



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Martin Vidakovic

Riktade nyemissioner i aktiemarknadsbolag

Särskilt om riktade kontantemissioner till befintliga aktieägare

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet

15 högskolepoäng

Handledare: Kacper Szkalej

Termin: HT22

Innehåll

SUMMARY	I
SAMMANFATTNING.....	II
FÖRORD	III
FÖRKORTNINGAR.....	IV
1 INLEDNING.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Syfte och frågeställningar.....	2
1.3 Avgränsningar.....	2
1.4 Metod och material	3
2 TEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER.....	5
2.1 Aktiebolags- och aktiemarknadsrätt.....	5
2.2 Den aktiemarknadsrättsliga regelstrukturen.....	5
2.3 Skyddsintressen vid riktade nyemissioner	7
3 OM NYEMISSIONER	9
3.1 Allmänt om nyemissioner	9
3.2 Särskilt om riktade nyemissioner.....	10
4 KORT OM NÅGRA AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA SKYDDS- OCH PÅFÖLJDSREGLER.....	12
5 RIKTADE NYEMISSIONER I AKTIEMARKNADSBOLAG	14
5.1 Inledning	14
5.2 Godtagbara skäl och god sed.....	14
5.3 Emissionsrabatt och utspädning	15
5.4 Riktade nyemissioner till befintliga aktieägare.....	16
6 AVSLUTANDE KOMMENTARER	20
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	22
RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	26

Summary

When a company needs new capital, it has several financing options to choose from, one of which is a new issue of shares for cash payment. In the case of such an issue, the main rule according to Swedish law is that the existing shareholders have pre-emption rights to the new shares (rights issue). However, it is also possible, with deviation from the shareholders' pre-emption rights, to offer certain specified legal entities to subscribe for new shares in the company (directed issue).

Whether and under which conditions it is possible to direct a new issue of shares to specific existing shareholders is not clear from the Swedish Companies Act (2005:551) and the attitude toward such issues has historically been restrictive. However, the question is of great practical importance for the financing of publicly traded companies.

The thesis focuses on directed issues in publicly traded companies and examines the conditions under which a directed issue to specific existing shareholders is permissible under company law and securities markets law, as well as how these regulatory regimes relate to each other in this case. The legal situation is described based on the widely accepted sources of law. The basis is the Swedish Companies Act. The Swedish securities markets law is partly governed by self-regulation. Therefore, such regulation is considered.

The result of the study shows that company law and securities markets law are closely connected in the case of directed issues, and that self-regulation does not impose higher demands than company law. Further, the study shows that, in recent years, there has been a certain loosening of the restrictive approach toward directed issues to specific existing shareholders, both in company law and securities markets law.

One conclusion is that the circle of eligible subscribers is not of decisive importance for directed issues' compliance with company law and securities markets law. Despite this, the study shows that the conditions for directing a new issue of shares to specific existing shareholders, are generally fewer than in other cases.

Another conclusion is that there is no general answer to the question of when a directed issue to specific existing shareholders is permissible under company law and securities markets law, but that an overall assessment must be made in each case. For this reason, in the final part of the thesis, the factors most likely to be of legal significance in such an assessment are presented.

Sammanfattning

När ett aktiebolag är i behov av nytt kapital har det ett antal finansieringsalternativ att välja mellan, varav nyemission av aktier mot kontant betalning är ett. Vid en sådan emission är huvudregeln enligt svensk rätt att de befintliga aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna (företrädesemission). Det är emellertid även möjligt att, med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, erbjuda vissa särskilt angivna rättssubjekt att teckna nya aktier i bolaget (riktad nyemission).

Huruvida och under vilka förutsättningar det är möjligt att rikta en nyemission till vissa befintliga aktieägare framgår inte av aktiebolagslagen (2005:551) och inställningen till sådana emissioner har historiskt sett varit restriktiv. Frågan är emellertid av stor praktisk betydelse för kapitalförsörjningen i noterade aktiebolag.

Uppsatsen behandlar riktade nyemissioner i aktiemarknadsbolag och undersöker under vilka förutsättningar en riktad nyemission till vissa befintliga aktieägare är förenlig med aktiebolags- och aktiemarknadsrätt, samt hur dessa regelverk i förevarande fall förhåller sig till varandra. Rättsläget beskrivs med utgångspunkt i de allmänt accepterade rättskällorna. Utgångspunkten är aktiebolagslagen. I den aktiemarknadsrättsliga delen beaktas även självreglering.

