, för att sedan konstruera god sed inom det aktuella området. När det rör sig om en helt oreglerad situation och det saknas närliggande regler, får nämnden göra ett fritt ändamålsövertvägande grundat på ändamålen bakom hela rättsområdet. Då kan till exempel aktieägarnas skyddsbehov beaktas. Enligt min mening kan god sed delas upp i två delar. Dels god sed som är en del av gällande rätt och dels god sed som används för att bedöma nya rättsfrågor.²⁸

5.2 Vilka ramar uppställer AMN för avsteg från företrädesrätten?

5.2.1 En förändrad företrädesrätt

Möjligheten att få till stånd riktade nyemissioner infördes under 1970-talet. Syftet bakom utvecklingen var att man ville underlätta aktiebolagets kapitalförsörjning. Det var innan denna reform inte ovanligt att företrädesemissioner inte blev fulltecknade och det fanns därför ett behov av att rikta nyemissionen till utomstående investerare. Inte sällan används riktade nyemissioner när bolaget vill få in nya strategiskt viktiga investerare eller i samband med genomförandet av ett incitamentsprogram. Ett annat motiv kan vara att bolaget befinner sig i en finansiell kris och därför på kort tid behöver få in kapital.

Varför kan man inte använda en företrädesemission i dessa situationer? Vanligtvis tar det flera månader att genomföra en företrädesemission i ett aktiemarknadsbolag och det är också mer kostnadskrävande än en riktad emission. I de fall styrelsen fått ett emissionsbemyndigande kan en riktad emission genomföras på några dagar utan större kostnader för finansiella och legala rådgivare.²⁹

Under en längre tid har det förts en livlig debatt om förutsättningar för att frångå företrädesrätten. Lagstiftaren har framfört kritik mot riktade emissioner, främst eftersom de kan anses oförenliga med aktieägarskyddsregler, bland annat generalklausulerna.³⁰ I samband med en utredning rörande detta ämne uttalade utredningsmannen följande:

²⁸ Stattin, Eklund, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2014, s 107-109.

²⁹ Westermärk, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 213 ff.

³⁰ Prop. 1986/87:76, s 22. Lagutskottet 1973:19 s 45.

”Om styrelsen vid en sådan prövning finner att exempelvis utsikterna till att emissionen fulltecknas, kostnaderna för förfarandet inklusive eventuella emissionsgarantier och tidsaspekten inklusive exponering mot kurssvängningar på aktiemarknaden sammantaget och med tillräcklig styrka talar för att det ligger i bolagets intresse att göra en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, så lägger lagen inte några andra hinder i vägen för detta än vad som följer av generalklausulen.”³¹

Enligt min mening är detta ett uttalande en enkel sammanfattning av nämndens syn på riktade emissioner. Detta ställningstagande har utvecklats i nämndens praxis i över tio år. Ställningstagandet är också en mer modern syn på företrädesrätten, eftersom den tillåter avsteg från företrädesrätten i flera fall än tidigare. Aktiebolagen har utvecklat nya finansieringsinstrument samt fler aktieslag, detta gör att det i praktiken blir svårare att upprätthålla företrädesrätten.³²

5.2.2 Ställs det högre krav på aktiemarknadsbolag?

Onoterade bolag är endast skyldiga att följa ABL för att genomföra en riktad emission. 13 kap. 2 § ABL stadgar att beslut om avsteg från företrädesrätten kräver två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädade vid stämman. Även skälen till avvikelsen från företrädesrätten samt grunder för teckningskursen ska presenteras i nyemissionsbeslutet (13 kap. 4 § fjärde stycket).

Ställs det ännu högre krav på noterade bolag som vill frångå aktieägarnas företrädesrätt? AMN har i flera uttalanden fastställt att det krävs objektiva och sakliga skäl för att avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt ska vara möjlig. Innebörden av detta uttalande är oklart och därför krävs det ytterligare analys av nämndens uttalanden för att fastställa deras ståndpunkt i frågan.³³

Det ska dock nämnas att större noterade bolag ofta har institutionella ägare och dessa har inte sällan en restriktiv syn på riktade emissioner.³⁴ Detta synsätt återfinns i deras ägarpolicy, där stadgas ofta att kontantemissioner i första hand ska ske med hänsyn till företrädesrätten för bolagets aktieägare. Pensionsbolaget Alectas ägarpolicy fastställer till exempel att det *”krävs [en] utförlig motivering av styrelsen”* för att en riktad nyemission ska få ske.³⁵ Swedbanks fondbolag Robur Fonder skriver i sin ägarpolicy att det *”endast i speciella situationer kan [...] vara befogat att avvika från befintliga aktieägares företrädesrätt”* och att en *”styrelse måste därför*

³¹ Ds. 2012:37, s 46.

³² Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 33-35.

³³ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 214-215.

³⁴ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 214.

³⁵ Alecta Pensionsmyndighet, Ägarpolicy 2009-12-08.

utförligt motivera ett sådant förslag till bolagsstämman".³⁶ Detta ställningstagande påverkar aktiemarknadsbolagen i praktiken genom att de får begränsade möjligheter att genomföra riktade emissioner.³⁷

Enligt min mening kan en ägarpolicy balansera makten och styrningen i aktiemarknadsbolagen, eftersom ägaren på förhand anger hur man tycker och bör agera i vissa frågor. Vem en ägarpolicy egentligen riktar sig till och vilken rättslig valör den har, kommer inte behandlas i denna uppsats.³⁸

Ett annat hinder för aktiemarknadsbolag är frågan om informationsgivning när det sker hemliga förhandlingar om större företagsaffärer. Det bör föreligga hinder att fullfölja en riktad nyemission innan information om uppgörelsen har offentliggjorts. Syftet med detta är att tillföra bolagets aktieägare fullständig information innan tidpunkten för nyemissionsbeslutet. Uppgörelsen kan i själva verket påverka aktiernas marknadsvärde. Ponera att det börsnoterade teknikföretaget Apple AB för hemliga förhandlingar om att förvärva Rytm AB som tillverkar hörlurar. Apple AB måste innan förvärvet genomföra en nyemission för kunna betala köpeskillingen. Under dessa omständigheter måste bolaget offentliggöra informationen innan nyemissionen genomförs, i annat fall strider det mot god sed på den svenska aktiemarknaden.³⁹

Som nämnts ovan ska aktieägarna få ta del av de skäl som anförts för att avvika från företrädesrätten (13 kap. 4 § fjärde stycket). På detta sätt kan aktieägarna bedöma om det finns något illojalt motiv bakom den riktade emissionen som kan angripas med generalklausulen. Vad som vore ett illojalt motiv finns emellertid inte angivet i ABL. Den begränsningen som finns till hands för aktieägaren mot otillbörliga beslut och åtgärder är generalklausulen.⁴⁰

Nämnden har flera olika uppgifter men att ge besked om tolkningen av ABL är inte en av dessa. De har inte heller någon rätt att lämna dispenser från den lagen. Trots detta behandlas aktiebolagsrättsliga frågor i nämndens uttalanden.⁴¹ Nämndens praxis visar att aktiebolags- och aktiemarknadsrätten har flera gemensamma beröringspunkter.

I AMN 1987:03 berör nämnden aktiebolagsrättens tolkning och innebörd. Ärendet rör frågan huruvida det strider mot god sed på aktiemarknaden att rikta en emission av skuldebrev förenat med teckningsoptioner till utländska aktieägare, som förlikningsvederlag i en tvist, i främmande stat, i detta fall

³⁶ Swedbank Robur Fonder AB:s ägarpolicy, 2012-11-29 samt Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 214-215.

³⁷ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 214-215.

³⁸ Kristiansson, Svenska ägarpolicies, 2003, s 9-10.

³⁹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 215-216.

⁴⁰ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 223.

⁴¹ Beyer, Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 24-25 samt Stattin, Takeover – offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt, 2009, s 122-137.

Förenta staterna. Nämnden behandlade även frågan om förhållandet mellan skuldebrevsvärdet och värdet på teckningsoptionerna. Nämnden inhämtade ett rättsutlåtande av Professor Håkan Nial i frågan om förlikningsvederlaget stod i strid med likhetsprincipen. Denna princip slår fast att aktierna i ett bolag ska behandlas lika, om inte annat följer av lagen eller bolagsordningen.

Slutsatsen blev att det inte ansågs strida mot likhetsprincipen att rikta förlikningsvederlaget till aktieägarna i Förenta staterna utan att rikta motsvarande erbjudande till övriga aktieägare. Nämnden kom alltså fram till att förlikningserbjudandet till de amerikanska aktieägarna inte stod i strid med god sed på aktiemarknaden. Inte heller ansågs förhållandet mellan teckningsoptionernas värde och skuldebrevsvärdet strida mot god sed på aktiemarknaden. I detta ärende tolkar nämnden aktiebolagsrättsliga regler och kommer fram till slutsatsen att emissionen inte strider mot ABL. Detta uttalande visar att nämnden under denna tid företog rent legala tolkningar och slutsatser avseende innebörden av gällande rätt, en uppgift som i själva verket tillkommer landets domstolar.⁴²

Kort efter ovanstående uttalande kom nämndens nästa uttalande, AMN 1987:04. Ärendet rörde en nyemission där endast så kallade kontrollssubjekt fått lov att teckna fria aktier, övriga aktieägare fick endast teckna bundna aktier. Tidigare fanns nämligen ett system med bundna och fria aktier. Bundna aktier fick endast köpas av svenskar, medan fria aktier även fick förvärfas av utländska personer och organisationer.⁴³ Även i detta ärende gjorde Nial ett rättsutlåtande. Slutsatsen av rättsutlåtandet var att ABL medgav avsteg från företrädesrätten på detta sätt. AMN yttrade följande:

”Nials slutsats, som Aktiemarknadsnämnden helt kan ansluta sig till, är att eftersom aktieägare kan helt uteslutas från företrädesrätt vid kontantemission måste så mycket mer aktieägare, som inte är kontrollssubjekt, kunna uteslutas från rätten att teckna fria aktier om de i stället får företrädesrätt att teckna samtidigt emitterade bundna aktier. På grund därav kan enligt nämndens mening inte finnas något lagligt hinder mot att emissionsbeslutet utformas på så sätt som är avsett.

Samtidig står det klart att avvikelse från företrädesrätten inte kan ske i obegränsad utsträckning. Generalklausulen i 9 kap. 16 § ABL i vilken likställighetsprincipen mellan aktieägare finns intagen, innefattar uppenbarligen vissa gränser för hur långt bolagsstämman kan gå när det gäller avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt vid kontantemission.

Också denna fråga har behandlats av Nial i ovannämnda utlåtande. Sammanfattningsvis konstaterar Nial i denna del att ’då förfarandet --- inte heller synes medföra någon i förhållande till bolagets intresse avsevärd ekonomisk nackdel, kan generalklausulen inte anses tillämplig’⁴⁴

⁴² Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leområdet”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 144.

⁴³ Afrell, Klahr, Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s 36-37.

⁴⁴ AMN 1987:04 samt Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 217.

Nämnden menar att agerandet inte strider mot god sed på aktiemarknaden, eftersom aktieägare helt kan uteslutas från företrädesrätten vid till exempel kontantemissioner. Däremot måste bolaget hålla sig inom de marginaler som generalklausulen innefattar.

AMN 1988:12 gäller ett onoterat dotterbolags riktade emission till vissa aktieägare i moderbolaget. Det var främst frågan om vilken informationsgivning och vilka beslutsformer som ska iaktas vid en sådan emission. Nämnden framförde att generalklausulen i ABL är generellt tillämplig vid alla typer av beslut av bolagsstämman. Detta gäller såväl vid aktieägares avstående från deras företrädesrätt som vid moderbolagets avstående från företrädesrätten vid dotterbolagets nyemission. Nämnden framförde sedan följande:

”Huruvida beslutet om den riktade aktieemissionen strider mot generalklausulen är emellertid inte en fråga som Aktiemarknadsnämnden har att pröva. Sådan prövning ankommer på domstol. Aktiemarknadsnämnden skall däremot bedöma om den riktade emissionen [...] är förenlig med god sed på aktiemarknaden.”⁴⁵

Nämnden menar alltså att det är en domstols uppgift att bedöma om agerandet strider mot generalklausulen. Inte heller skälen till en riktad emission ska bedömas av nämnden, eftersom det är en företagsekonomisk fråga som bolaget själv ska bestämma. Endast vid särskilda undantagsfall kan nämnden pröva de företagsekonomiska skälen bakom en emission.⁴⁶

AMN 2002:02 är ett initiativuttalande som behandlar vissa frågor om riktade emissioner. Uttalandet är intressant för denna uppsats eftersom den behandlar den aktiebolagsrättsliga innebörden av riktade emissioner. Nämnden framför att lagtextens utformning inte förhindrar att en kontantemission riktas till endast vissa aktieägare. Däremot kan ett missbruk av denna form av emission angräpas med hjälp av generalklausulen i ABL. Detta innebär att stämman inte kan fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan, till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare (7 kap. 47 § ABL). Enligt lagutskottet bör det vara synnerligen ovanligt att en kontantemission kan riktas till endast vissa av aktieägarna, utan att komma i konflikt med generalklausulen.⁴⁷

Nämnden framförde även att en emission som avviker från företrädesrätten och riktar sig till vissa aktieägare, alltid innebär en risk för ett åsidosättande av likabehandlingsprincipen. Lagstiftaren har därför en väldigt restriktiv syn på dessa förfaranden. Det finns dock ingen anledning att ställa strängare krav vid bedömningen av god sed på aktiemarknaden.

⁴⁵ AMN 1988:12.

⁴⁶ Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 217-218.

⁴⁷ LU 1973:19 s 45.

Det framförs vidare i uttalandet att de åtgärder som ligger i riskzonen för att vara förbjudna enligt generalklausulen, inte kan vara förenliga med god sed på aktiemarknaden. Om ett aktiemarknadsbolag vidtar en åtgärd som kan ifrågasättas enligt generalklausulen, bör detta agerandet alltså inte kunna vara förenligt med god sed på aktiemarknaden. Föreligger däremot objektiva skäl för att genomföra emissionen till vissa aktieägare, kan det vara tillåtet från aktiebolagsrättslig utgångspunkt. Nämnden framför i detta sammanhang att det är sannolikt att en riktad emission till vissa aktieägare är tillåten enligt ABL, om det föreligger en finansiell kris i bolaget och en sådan emission anses vara det enda alternativet som med erforderlig grad av säkerhet kan leda bolaget ur krisen.⁴⁸ Svenska aktiemarknadsbolag utnyttjade möjligheten att företa riktade emissioner till externa institutionella placerare i samband med den finansiella krisen 2008.

Enligt Johansson är det oklart om nämnden skärpt förutsättningarna för aktiemarknadsbolag utöver vad som gäller enligt ABL. Hans slutsats är dock att god sed på aktiemarknaden inte ställer högre krav än ABL i denna fråga.⁴⁹ Vid bolagsstämmans emissionsbeslut, ska inte aktieägare till vilka emissionen riktas delta. Riktas emissionen till utomstående investerare finns det enligt Johansson ingen anledning att ha samma restriktiva syn som finns i AMN 2002:02. Samma sak bör gälla då en aktieägare ingår i gruppen av utomstående som emissionen riktas till, framför allt i fall då aktieägaren endast innehar en obetydlig del av andelarna i bolaget (detta resonemang diskuteras vidare i 6.1).⁵⁰

5.2.3 Godtagbara skäl

Enligt Westermark kan de godtagbara skälen för att frånga företrädesrätten delas in i två undergrupper. Indelningen i grupper baseras på studier av nämndens uttalanden samt doktrin. Grupp ett består av situationer där syftet med emissionen inte kan uppfyllas genom en företrädesemission. Den andra gruppen rör fall där emissionens syfte kan tillgodoses genom en företrädesemission, men där det bedöms vara olämpligt eller omöjligt i det enskilda fallet.⁵¹

Det bör här uppmärksammas att en riktad emission inte strider mot generalklausulen enbart eftersom motiven bakom beslutet inte är något som typiskt sett godtas. Omständigheterna i det enskilda fallet spelar stor roll i nämndens bedömning. Vilka skäl som är godtagbara varierar beroende på vad det är för typ av bolag som nyemissionen rör. Ett skäl som vanligtvis är godtagbart för ett privat bolag är inte nödvändigtvis godtagbart för ett

⁴⁸ AMN 2002:02 samt Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 218-219.

⁴⁹ Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 146.

⁵⁰ Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s144-146.

⁵¹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 223-224.

aktiemarknadsbolag. Även bolagets ekonomiska ställning kan som framgått ovan utgöra en omständighet av betydelse för bedömningen. Det är också befogat att ett bolag som befinner sig i finansiell kris bedöms annorlunda än ett bolag med stabila ekonomiska förhållanden. En företrädesemissions möjligheter att fulltecknas, tidsaspekter, kostnader sammankopplade med emissionen samt exponeringen mot kurssvängningar är också faktorer som kan beaktas i bedömningen (se avsnitt 6.2).

Det är dock inte tillräckligt att det saknas godtagbara skäl för att ett beslut ska anses strida mot generalklausulen. Det torde krävas ett illojalt syfte för att den riktade emissionen ska kunna angripas. Däremot är det lättare att uppfylla kravet på otillbörlighet om det saknas godtagbara skäl för att genomföra emissionen. Skulle den riktade nyemissionen vara ett uttryck för maktmissbruk från majoritetens sida, spelar det ingen roll att det finns godtagbara skäl, nyemissioner skulle ändå strida mot generalklausulen. Teckningskursen är i dessa situationer ofta av avgörande betydelse vid bedömningen, det kan till exempel vara svårt att angripa en riktad emission med en marknadsmässig emissionsrabatt (se avsnitt 7).⁵²

Grupp 1 - Godtagbara skäl

När ett bolag behöver tillföras nya och strategiskt viktiga aktieägare är det i regel ett sådant skäl som är hänförligt till grupp 1. Det kan till exempel röra sig om fall där riskkapitalister investerar i ett tillväxtbolag. Inför börsnoteringar och vid införandet av incitamentsprogram utvidgar också bolagen sin ägarkrets. Nedan presteras några exempel på hur godtagbara skäl kan presenteras:

Exempel 1

”Nyemissionen syftar bl.a. till att tillföra bolaget rörelsekapital. Skälet till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt är att nyemissionen även syftar till att tillföra bolaget nya aktieägare för att uppfylla kravet på ägarspridning inför en notering av bolagets aktier vid NASDAQ OMX Stockholm.”⁵³

Exempel 2

”Nyemissionen syftar bl.a. till att tillföra bolaget rörelsekapital. Skälet till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt är att nyemissionen även syftar till att trygga den fortsatta finansieringen av bolaget genom att bolaget tillförs nya strategiskt viktiga ägare. De nya ägarna bedöms också underlätta bolagets fortsatta verksamhet eftersom de antas tillföra bolaget värdefulla kontakter och know-how.”⁵⁴

I praktiken är skäl som hänförs till grupp 1 ofta okontroversiella, eftersom syftet inte gått att uppfylla genom en företrädesemission.