Undersökningen visar att aktiebolags- och aktiemarknadsrätt har ett nära samband vid riktade nyemissioner och att självreglering härvid inte ställer högre krav än aktiebolagsrätten. Vidare framkommer att det under senare år skett en viss uppluckring i det restriktiva förhållningssättet till nyemissioner riktade till vissa befintliga aktieägare, både på det aktiebolagsrättsliga och det aktiemarknadsrättsliga området.

En slutsats är att kretsen av teckningsberättigade inte är av avgörande betydelse för en riktad nyemissions förenlighet med aktiebolags- och aktiemarknadsrätten. Trots detta visar undersökningen att de rättsliga förutsättningarna för att rikta en nyemission till vissa befintliga aktieägare generellt sett är färre än i andra fall.

En annan slutsats är att det inte finns något generellt svar på frågan under vilka förutsättningar en riktad nyemission till vissa befintliga aktieägare är förenlig med aktiebolags- och aktiemarknadsrätt, utan att en samlad bedömning måste göras i varje enskilt fall. Av denna anledning redovisas i uppsatsens avslutande del de faktorer som torde vara av störst rättslig relevans vid en sådan bedömning.

Förord

Denna uppsats har sitt ursprung i frågeställningar som jag stött på i mitt praktiska juridiska arbete. För denna möjlighet vill jag rikta ett stort tack till mina kollegor på Fredersen Advokatbyrå.

Varmt tack även till de som korrekturläst hela eller delar av arbetet. Eventuella återstående brister är jag ensam ansvarig för.

Malmö i december 2022

Martin Vidakovic

Förkortningar

Aktiemarknadsbolag	Publikt aktiebolag som har gett ut aktier vilka är upptagna till handel på en reglerad marknad
AMN	Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden
Börsen	Nasdaq Stockholm Aktiebolag eller Nordic Growth Market NGM Aktiebolag
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning
Kollegiet	Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Kollegiets rekommendation	Kollegiet för svensk bolagsstyrnings rekommendation om god sed vid riktade kontantemissioner i börsbolag
Listat bolag	Publikt aktiebolag som har gett ut aktier vilka är listade på en multilateral handelsplattform
Nasdaq's Regelverk	Nasdaq Nordics regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden
Noterat bolag	Se Aktiemarknadsbolag

1 Inledning

1.1 Bakgrund

För den svenska aktiemarknaden var 2021 ett rekordår. Stockholmsbörsen steg med 35 procent, den största årliga uppgången sedan 2009, och antalet bolag som tog upp sina aktier till handel på en reglerad marknad eller listade sig på en multilateral handelsplattform (det som i dagligt tal brukar heta att göra en börsintroduktion) var fler än på flera decennier.¹ Det starka investeringsklimatet kan till stor del förklaras av flera år av god ekonomisk tillväxt och låga räntor. Därmed var investerarens avkastningskrav låga, riskviljan hög, och tillgången till kapital mycket god.² Sakernas tillstånd förändrades emellertid snabbt under 2022. Stigande inflation, högre räntor och lägre ekonomisk tillväxt ledde till lägre riskvilja och sämre tillgång till kapital, med fallande aktiekurser och lägre noteringsaktivitet som följd.³ Samtidigt finns ett hundratal bolag på den svenska aktiemarknaden, varav flera noterades under 2021, som går med förlust och är i behov av extern finansiering för att överleva.⁴ Det är därför troligt att det också finns en och annan bolagsstyrelse som behöver se över och utvärdera sitt bolags finansieringsalternativ.

Ett vanligt finansieringsalternativ för bolag är traditionella försträckningar, eller mer avancerade former av lån som exempelvis emission av företagsobligationer. Ett annat alternativ, som åtminstone för aktiemarknadsbolag sällan utgör förstahandsalternativet, är att genom nyemission ge ut nya aktier mot betalning.⁵ Många gånger har bolag emellertid inte någon möjlighet att låna så mycket pengar som de skulle behöva, varför nyemission av aktier blir det enda återstående alternativet.⁶ Sådana emissioner förekommer i ett flertal olika former, varvid de huvudsakliga skillnaderna består av vem som ska få teckna de nya aktierna och hur de nya aktierna ska betalas. Huvudregeln i svensk rätt är att bolagets befintliga aktieägare har företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal aktier de äger, en så kallad företrädesemission.⁷ Men trots att detta är huvudregeln torde, åtminstone bland aktiemarknadsbolag, så kallad riktad nyemission vara den vanligaste formen av nyemission. En riktad nyemission innebär att de nya aktierna, med avvikelse från de befintliga aktieägarnas

¹ DN (2021); EY (2022a).