⁵² Ds 2012:37 s 44 samt Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 223-224.

⁵³ Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 223-224.

⁵⁴ Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 223-224.

Grupp 2 – Godtagbara skäl

Riktade emissioner inom grupp två är däremot mer kontroversiella för de befintliga aktieägarna. Syftet med dessa transaktioner är ofta att inhämta rörelsekapital till bolaget och detta syfte kan uppfyllas genom en företrädesemission. Det är i dessa fall särskilt viktigt att styrelsen lämnar godtagbara skäl till varför det sker en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, till exempel att önskad mängd kapital inte är möjlig att inbringa genom en företrädesemission. Detta skäl är vanligt förekommande i samband med att riskkapitalister investerar i tillväxtbolag.⁵⁵ Ett annat skäl kan vara att emissionen baseras på ett avtal mellan aktiebolagets huvudaktieägare och utomstående investerare. I detta fall bör motiven till överenskommelsen presenteras i skälen, för att ge övriga aktieägare en helhetsbild. Se följande exempel på formuleringar:

Exempel 3

”Nyemissionen syftar till att möjliggöra en expansion av bolagets verksamhet samt till att kunna finansiera driftsättningen av bolagets nya fabrik i Björnlunda. Skälet till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt är att en riktad nyemission kan genomföras betydligt snabbare och billigare än en företrädesemission. Styrelsen har vidare, efter kontakter med huvudägaren, bedömt att det inte har varit möjligt att införskaffa önskat kapital genom en företrädesemission. Vidare har huvudägarna förklarat att de står bakom förslaget till en riktad nyemission. Med hänsyn till det anförda och till den föreslagna teckningskursen bedöms en riktad nyemission på föreslagna villkor vara till fördel för bolaget och dess aktieägare”⁵⁶

Exempel 4

”Nyemissionen syftar till att möjliggöra en expansion av bolagets verksamhet samt till att kunna finansiera driftsättningen av bolagets nya fabrik i Björnlunda. Skälet till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt är att bolagets huvudägare och de som nyemissionen riktar sig till, i anslutning till nyemissionen har ingått ett emissionsavtal som bedöms vara till nytta för bolaget och dess aktieägare och att avvikelsen från företrädesrätten på angivna villkor är en del av den överenskommelsen. Motiven bakom överenskommelsen är i huvudsak följande: (i) en riktad nyemission kan genomföras betydligt snabbare och billigare än en företrädesemission, (ii) huvudägarna har inte möjlighet att försvara sina ägarandelar i en företrädesemission och (iii) genom nyemissionen tillförs bolaget nya strategiskt viktiga ägare. Med hänsyn till det anförda och till den föreslagna

⁵⁵ AMN 2009:29 och Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 225-226.

⁵⁶ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 226.

teckningskursen bedöms en riktad nyemission på föreslagna villkor vara till fördel för bolaget och dess aktieägare”⁵⁷

Nämnden har som nämnts ovan fastställt att det krävs sakliga skäl för att ett aktiemarknadsbolag ska få avvika från företrädesrätten. Ramarna för riktade nyemissioner är således något snävare för dessa bolag. Det står klart att aktiemarknadsbolag har en skyldighet att offentliggöra skälen bakom avvikelserna från företrädesrätten. Detta ska ske redan då det första pressmeddelandet som rör nyemissionen offentliggörs.⁵⁸ Ännu en gång bör läsarens påminnas att ägarprinciper hos de institutionella investerarna ofta kräver ”särskilda skäl” för att avsteg från företrädesrätten ska få ske. Detta är i praktiken ett betydande hinder för noterade bolag som vill genomföra riktade emissioner.⁵⁹

Genom ovanstående analys av nämndens uttalande är det svårt att visa en entydig bild av nämndens förhållningssätt gentemot aktiebolagsrätten och dess regler rörande riktade emissioner. Under AMN:s begynnelse framförde de rent aktiebolagsrättsliga analyser och tolkningar. På senare tid har nämnden istället intagit ett mer passivt förhållningssätt till aktiebolagsrätten. Nämnden har numera visat sig vara försiktig med att befatta sig med aktiebolagsrättsliga bedömningar.⁶⁰

Mot bakgrund av bland annat AMN 2002:02, 2002:7, 2005:07 och 2006:48 har Sjöman lanserat den så kallade riskzonsprincipen. Den innebär att ett beslut eller en åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen inte bör kunna vara förenlig med god sed på aktiemarknaden. En slutsats som följer av detta är att ett nyemissionsupplägg som är tillåtet enligt god sed på aktiemarknaden också bör vara aktiebolagsrättsligt tillåtet. Vad är då inom riskzonen för att vara förbjudet, eller vad är ett uppenbart kringgående av lagen? För att avgöra detta måste nämnden i vart fall göra en ungefärlig bedömning om lagens innebörd. Det bör enligt Sjöman stå klart att principen inte sträcker sig så långt att alla åtgärder som med viss möjlighet kan vara aktiebolagsrättsligt otillåtna, även strider mot god sed. Pondera att ett noterat bolag, tillsammans med en investerare äger ett dotterbolag. Det noterade bolaget vidtar en koncernintern flytt av dotterbolagsaktier utan att ta hänsyn till förköpsförbehåll som finns i dotterbolagets bolagsordning. Denna åtgärd strider mot ABL, transaktionen är till och med ogiltig, men det saknar dock aktiemarknadsrättslig betydelse.

Riskzonsprincipens aktualitet kan dock ifrågasättas på flera grunder. Dels har nämnden endast använt sig av principen i fyra offentliggjorda

⁵⁷ Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 226.

⁵⁸ Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 145 och 149 samt AMN 2002:2 och AMN 2007:09.

⁵⁹ Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 226-227.

⁶⁰ Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 241-242.

uttalanden, dels har principen inte använts i deras avgöranden sedan år 2006. Det är osäkert i vilken utsträckning AMN fortfarande använder sig av riskzonsprincipen för att göra bedömningar som är kopplade till aktiebolagsrätten.⁶¹ Johansson menar det ännu inte ställts på sin spets huruvida nämnden fortfarande är villig att göra rent aktiebolagsrättsliga tolkningar. Han menar vidare att dessa analyser skulle kunna påverka nämndens trovärdighet och position i det fall en domstol vid en senare prövning skulle komma till en annan slutsats i en rättslig fråga. Man skulle kunna jämföra nämndens situation med Svensk Forms Opinionsnämnds verksamhet. Deras uppgift är att göra verkshöjdsbedömningar samt att granska olika inträngsfrågor. Det har tidigare uppstått fall där domstol kommit fram till en avgörande som skiljer sig från opinionsnämndens bedömningar, till exempel NJA 2009 s 159. Trots detta fortsätter opinionsnämndens tjänster nyttjas och dess uttalande har betydande respekt i branschen och i domstolarna.⁶²

5.3 Kringgående eller överträdelse av regeln?

Uttalandet AMN 2002:07 rör frågan om ett erbjudande om konvertering av ett konvertibelt förlagslån i samband med en företagsrekonstruktion. Nämnden prövade giltigheten av bolagets kvittningsemission av aktier riktad till skuldebrevsinnehavarna. AMN anförde:

”Infinicom överväger nu, sedan rekonstruktionsförfarandet inletts, en kvittningsemission av aktier riktad till skuldebrevsinnehavarna. Enligt Aktiemarknadsnämnden mening kan det av fler skäl ifrågasättas om ett sådant emissionsbeslut, som kan fattas av bolagsstämman med enkel majoritet, skulle vara förenligt med aktiebolagslagen (1975:1385, ABL). Med hänsyn till att betalning för de nyemitterade aktierna skulle komma att ske genom kvittning av fordringar som med säkerhet skulle komma att falla bort i den händelse ackordet fastställs är det, som nämnden ser det, exempelvis inte uteslutet att emissionsbeslutet skulle kunna anses ge en otillbörlig fördel åt de aktuella fordringsägarna och samtidigt vara till nackdel för aktieägarna. Beslutet skulle då strida mot den s.k. generalklausulen i 9 kap 37 § ABL.

Den reella innebörden av den tilltänkta kvittningsemissionen kan sägas vara att konverteringen tillåts trots att konverteringstiden har löpt ut i syfte att konvertibelsinnehavarna skall få viss kompensation. Aktiemarknadsnämnden har emellertid i tidigare sammanhang, med hänvisning bl.a. till den nyssnämnda generalklausulen, vänt sig även mot sådana åtgärder när inte helt speciella skäl förelegat (se t.ex. AMN

⁶¹ Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 241-242.

⁶² Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 144 och 149 samt Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 241-242.

1994:03). *Det ankommer inte på Aktiemarknadsnämnden att tolka aktiebolagslagen. Principiellt sett måste dock gälla att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden (jfr AMN 2002:02). En kvittningsemission av det i framställningen beskrivna slaget får därför anses strida mot god sed på aktiemarknaden*".⁶³

Även i detta fall anför AMN att åtgärder som ligger i riskzonen för att vara förbjudna enligt generalklausulen normalt inte kan vara i förenliga med god sed på aktiemarknaden. Som tidigare nämnts menar Sjöman att nämndens upprepade uttalande rörande detta innebär att det finns en riskzonsprincip inom aktiemarknadsrätten.⁶⁴

Enligt Stattin handlar detta avgörande om en tillämpning av grunderna i AMN 2002:02, och inte en följd av detta. Stattin menar att de två fallen skiljer sig åt och att 2002 års initiativuttalande tar sikte på ett kringgående av ett regelverk medan AMN 2002:07 rör en överträdelse av en regel. I doktrin framhålls inte sällan att ett kringgående av en regel strider mot god sed. Detta är felaktigt enligt Stattin, som påpekar att det ligger i saken natur att de handlingar som inte fångas upp av regelverket anses vara tillåtna. Att fastslå att en handling som kan framstå som ett kringgående av regelverket skulle strida mot god sed skulle vara osannolikt. Detta skulle också paralysera utvecklingen på aktiemarknaden, eftersom enbart upplägg som ligger väl inom regelverkets linjer skulle kunna accepteras. Många handlingar som idag skulle godtas skulle därmed bli förbjudna. Istället för att endast bedöma kringgåendet i sig, måste det göras mer kvalificerade bedömningar av vilka kringgåenden som inte är tillåtna.⁶⁵

⁶³ AMN 2002:07.

⁶⁴ Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 220.

⁶⁵ Stattin, Takeover – offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt, 2009, s 130-132.

6 Riktade nyemissioner till befintliga aktieägare

6.1 Vilka anses vara befintliga aktieägare?

ABL saknar uttryckliga bestämmelser som endast behandlar riktade emissioner till befintliga aktieägare. Detta indikerar att lagstiftaren inte avsett att göra någon skillnad på riktade emissioner till utomstående investerare och de till befintliga aktieägare. En utbredd uppfattning är emellertid att nyemissioner riktade till befintliga aktieägare, endast får genomföras i undantagsfall. Det har dock under senare tid dykt upp indikationer på att denna restriktiva syn rörande emissioner till befintliga aktieägare håller på att luckras upp.⁶⁶

Hur förhåller sig nämnden till denna position rörande befintliga aktieägare? Nämnden har vid några tillfällen uttalat sig i frågan, bland annat i situationer där det riktas en nyemission till en befintlig aktieägare, men då dessa är utvald i någon annan egenskap än aktieägare. I dessa fall menar nämnden att det kan vara motiverat att betrakta aktieägaren som en extern part. Det kan till exempel röra sig om fall där en anställd, stor investerare eller emissionsgarant är nyemissionstecknare. Under dessa förutsättningar kan aktieägaren betraktas som en extern investerare, detta blir särskilt tydligt när aktieägaren endast har en mindre aktiepost i bolaget.

Vad menas med en mindre aktiepost i bolaget? Enligt Westermarck kan en aktiepost som understiger fem procent falla in under beskrivningen om det rör sig om ett mindre bolag med få aktieägare. I större noterade bolag torde det krävas att andelen är lägre, för att det ska anses vara en mindre aktiepost. I AMN 2009:29 fick aktieägare med cirka 0,6 procent av aktierna i börsbolaget, ingå i gruppen av teckningsberättigade. Nämnden använde i detta sammanhang termen ”marginellt innehav”.⁶⁷

Ibland föreslår de legala rådgivarna så kallade tudelade nyemissionsförfaranden. Detta förfarande gör i princip nyemissioner till befintliga aktieägare till en okontroversiell fråga. Förfarandet går ut på att bolaget under en begränsad tid fattar beslut om två nyemissioner som är sammankopplade. Det första beslutet är en riktad nyemission till vissa av bolagets befintliga aktieägare. Detta beslutas av styrelsen men är villkorat av stämmans godkännande i efterhand enligt 13 kap. 31 § ABL. I samband med att bolagsstämman godkänner den första nyemissionen beslutar den även om en företrädesemission. I den andra emission avstår aktieägare som tidigare redan tecknat aktier från att utnyttja sina teckningsrätter. Den första

⁶⁶ Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 216 och 235.

⁶⁷ AMN 2002:02 och AMN 2009:29 samt Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 25 ff.

nyemissionen strider inte mot generalklausulen, under förutsättning att dessa aktieägare inte har erbjudits att teckna fler aktier än de andra aktieägarna samt att teckningskursen är detsamma i båda transaktionerna.⁶⁸

Det finns även fall när utomstående investerare jämföras med befintliga aktieägare vid en riktad nyemission. Till exempel när aktiebolaget delvis ägs av juridiska personer och nyemissionen riktar sig till den juridiska personens ägare eller dess närstående. I AMN 1988:12 beslutade ett onoterat dotterbolag om en riktad emission till ett noterat moderbolags ägare. Nämnden menade att god sed kräver att beslut av det slaget ska prövas av moderbolagets bolagsstämma.

6.2 Befintliga aktieägare och objektivt godtagbara skäl

Prövningen av en riktad emission till befintliga aktieägare är densamma som den till utomstående investerare, det vill säga att den kommer bland annat att bedömas utifrån generalklausulen och god sed på aktiemarknaden. Godtagbara skäl för avvikelser från företrädesrätten är därmed situationer som inte går att lösa genom en företrädesemission eller fall där det inte anses vara lämpligt med ett sådant tillvägagångssätt.

Vilka skillnader finns det då i skälen mellan riktade nyemissioner till utomstående investerare och de riktade till befintliga aktieägare? Vid en översiktlig analys kan det konstateras att de godtagbara skälen torde vara betydligt färre när det rör sig om en riktad emission till befintliga aktieägare. Detta beror inte på att de befintliga aktieägarna ska särbehandlas. Det främsta skälet är istället att många av de godtagbara skälen inte är tillämpliga då en befintlig aktieägare blir teckningsberättigad. Till exempel argumentet att bolaget behöver tillföras strategiskt viktiga ägare faller bort eftersom teckningserbjudandet riktar mot befintliga aktieägare. Skälet att bolaget behöver utöka sin ägarkrets inför en förestående börsnotering faller också bort på grund av samma anledning. Det har dock tidigare i uppsatsen nämnts att nämnden gjort undantag för vissa befintliga aktieägares investeringar. Det är tillfällen där emissionen riktar till en viss krets av investerare som också består av befintliga aktieägare, i dessa fall anses de befintliga aktieägarna vara utomstående parter.⁶⁹

Vilka kvarstående skäl kan åberopas för att få genomföra en riktad emission till befintliga aktieägare? Ett godtagbart skäl skulle kunna vara att styrelsen vidtagit kontakter med flera ur den befintliga aktieägarkretsen och därefter gjort bedömningen att önskat kapital inte är möjligt att skaffa genom en företrädesemission. Ett annat godtagbart skäl kan vara att tids- och kostnadsskäl, det vill säga att styrelsen gör bedömningen att en företrädesemission blir för dyr eller för långsam. I praktiken kan

⁶⁸ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 26.

⁶⁹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 216 och 235-237.

emissionskostnader för ett aktiemarknadsbolags företrädesemission uppgå till mellan 5 000 000 och 10 000 000 kronor.⁷⁰

En omständighet som nämnden ofta berör i sina uttalanden är den så kallade *book building-processen*. Detta förfarande går ut på att sofistikerade investerare på kapitalmarknaden erbjuds att anmäla sitt intresse av att teckna aktier i en nyemission. Detta sker främst i noterade bolag och en central fråga är om befintliga aktieägare ska få möjlighet att delta i processen och teckna aktier. När internationella aktörer deltar i en *book building-process*, kan det vara komplicerat att förklara varför majoritetsägare i aktiebolaget är förhindrad att delta på grund av generalklausulen. Det kan till exempel vara svårt att förklara detta eftersom många utländska investerare inte har samma restriktiva reglering i sina hemländer. Eventuellt kan denna avvikelser leda till att teckningskursen måste sättas lägre än vad som var förväntat.⁷¹

I motiven till ABL anges att en riktad emission till befintliga aktieägare endast får ske i undantagsfall, när det finns objektivt godtagbara skäl samt att detta torde vara synnerligen ovanligt. Uttalandet redogör inte för orsakerna bakom ställningstagandet. Innebär det negativa ställningstagandet att en nyemission till endast vissa aktieägare alltid bör anses otillbörlig, eller endast när det saknas godtagbara skäl?⁷²

Att försöka utröna svaret med hjälp av rättspraxis är inte möjligt. Det finns nämligen inget avgörande från HD som bedömer om en riktad nyemission till befintliga aktieägare ska bedömas annorlunda än om den vore riktad till utomstående investerare. Det finns endast ett avgörande som behandlar frågan, Svea hovrättsdom i mål nr Ö 1845/84. I fallet har en riktad emission av konvertibler skett till vissa befintliga aktieägare som också var anställda i bolaget. Emissionen hade skett med viss rabatt som ansågs sedvanlig. En aktieägare förde talan mot bolaget eftersom agerandet möjligen stred mot generalklausulen. Hovrätten meddelade inhibition av emissionsbeslutet med motiveringen att det inte funnits några objektivt godtagbara skäl för en sådan emissionsrabatt.

Parterna ingick i en förlikning innan HD prövade frågan, därför är det osäkert om det ens är möjligt att dra någon slutsats av fallet. Möjligen kan man utgå från att det fanns sannolika skäl för att nyemissionen stred mot generalklausulen.⁷³ Något tydligt svar i rättspraxis finns alltså inte, istället får vägledning sökas genom AMN:s uttalanden.

AMN 2006:48 behandlade en riktad nyemission av konvertibler till en befintlig aktieägare hos bolaget. Eftersom bolaget befann sig i en ekonomisk kris ansåg nämnden att emissionen var godtagbar. Motiven bakom beslutet var att det ansågs att emissionen var det enda alternativet som kunde leda bolaget ur krisen.