² FI Dnr 18-20866, s. 13.

³ EY (2022b).

⁴ Affärsvärlden (2022).

⁵ Westermark & Lagercrantz (2013), s. 27 f.

⁶ Teorin om att bolag vid kapitalbehov väljer nyemission av aktier i sista hand kallas *pecking order*-teorin. Se Myers (1984).

⁷ Westermark & Lagercrantz (2013), s. 31.

företrädesrätt, erbjuds vissa angivna rättssubjekt utanför aktieägarkretsen eller enbart vissa befintliga aktieägare.⁸

Det finns inte någon uttrycklig bestämmelse i aktiebolagslagen (2005:551) som specifikt behandlar riktade nyemissioner till befintliga aktieägare men frågan uppfattas allmänt som särskilt känslig.⁹ Under vilka förutsättningar en riktad nyemission till befintliga aktieägare kan anses godtagbar framgår heller inte av förarbetena och har, såvitt jag känner till, i doktrinen endast behandlats summariskt eller utan beaktande av senare tids rättsutveckling. Frågan är emellertid av stor praktisk betydelse, särskilt i tider av sämre tillgång till riskvilligt kapital. Mot denna bakgrund är det min förhoppning att med denna uppsats bidra till att rättsläget i någon mån klargörs. Förhoppningen är även att uppsatsen ska kunna läsas med behållning av såväl studenter som praktiskt verksamma jurister och därtill av andra aktörer på den svenska aktiemarknaden såsom emittenter och finansiella rådgivare.

1.2 Syfte och frågeställningar

Framställningens huvudsakliga syfte är att utreda de rättsliga förutsättningarna för aktiemarknadsbolag att genomföra en riktad kontantemission till befintliga aktieägare. För att uppnå detta syfte analyseras i uppsatsen i) under vilka förutsättningar en riktad nyemission till befintliga aktieägare är förenlig med lag och självreglering, samt ii) hur lag och självreglering i förevarande fall förhåller sig till varandra.

1.3 Avgränsningar

Framställningen gör inte anspråk på att vara en heltäckande redogörelse för det aktiebolagsrättsliga institutet nyemission; i stället tas särskilt sikte på riktade nyemissioner till befintliga aktieägare. I syfte att belysa skillnaderna mellan sådana emissioner och andra former av nyemissioner, samt mot bakgrund av att företrädesemission är huvudregeln enligt aktiebolagslagen, avhandlas dock kort regleringen av företrädesemissioner. Däremot berörs inte riktade nyemissioner enligt 16 kap. aktiebolagslagen, så kallade Leo-lagsemissioner. Vidare avser framställningen främst nyemission av aktier som betalas kontant. Det innebär att nyemissioner av teckningsoptioner, konvertibler eller andra finansiella instrument, samt nyemissioner som betalas med apportegendom, inte behandlas.

Uppsatsen är skriven med ett aktiebolags- och aktiemarknadsrättsligt perspektiv och fokuserar på aktiemarknadsbolag. Då regelverken för noterade och listade bolag till stor del liknar varandra, kan emellertid de rättsliga synpunkter som framförs även vara av intresse för listade bolag. Såvitt avser

⁸ Westermark & Lagercrantz (2013), s. 32.

⁹ Skog (2004), s. 24; Westerman & Lagercrantz (2013), s. 235.

det aktiemarknadsrättsliga perspektivet ligger fokus framför allt på de delar av aktiemarknadsrätten som rör god sed i samband med riktade nyemissioner. Det innebär bland annat att frågor om budplikt och andra kontrolltransaktioner faller utanför framställningens ram.¹⁰ Utanför framställningen faller även en utförlig redogörelse av de rättsliga följderna av nyemissionsbeslut fattade i strid med lag och självreglering. Avslutningsvis faller även aktiemarknadsbolags informationsplikt, både enligt EU:s marknadsmissbruksförordning¹¹ och marknadsplatsernas egna regelverk, utanför förevarande framställning.

Lagrumshänvisningar i uppsatsen görs, om inte annat anges, till aktiebolagslagen.