⁷⁰ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 226 och 238.

⁷¹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, 238.

⁷² Prop 1973:93 s 129 samt LU 1973 s 45.

⁷³ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, 238 ff.

I utlåtandet AMN 2002:15 hade ett bolag beslutat om en riktad nyemission till befintliga ägare, denna utgjorde ersättning för en emissionsgaranti. Prissättningen av aktierna ansågs vara marknadsmässig, det vill säga att prissättningen var detsamma på sekundärmarknaden. Nämnden fann att beslutet var förenligt med god sed eftersom intresset att teckna bolagets aktier var begränsat, åtminstone för det aktuella priset. Detta ansågs vara ”tillräckligt starka skäl” och stred därför inte mot god sed på aktiemarknaden.

I AMN 1987:3 som tidigare redogjorts för, ansågs det inte strida mot likhetsprincipen att rikta en nyemission till vissa befintliga aktieägare eftersom emissionen var ett förlikningsvederlag i en tvist.

AMN 1987:04 handlade om en nyemission där endast kontrolls subjektet fått lov att teckna fria aktier, övriga aktieägare fick endast teckna bundna aktier. Nämnden påpekade att aktieägarna helt kan uteslutas från företrädesrätten, därför måste vissa aktieägare kunna uteslutas från rätten att teckna fria aktier om de i utbyte får företräde att teckna bundna aktier.

Även i initiativärendet AMN 2002:02 tog nämnden upp frågan om riktade emissioner till befintliga aktieägare. Nämnden menar att god sed på aktiemarknaden inte uppställer högre krav än ABL. Däremot kan en emission som avviker från företrädesrätten innebära en risk för åsidosättande av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Nämnden finner även att ett beslut eller en åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt är förbjuden enligt god sed på aktiemarknaden. Det var alltså i detta uttalande som nämnden presenterade riskzonsprincipen för första gången. Vidare anför nämnden att en sådan emission är tillåten om emittentbolaget genomgår en finansiell kris och att nyemissionen till de befintliga aktieägarna är det enda alternativet som med erforderlig grad av säkerhet kan leda företaget ur krisen.

Efter en genomgång av ovanstående uttalande, är det fortfarande svårt att dra någon allmän slutsats om när det är tillåtet med riktade nyemissioner till vissa aktieägare. Det kan dock konstateras att bolag med problematisk finansiell position ofta tillåts genomföra denna typ av emissioner. Detsamma gäller för bolag som upplever ett begränsat intresse för sin nyemission.

Nämnden får även stöd för sin uppfattning i aktiebolagsrättsliga doktrinen. Där råder uppfattningen att utrymmet för riktade nyemissioner till vissa aktieägare är ytterst begränsat. Nyemissioner som riktas till utomstående investerare kan vara till samtliga aktieägares nackdel, en nyemission som riktas till befintliga aktieägare kränker istället aktieägarnas rätt till likabehandling. När endast vissa befintliga aktieägare tecknar nya aktier

ändras den röstmässiga ställningen mellan aktieägarna. Utöver detta sker det även en ekonomisk utspädning om emissionen genomförs med rabatt.⁷⁴

Skälen för att inte tillåta riktade emissioner för aktiemarknadsbolag, verkar ofta grunda sig på aktieägarnas rätt att likabehandlas enligt likhetsprincipen. Som nämnts i tidigare kapitel menar Westermark att en riktad nyemission inte kan klandras med stöd av likhetsprincipen. Detta torde framgå av det faktum att ABL uttryckligen tillåter sådana nyemissioner. Westermark menar att aktieägarskyddet istället framträder genom kravet på två tredjedelars majoritet vid stämmobeslutet (13 kap. 2 § ABL) samt genom att beslutet måste vara förenligt med generalklausulen.⁷⁵

Det faktum att emissionen i fråga ändrar den röstmässiga ställningen mellan aktieägare samt ger upphov till ekonomisk utspädning kan i själva verket vara oförenligt med god sed på aktiemarknaden, eftersom det ligger i riskzonen för att strida mot generalklausulen. Denna argumentationslinje är dock inte unik för riktade nyemissioner till befintliga aktieägare, utan gäller för samtliga riktade nyemissioner. Beslut och åtgärder som syftar till att ändra maktförhållanden strider således mot generalklausulen, oavsett om emissionen riktar sig till vissa aktieägare eller utomstående parter. Detta torde även gälla frågan om ekonomisk utspädning.

Det bör i detta sammanhang framföras att ledande företrädare inom aktiemarknadsrätten, på senare tid argumenterat för att riktade nyemissioner till befintliga aktieägare ska bedömas precis på samma sätt som de till utomstående investerare. Skog menar att 13 kap. 4 § första stycket 4 ABL bör ändras så att det framgår att det är tillåtet att rikta nyemissioner till befintliga aktieägare.⁷⁶

6.3 Avslutande synpunkter

Nyemissioner till befintliga aktieägare verkar bedömas annorlunda än riktade nyemissioner till utomstående investerare, denna inställning kan man möjligen utläsa ur AMN 2002:02. Nämndens mening är dock inte tydlig i denna fråga, främst eftersom nämnden uttryckt att det inom självregleringen inte finns ett särskilt regelverk för riktade emissioner till befintliga aktieägare.

Den återhållsamma synen på nyemissioner härstammar främst från ett uttalande i förarbetena till ABL på 1970-talet. Detta uttalande har under senare tid kritiserats. Skog framförde följande mening i en aktuell utredning:

”Inför riksdagens behandling av de ändringar i 1944 års aktiebolagslag som möjliggjorde emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt

⁷⁴ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 24 ff och Johansson, Bolagsstämma, 1990, s 118-120.

⁷⁵ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 240 f.

⁷⁶ Ds 2012:37 s 45 f. samt Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 241-242.

uttalade lagutskottet att det torde vara ”synnerligen ovanligt” att en kontantemission utan att komma i konflikt med generalklausulen kan riktas endast till vissa av aktieägarna (LU 1973:19 s. 45). Någon närmare motivering till uttalandet finns inte och det måste enligt utredarens mening av flera skäl anses passerat av tiden. För det första hade generalklausulen en annan lydelse i den då gällande aktiebolagslagen. Generalklausulen i nu gällande aktiebolagslag ger knappast stöd för att se annorlunda på en emission riktad till en ägare än på samma emission riktad till någon utomstående. För det andra är, som ovan konstaterats, många emissionssituationer numera väsentligt mer komplexa än vad lagutskottet vid tiden för sitt uttalande sannolikt kunde föreställa sig”.⁷⁷

Skog, som är AMN:s direktör, menar att förarbetsuttalandet måste anses vara passerat i tiden. Det torde inte finnas rationella skäl till att pröva riktade nyemissioner till vissa aktieägare på ett annorlunda sätt. Således bör befintliga aktieägare få lov att åberopa många av de godtagbara skäl som finns för riktade emissioner till utomstående. Detta underlättar även för bolaget att inbringa önskat kapital.⁷⁸

Utomstående parter som vill investera i bolaget förutsätter inte sällan att de befintliga ägarna deltar i nyemissionen. Detta gäller särskilt när ett riskkapitalbolag står bakom investeringen. Det är i dessa situationer opassande att tvinga bolaget att genomföra en företrädesemission. Skogs förslag skulle också harmonisera vårt regelverk med övriga Norden, Danmark och Finland har nämligen inte samma restriktiva syn på nyemissioner till befintliga aktieägare.

Trots ovanstående argument kan det fastställas att befintliga aktieägare har färre godtagbara skäl för att få lov att delta i en riktad nyemission. De utgör som tidigare nämnts inte nya strategiskt viktiga ägare. Därmed faller det vanligt förekommande argumentet, att emissionen genomförs för att bredda ägarbasen. En riktad nyemission till utomstående är alltså oftare tillåten än en emission riktad till vissa aktieägare i bolaget. Slutsatsen som bör framhållas från förra avsnittet är att det bör vara förenligt med god sed då styrelsen, först efter att ha kontaktat aktieägarkretsen, gjort bedömningen att det krävs en riktad emission för att inbringa önskat kapital. Detsamma gäller tids- och kostnadsskäl. I dessa fall framstår det som svårt att göra åtskillnad mellan riktade nyemissioner till utomstående och befintliga aktieägare.⁷⁹ Skulle däremot emissionen ha ett illojalt syfte får den naturligtvis inte genomföras, till exempel att emissionen syftar till att förändra maktställningen i bolaget eller att den späder ut övrigas ägande genom en betydande rabatt. Frågan om emissionsrabatt tillmäts större betydelse då emissionen riktas mot befintliga aktieägare. Emissionsrabatten bör användas med försiktighet när det rör ett erbjudande till befintliga aktieägare.⁸⁰

⁷⁷ Ds 2012:37 s 45.

⁷⁸ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 242-243.

⁷⁹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 242-244.

⁸⁰ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 25 ff samt Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 241-244.

7 Riktade nyemissioners ägarutspädningseffekt

7.1 Grunderna för emissionskursen

Det finns endast ett fåtal regler i ABL beträffande prissättning av emitterade aktier. Enligt 13 kap. 4 § första stycket 3 ABL ska teckningskursen anges i förslaget till emissionsbeslut. Teckningskursen får som utgångspunkt inte sättas lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde (13 kap. 4 § tredje stycket). Utöver dessa bestämmelser kan generalklausulen i 7 kap. 47 § användas för att förhindra felaktig prissättning. Det är vanligt vid företrädesemissioner att teckningskursen sätts lågt i jämförelse med börskursen. Generalklausulen aktualiseras dock inte i detta fall, utan först då det sker en riktad emission.⁸¹

Enligt 13 kap. 4 § fjärde stycket ska grunderna för teckningskursen anges i förslaget till riktad emission. Detta ger aktieägarna möjlighet att bedöma om emissionsrabatten är skälig. Vanligtvis är styrelsens redogörelse i denna del relativt fåordig:

Exempel 1

”Teckningskursen har bestämts enligt ett beräknat marknadsvärde för bolagets aktie”⁸²

Nästa exempel behandlar även emissionsrabatten:

Exempel 2

”Teckningskursen har bestämts till ett beräknat marknadsvärde för aktien med avdrag för sedvanlig rabatt i syfte att säkerställa nyemissionens genomförande”⁸³

I noterade bolag behövs troligen inte en redogörelse för beräkningen av teckningskursen, marknadsvärdet framgår istället av börskursen. I onoterade bolag kan det däremot behövas en redogörelse för hur värderingen av aktierna har skett, till exempel om värderingen baserats på tidigare genomförda emissioner.⁸⁴

I de fall huvudägaren i samband med en nyemission ingått ett emissionsavtal med utomstående investerare kan skälen för teckningskursen förklaras på följande sätt:

⁸¹ Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 141-142.

⁸² Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 227.

⁸³ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 227.

⁸⁴ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 228.

Exempel 3

”Teckningskursen är bestämd i enlighet med det emissionsavtal som har träffats mellan huvudägaren och investerarna. Överenskommelsen i den delen grundas i sin tur på marknadsvärdet för aktien med avdrag för sedvanlig rabatt i syfte att säkerställa nyemissionens genomförande.”⁸⁵

7.2 Rabatt upp till tio procent?

I samband med bestämmandet av emissionsvillkoren, genomför bolagets legala rådgivare en avstämning av villkoren mot generalklausulen. För att generalklausulen ska aktualiseras krävs att beslutet ska ha gynnat en aktieägare eller någon annan, till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Det är dock oftast otillbörlighetsrekvisitet som orsakar problem vid bedömningen om emissionsrabatten är förenlig med generalklausulen.

Om emissionskursen understiger aktiernas marknadsvärde kommer de aktieägare som inte fick erbjudande om aktieteckning att bli ekonomiskt utspädda. Ju större rabatten är, desto större blir den ekonomiska utspädningen. Är det tillåtet med en emissionsrabatt som leder till en omfattande utspädning? Om så är fallet, hur stor får rabatten vara?

Det finns flera anledningar till varför en emissionsrabatt erbjuds vid en riktad nyemission. En central orsak är intresset av att få nyemissionen fulltecknad. Bolagets syfte är att inbringa en viss summa rörelsekapital. För att lyckas anskaffa hela summan är det viktigt att teckningskursen är attraktiv. En icke fulltecknad emission sänder negativa signaler till marknaden om bolagets tillstånd. Det finns därför ett incitament att erbjuda strategiskt viktiga investerare en rabatt i utbyte mot att de investerar betydande belopp i bolaget.⁸⁶

I AMN:s uttalande och i doktrin finns stöd för att det är tillåtet med emissionsrabatter vid riktade emissioner. Hur omfattande emissionsrabatten får vara är svårare att bedöma. Skog menar att rabatter som inte överstiger tio procent av marknadsvärdet torde vara svåra att angripa med generalklausulen. Detta förutsätter naturligtvis att det finns godtagbara skäl till emissionen. I de fall där rabatten överstiger tio procent anses den ekonomiska utspädningen blir för stor och därmed också otillbörligt gynna investerare på aktieägarnas bekostnad.

Skog framförde under år 2004 att det inte finns någon uttalad gräns för rabatten samt att tio procent inte är ovanligt på aktiemarknaden.⁸⁷ Samma författare anförde dock under år 2014 att emissionsrabatter som inte ligger

⁸⁵ Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 228.

⁸⁶ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 22 ff samt Westermarck, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 241-244.

⁸⁷ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, Nyemissioner av aktier, 2004 s 23 f.

”nära” aktiens värde före emissionen bör kunna angripas genom generalklausulen.⁸⁸ De nämnda gränserna är alltså endast tumregler.

En av frågorna i AMN 1988:12 var huruvida aktiernas prissättning var förenlig med god sed på aktiemarknaden. I denna del sade nämnden att en viss spännvidd måste finnas mellan godtagbara priser, men att de i enlighet med sin praxis inte tar ställning till om prissättningen skulle strida mot god sed.

I AMN 2002:02 framför nämnden att prissättningen vid riktade emissioner inte bör medföra avvikelser till aktieägarnas nackdel, såvida inte det finns synnerligen starka eller helt speciella skäl. Nämnden förutsätter då att börskursen motsvara ett etablerat marknadsvärde på aktierna. Däremot verkar en marknadsmässig emissionsrabatt vara tillåten. Som nämnts ovan framförs det i den aktiebolagsrättsliga litteraturen att generalklausulen är tillämplig, om inte emissionskursen stämmer överens med aktiens marknadsvärde eller i vart fall ligger mycket nära detta värde. Bolaget bör även beakta att en åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen i ABL, normalt sett är oförenlig med god sed på aktiemarknaden.⁸⁹

Utgångspunkten för beräkningen av emissionsrabatten i aktiemarknadsbolag är börskursen den senaste handelsdagen innan offentliggörandet av nyemissionsbeslutet. För att på detta sätt fastställa marknadsvärdet krävs att aktien är föremål för omfattande handel på börsen. Betalkursen återspeglar dock inte vid varje tidpunkt marknadsvärdet för större poster aktier.⁹⁰

I AMN 2009:29 accepterade nämnden en rabatt om 17,2 procent vid en riktad nyemission. Bolaget var noterat men dess aktie handlades i begränsad omfattning på börsen. Rabatten kunde till och med räknas till 19,2 procent om den jämfördes med den volymvägda genomsnittskursen de 30 dagarna föregående dagarna. Teckningskursen hade i detta fall baserats på en book building-process (se 6.2) där cirka 40 investerare ansågs vara intresserade av att teckna aktier. Enligt Westermark bör en teckningskurs som fastställts genom en book building-process anses vara godtagbar.⁹¹

I AMN 2004:15 godtog nämnden en riktad emission som genomförts med en betydande rabatt. Aktiens börskurs var 180 procent av teckningskursen. Detta tilläts eftersom bolaget hade glömt att registrera en tidigare emission hos Bolagsverket, följaktligen hade återbetalningsplikt av emissionslikviden uppstått. Trots att handelskursen stigit sedan den första emissionen, genomfördes den andra nyemissionen med samma villkor som den första.

⁸⁸ Skog, Rodhes aktiebolagsrätt, 2014, s 59.

⁸⁹ Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 218-220 samt Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 142-143.

⁹⁰ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 233.

⁹¹ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 233.

Aktietecknarna erlade emissionslikviden genom att kvitta sina tidigare fordringar om återbetalningsskyldighet från den första nyemissionen. Johansson menar att detta uttalande behandlar en mycket speciell situation, därför kan man inte heller göra några allmänna slutsatser utifrån uttalandet.⁹²

AMN 2006:18 rörde ett bolag som under en finansiell kris accepterat en överenskommelse om att genomföra fyra eller fem riktade kvittningsemissioner till finansärer och leverantörer. Det problematiska med transaktionerna var att samtliga emissioner skulle ske till samma teckningskurs, trots att de skulle genomföras vid olika tidpunkter under en tolv månadersperiod. Under dessa förutsättningar skulle leverantören åtnjuta en betydande rabatt. AMN ansåg att det inte stred mot god sed på aktiemarknaden, eftersom bolaget befann sig i ekonomisk kris då överenskommelsen ingicks.

Vid normala omständigheter anses utrymmet för rabatter vara begränsad. Befinner sig bolaget i en finansiell kris bör möjligheten till emissionsrabatten däremot vara större. Enligt Westermark kan förmodligen en rabatt upp till 20 procent anses förenlig med god sed om bolaget befinner sig i en finansiell kris.⁹³

Värdering av bolag är inte en exakt vetenskap, särskilt vad gäller onoterade bolag. Vid riktade emissioner ges viss säkerhet i det faktum att aktieägare som minst representerar två tredjedelar av såväl avgivna röster som de aktier som är företrädda på stämman måste acceptera nyemissionen (13 kap. 2 § ABL). Det bör kunna antas att befintliga aktieägare skulle rösta emot en riktad nyemission som kraftigt utspädde deras ägande i bolaget. Ofta föregås en större nyemission av förhandlingar mellan huvudägarna, bolagets ledning samt utomstående investerare. Under dessa förhandlingar finns det utrymme för de befintliga aktieägarna argumentera för en högre teckningskurs. Används detta tillvägagångssätt blir emissionsrabatten framförhandlad på ett korrekt sätt och därmed svår att angripa.⁹⁴

I AMN 2005:07 tillämpade nämnden riskzonsprincipen vid bedömandet av en emissionsgaranti som lämnades mot ersättning i form av aktier. Nämnden anförde:

”Det är inte möjligt att som marknadsmässig rabatt vid en riktad emission godta rabatter på tillnärmelsevis den nivå som brukar förekomma vid företrädesemissioner i förväntningsbolag,⁹⁵ och som om en eller flera av garanterna också är aktieägare i bolaget måste förutsättningarna för en riktad emission med rabatt vara än mer restriktiva”⁹⁶

⁹² Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”leo-området”, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, 2011, s 143.

⁹³ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 233-234.

⁹⁴ Westermark, Lagercrantz, Om nyemission, 2013, s 234-235.

⁹⁵ Detta är aktiebolag med begränsad likviditet och intjäningsförmåga i en nära framtid.

⁹⁶ AMN 2005:07.

Uttalandet pekar på att bolag med begränsad likviditet och intjäningsförmåga bör vidta ett restriktivt förhållningssätt till emissionsrabatter. Enligt min mening bör dessa bolag vidta detta förhållningssätt till rabatter fram tills att de kan uppvisa intäkter.

I AMN 2007:09 prövades ett mer komplicerat emissionsupplägg. Ett aktiemarknadsbolag skulle träffa en överenskommelse med tredje man, ett så kallat Standby Equity Distribution Agreement (SEDA). Avtalet ger bolaget rätt att under en viss tid avropa kapitaltillskott från tredje man genom riktade emissioner. Teckningskursen vid dessa emissioner skulle vara 96 procent av marknadskursen vid varje emissionstillfälle.⁹⁷ Nämnden yttrade följande:

”I den mån börskursen ger uttryck för ett etablerat marknadsvärde på aktierna bör därför, vid prissättning i samband med riktade emissioner, avvikelser till de befintliga aktieägarnas nackdel – bortsett från vad som kan hänföras till marknadsmässiga emissionsrabatt – inte ske annat än i händelse av synnerligen starka och helt speciella skäl (AMN 2002:02). Den maximala emissionsrabatt som enligt framställningen skulle kunna komma ifråga vid emissioner till Cornell inom ramen för SEDA torde historiskt sett i och för sig ligga inom ramen för vad som betraktas som en marknadsmässig rabatt på den svenska aktiemarknaden. Det måste emellertid ankomma på styrelsen att i varje enskilt fall ta ställning till rabattens storlek.”

En rabatt upp till fyra procent ansågs alltså förenligt med god sed under de särskilda omständigheterna som presenterades i fallet.

⁹⁷ Sjöman, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten, Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, 2013, s 222.

8 Avslutande Analys

8.1 God sed och en etablerad riskzonsprincip

Nämndens uttalanden rörande emissioner uppvisar inte någon heltäckande bild av rättsområdet. Arbetet har visat att nämndens krav enligt god sed ofta ligger nära det som anses gälla enligt ABL. Under begynnelsen av nämndens verksamhet, företog de ofta rent legala tolkningar och slutsatser avseende innebörden av gällande rätt. Det ankommer i själva verket inte på nämnden att avgöra hur ABL ska tolkas. Dessa analyser skulle kunna påverka nämndens trovärdighet, i det fall en domstol vid en senare prövning skulle komma till en annan slutsats i en rättslig fråga. Nämnden verkar numera ha intagit en mer passiv roll i förhållande till ABL och bedömer nu endast frågorna utifrån ett god sed-perspektiv. Denna angreppsvinkel bör även fortsättningsvis användas för att nämndens verksamhet ska kunna fortsätta på lång sikt.

Uppsatsens analys av praxis har inte kunnat visa någon klar bild av nämndens förhållningssätt till ABL. Utredningen har dock visat att nämnden ofta bedömer fall där god sed behövs för att fylla ut ett oreglerat område, det vill säga att god sed används normativt för att reglera nya situationer som inte tidigare påträffats eller förutsetts av lagstiftaren. Dessa områden behöver utfyllas med god sed för att ändamålen med de särskilda reglerna ska uppnås. Denna slutsats bör jämföras med det som nämndes ovan om nämndens passiva förhållningssätt till ABL. Nämnden har numera intagit en tillbakadragen roll vad gäller legala tolkningar av gällande rätt enligt ABL. Däremot har de genom sina uttalanden antagit en central roll inom aktiemarknadsrätten genom att ”utfylla” gällande rätt. När nämnden ska fylla ut ett oreglerat område ska ändamålen bakom ABL beaktas. Skulle frågan vara strikt aktiemarknadsrättslig måste de aktiebolagsrättsliga ändamålen kompletteras med aktiemarknadsrättsliga syften.

Arbetet har visat att nämnden kan tillämpa en fri ändamålsövägning på oreglerade situationer. På detta sätt kan normer skapas som är anpassade för oreglerade förhållanden. Det finns skillnader i hur ändamålsöväganden ska användas när det rör sig om luckor i regelverket eller helt oreglerade situationer. Enligt Stattin ska en lucka i regleringen bedömas utifrån de regler som systematiskt hänger samman med detta område, det vill säga regler som kan användas analogt. Detta innebär att man använder ändamålen från närliggande regler, för att sedan konstruera god sed inom detta område.

Om det istället rör sig om en helt oreglerad situation och det saknas närliggande regler, då får nämnden göra ett fritt ändamålsövägande

grundat på ändamålen bakom hela rättsområdet. Då kan till exempel olika skyddsbehov beaktas.

Granskningen pekar på att det finns en riskzonsprincip inom aktiemarknadsrätten. Det innebär att ett beslut eller en åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen, inte bör kunna vara förenlig med god sed på aktiemarknaden. En slutsats som följer av detta är att ett nyemissionsupplägg som är tillåtet enligt god sed också bör vara aktiebolagsrättsligt tillåtet. Trots kritiken mot riskzonsprincipen, bör den numera anses vara en etablerad princip inom aktiemarknadsrätten. Framst eftersom nämnden på ett tydligt sätt gett uttryck för principen i dess prövningar.

Det ligger i bolagets intresse att nyemissioner fulltecknas samt att kostnaderna och exponeringen mot kurssvängningar minskar. ABL lägger därför inte hinder i vägen för en riktad emission, utöver det som följer av generalklausulen. I uppsatsen har det utretts huruvida det ställs högre krav på aktiemarknadsbolag som vill frångå företrädesrätten. Trots att nämnden emellanåt uttrycker sig otydligt, menar Johansson att god sed inte ställer högre krav än ABL i denna fråga.

Nämndens uttalanden och doktrin, pekar på att det finns vissa godtagbara skäl som legitimerar aktiemarknadsbolagens avsteg från företrädesrätten. Ett av dessa är då syftet med emissionen inte kan uppfyllas genom en företrädesemission, eller situationer där en företrädesemission anses vara opassande. Utredningen har visat att de godtagbara skälen påverkas av vad det är för typ av bolag som ska genomföra emissionen. Ett skäl som under normala omständigheter är godtagbart för ett privat bolag, är inte nödvändigtvis godtagbart för ett noterat bolag.

Arbetet har också visat att nämnden tar särskild hänsyn till om bolaget befinner sig i en finansiell kris. Verkar bolaget under stabila ekonomiska förhållanden, gör nämnden en annorlunda bedömning än om bolaget befinner sig i en finansiell kris. Tillvägagångssättet är rimligt och marknadsanpassat, eftersom ett bolag i ekonomisk kris måste ha möjlighet att agera snabbt och direkt, gentemot en särskild grupp kapitalstarka investerare.

Nämnden verkar även ta hänsyn till företrädesemissionens möjligheter att fulltecknas. Om en företrädesemission inte fulltecknas, sänds negativa signaler till marknaden om bolagets tillstånd och stabilitet. Det kan därför vara motiverat att tillåta en avvikelse från företrädesrätten när intresset för emissionen är begränsat. De betydande kostnaderna i samband med företrädesemissioner, är i förening med tidsaspekten också omständigheter som beaktas vid nämndens prövning. Det förefaller dock inte vara tillräckligt att det saknas godtagbara skäl, för att ett beslut ska anses strida mot generalklausulen. Det krävs ofta ett illojalt syfte för att emissionen ska vara oförenlig med god sed.

Nämnden vill också underlätta för bolag att bjuda in nya strategiskt viktiga ägare. En riktad emission kan till exempel vara motiverad för att öka ägarspridningen inför en notering. De nya ägarna kan exempelvis tillföra bolaget värdefulla kontakter och know-how. Ett mer kontroversiellt skäl är fall där den riktade emissionen baseras på ett avtal mellan bolagets huvudägare och utomstående parter. Detta kan vara godtagbart om överenskommelsen presenteras i emissionsskälen.

Nämnden har fastställt att det krävs sakliga skäl för att ett aktiemarknadsbolag ska kunna avvika från företrädesrätten. Ramarna för riktade nyemissioner till aktiemarknadsbolag, framstår således som snävare än de riktade till privata aktiebolag. Enligt AMN har nämligen aktiemarknadsbolag en skyldighet att offentliggöra skälen bakom beslutet, redan då det första pressmeddelandet rörande emissionen offentliggörs.

I doktrin framhålls att kringgående av en regel strider mot god sed. Det har framförts viss kritik mot detta i uppsatsen. Handlingar som inte fångas upp av regelverket bör inte automatiskt anses vara otillåtna bara för att det rör sig om ett kringgående av regeln. Att fastslå att en handling som kan anses vara ett kringgående av regeln, automatiskt skulle strida mot god sed är osannolikt. En sådan reglering riskerar att paralysera utvecklingen på aktiemarknaden, eftersom många handlingar som idag godtas skulle därmed bli förbjudna. Osäkerhet råder inom dessa emissionsfrågor och det behövs mer vägledning avseende vilka specifika kringgåenden som är tillåtna.

Under utredningens gång har min egen uppfattning av företrädesrätten förändrats. Reglerna om företrädesrätt verkar innebära en del onödiga svårigheter för bolag som under kort tid behöver anskaffa kapital. Enligt min mening torde det underlätta för bolagen att inbringa nödvändigt kapital, om det lagstadgade kravet på företrädesrätt slopades, eller åtminstone att företrädesrätten kan åsidosättas genom en särskild bestämmelse i bolagsordningen. På detta sätt kan varje bolag själv välja att reglera företrädesrätten i bolagsordningen. Företrädesrätten blir enligt denna modell fakultativ. Givetvis skulle generalklausulen finnas kvar för att förhindra missbruk. Viss kritik kan anföras gentemot modellen, eftersom bolagsordningen enligt svensk bolagsrättslig tradition inte bör innehålla bestämmelser av detta slag.

8.2 Lagändring som reflekterar rådande uppfattning

Nämnden har i ett antal fall prövat frågan om riktade emissioner till befintliga aktieägare. Denna uppsats har bland annat granskat vilka personer som anses vara befintliga aktieägare. Den mest intressanta slutsatsen i denna del, är de fall där nämnden betraktar vissa aktieägare i bolaget som utomstående parter. Detta gäller i situationer där en nyemission riktas till befintliga aktieägare, men när dessa är utvald i en annan egenskap än aktieägare. I detta fall kan aktieägaren betraktas som en utomstående

investerare. Har aktieägaren endast ett mindre innehav i bolaget är sannolikheten att personen betraktas som en utomstående investerare mycket större. I doktrin har det framförts att ett aktieinnehav som understiger fem procent bör aktualisera ovanstående resonemang. Detta torde dock inte vara aktuellt för större aktiemarknadsbolag, där fem procent ofta är ett relativt omfattande ägande. Praxis visar att ett innehav om cirka 0,6 procent av aktierna i ett aktiemarknadsbolag, anses vara ett marginellt innehav.

Tillvägagångssättet kan även användas omvänt, det vill säga att utomstående parter jämföras med befintliga aktieägare vid en riktad emission. Det kan till exempel användas då ett aktiebolag delvis ägs av juridiska personer och nyemissionen riktas sig till den juridiska personens ägare eller närstående. God sed kräver i dessa fall att beslutet prövas av moderbolagets stämma.

Vid en översiktlig analys av riktade nyemissioner till befintliga aktieägare, framhålls att de godtagbara skälen är betydligt färre än när emissionen riktas till utomstående investerare. Nyemissioner till befintliga aktieägare bedöms alltså annorlunda än riktade emissioner till utomstående parter. Analysen pekar dock på att ledande företrädare inom aktiemarknadsrätten, verkar skifta uppfattning om riktade nyemissioner till befintliga aktieägare. Möjligtvis kan det nu ske en utveckling där dessa emissioner bedöms på samma sätt som de till utomstående investerare.

Argumenten för att inte tillåta riktade emissioner till befintliga aktieägare, sker ofta med hänvisning till likhetsprincipen. Westermark menar dock att en riktad nyemission inte kan klandras med stöd av likhetsprincipen. Detta framgår av det faktum att ABL uttryckligen tillåter riktade emissioner under vissa förutsättningar.

Lagutskottets uttalande från 1970-talet är enligt Skog förlegat. Dels har generalklausulen numera en annan lydelse, dels är dagens emissioner väsentligt mer komplexa än vad lagutskottet vid tiden för sitt uttalande kunde föreställa sig. En lagändring som skulle reflektera rådande uppfattning kan vara möjlig. Till exempel genom att ändra 13 kap. 4 § första stycket 4 ABL, så att den tydliggör att det även är möjligt att rikta nyemissioner till befintliga aktieägare. Lagändringen skulle även harmonisera det svenska regelverket med övriga Norden. Danmark och Finland har nämligen inte samma restriktiva syn på nyemissioner till befintliga aktieägare.

En viktig slutsats som bör framhållas är betydelsen av kommunikationen mellan styrelsen och aktieägarkretsen inför en riktad nyemission. Enligt nämnden bör en riktad nyemission vara förenlig med god sed, under förutsättning att styrelsen kommunicerat med aktieägarkretsen innan de gjort sin bedömning. Detta tyder på att transparens och öppenhet bör genomsyra styrelsens arbete vid riktade nyemissioner.

8.3 Behövs en tydligare reglering av emissionsrabatter?

Enligt AMN 2002:02 bör inte emissionsrabatter vid riktade emissioner förekomma, såvida inte det finns synnerligen starka eller helt speciella skäl. Marknadsmässiga rabatter verkar däremot vara tillåtna. Uppsatsen har visat att det kan vara svårt att angripa emissionsrabatter som inte överstiger tio procent. Granskningen pekar dock på att det inte finns någon uttalad gräns i nämndens praxis. Vissa författare anför att tio procent gränsen utgör en tumregel men detta är i själva verket missvisande. I nämndens praxis förekommer många olika rabattnivåer. AMN tar hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och stadgar inte någon allmän regel rörande emissionsrabatten. De menar istället att det ska finnas en viss spännvidd mellan godtagbara priser.

I de fall ett bolag befunnit sig i en finansiell kris, görs ofta en annorlunda prövning av fallet. Befinner sig bolaget i en finansiell kris är utrymmet för rabatter inte lika begränsat. En rabatt upp till 20 procent torde anses förenlig med god sed på aktiemarknaden. Även i fall där emissionen föregåtts av förhandlingar mellan huvudägare, styrelsen och utomstående investerare är utrymmet för rabatter större.

En av de centrala slutsatserna i arbetet är nämndens hänsynstagande till olika bolagstyper i sina bedömningar. Aktiebolag med begränsad likviditet och intjäningsförmåga i en nära framtid, så kallade förväntningsbolag, bör enligt nämnden vidta ett restriktivt förhållningssätt till emissionsrabatter. Därmed kan inte samma resonemang som nämnts ovan appliceras på dessa bolag.

Enligt min mening finns det på detta område utrymme för en tydligare reglering. Denna reglering måste inte nödvändigtvis ske genom lagstiftning, utan genom självreglering. Med hjälp av bolagsstyrningsinstrument kan marknadens aktörer skapa transparens på detta område. En möjlighet är att i Koden stadga en tumregel för emissionsrabattens storlek. Eftersom Koden är baserad på principen om att följa eller förklara, ges det utrymme för alternativa lösningar. Förslaget är också i linje med det ökade intresset för bolagsstyrningsfrågor i Sverige.

Fortlöpande under arbetet har det dykt upp flera associationsrättsliga funderingar och problem. Arbetets avgränsande frågeställningar har dock hindrat mig från att utreda dessa problem närmare. Min förhoppning är trots detta att framställningen har klargjort några problem rörande AMN:s förhållningssätt till vissa emissionsfrågor samt att arbetet kan användas för vidare studier på området.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

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

LU 1973:19 – Lagutskottets betänkande i anledning av Kungl. Maj:ts proposition 1973:93 med förslag till lag om konvertiblaskuldebrev m.m jämte motioner

Ds. 2012:37 – Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag

Självreglering

Alecta Pensionsmyndighet, Ägarpolicy 2009-12-08

Stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, antagna 4 juni 2013

Svensk kod för bolagsstyrning, 1 februari 2010

Swedbank Robur Fonder AB:s ägarpolicy, 2012-11-29

Monografier

Ackebo, A, ”Börshistorik”, I: *Börsrätt*, tredje upplagan, Lund, 2012

Afrell, L, Klahr, H, Samuelsson, P, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Stockholm, 1998

Johansson, S, *Bolagsstämma*, Stockholm, 1990

Kristiansson, B, *Svenska ägarpolicyer*, andra upplagan, Stockholm, 2003

Peczenik, A, *Juridikens teori och metod*, Stockholm, 1995

Sandström, T, *Svensk Aktiebolagsrätt*, fjärde upplagan, Stockholm, 2012

Skog, R, *Rodhes aktiebolagsrätt*, Stockholm, 2014

Stattin, D, Eklund, K, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, Uppsala, 2013

Stattin, D, *Takeover – Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, Stockholm, 2009

Svernlöv, ”Svensk kod för bolagsstyrning”, *Börsrätt*, tredje upplagan, Lund, 2012

Westermark, D, Lagercrantz, M, *Om nyemission*, Stockholm 2013

Periodiskt tryck

Peczenik, A, ”Juridikens allmänna läror”, I: *Svensk Juristtidning*, 2005, s 249.

Samlingsband

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

Deuschl, C-J, Lindstedt, M, Aktiemarknadsnämndens verksamhet i ett rådgivarperspektiv, I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm, 2011

Johansson, S, ”Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – ’utanför leo-området’”, I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Stockholm, 2011

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

Sjöman, E, ”Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten”, I: *Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck*, Stockholm, 2013

Sjöman, E, ”Bolagsordningen, aktieägaravtalet och minoriteten”, I: *Aktiebolagets minoritetsskydd*, Stockholm, 2008

Skog, R, ”Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag”, I: *Nyemissioner av aktier*, Stockholm, 2004

Rättsfallsförteckning

NJA

NJA 1985 s 343

NJA 2009 s 159

NJA 2013 s 117

Hovrättsfall

Svea Hovrätts i mål nr Ö 1845/84

Aktiemarknadsnämnden

AMN 1987:03

AMN 1987:04

AMN 1988:12

AMN 1994:03

AMN 2002:02

AMN 2002:07

AMN 2002:15

AMN 2004:15

AMN 2005:07

AMN 2006:18

AMN 2006:48

AMN 2007:09

AMN 2009:29