1.4 Metod och material

Arbetet har bedrivits med hjälp av rättsdogmatisk metod. Rättsdogmatiken kan i korthet beskrivas som en metod för rättslig tolkning och systematisering, innebärande att gällande rätt analyseras mot bakgrund av allmänt accepterade rättskällor.¹² Till de senare hör lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och juridisk doktrin, som tillerkänns relevans i nämnd ordning. Metoden lämpar sig särskilt för framställningens aktiebolagsrättsliga delar.

Den aktiemarknadsrättsliga självregleringen, som är av central betydelse för framställningen, utgör inte en del av de traditionella rättskällorna och frågan hur den bör behandlas inom ramen för den traditionella rättskällehierarkien är inte självklar. Emellertid anses Aktiemarknadsnämndens uttalanden och Kollegiets rekommendationer i allmänhet vara normerande på den svenska aktiemarknaden, varför det bör anses befogat att inom ramen för framställningen behandla den aktiemarknadsrättsliga självregleringen som uttryck för gällande rätt, om än med reservation för att självreglering aldrig kan likställas med lagreglering.¹³ Följaktligen har framställningens aktiemarknadsrättsliga delar tillämpat en rättsdogmatisk metod, där de traditionella rättskällorna utvidgats till att även omfatta självreglering.

Beskrivningen av rättsläget utgår ifrån innehållet i nämnda rättskällor och följer i huvudsak den ovan skisserade rättskällehierarkin. Eftersom det inte finns någon uttrycklig bestämmelse i aktiebolagslagen som specifikt behandlar riktade nyemissioner till befintliga aktieägare, och materialet från de allmänna domstolarna är magert, har, förutom självreglering, juridisk doktrin använts flitigt i uppsatsen för att redogöra för rättsläget. Jag är emellertid medveten om att doktrin traditionellt inte anses ha formell tyngd

¹⁰ Budplikt innebär att den som förvärvat minst 30 procent av rösterna för samtliga aktier i ett aktiemarknadsbolag måste lämna ett bud på resterande aktier i bolaget.

¹¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 596/2014.

¹² Kleineman (2018), s. 21 ff.

¹³ Afrell (2021), s. 85 f.

som rättskälla och att det inte är säkert att en uppfattning i doktrinen motsvarar gällande rätt enbart därför att många författare är ense. Vid urvalet av doktrin har förhållningssättet följaktligen varit kritiskt. Urvalet har gjorts mot bakgrund av respektive författares dignitet på området samt hur väl motiverade åsikter som presenteras är.¹⁴ Hänvisningar till erkända rättsvetare såsom Skog och Stattin, samt till standardverk som *Om nyemission*, förekommer i stor utsträckning.

¹⁴ Lehrberg (2020), s. 205 f.

2 Teoretiska utgångspunkter

2.1 Aktiebolags- och aktiemarknadsrätt

Nyemission är huvudsakligen en aktiebolagsrättslig företeelse som förekommer i såväl onoterade som noterade bolag. Aktiebolagslagens bestämmelser är följaktligen alltid tillämpliga, även om vissa regler skiljer sig åt mellan privata och publika aktiebolag.¹⁵ När en nyemission företas av ett aktiemarknadsbolag finns emellertid ytterligare aspekter att ta hänsyn till, vilka följer av det aktiemarknadsrättsliga regelverket. Mot bakgrund av uppsatsen huvudsakliga syfte finns därför anledning att kort redogöra för hur aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten förhåller sig till varandra.

Aktiebolagsrätt är en associationsrättslig subdisciplin som innehåller rättsregler för aktiebolag i allmänhet, oavsett om de är privata, publika, onoterade eller noterade.¹⁶ Aktiemarknadsrätt, däremot, kan beskrivas som det särskilda rättsområde inom associationsrätten som endast rör noterade och listade aktiebolag.¹⁷ Därmed omfattar aktiemarknadsrätten framför allt frågor om intressekonflikter i aktiemarknadsbolags normala verksamhet, främst i förhållandet mellan aktieägare, styrelseledamöter och företagsledning, men också beträffande investerare i stort. Eftersom både aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten är associationsrättsliga subdiscipliner präglas båda rättsområdena av allmänna associationsrättsliga principer. På grund av det nära sambandet mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt anses i regel förfaranden som strider mot aktiebolagsrätten också stå i strid med aktiemarknadsrätten, och vice versa.¹⁸ Det ska dock understrykas att det alltså rör sig om två olika rättsområden och att diskrepanser således kan förekomma i enskilda frågor.¹⁹

2.2 Den aktiemarknadsrättsliga regelstrukturen

Reglerna på aktiemarknaden är fragmenterade, av varierande karaktär, och kan för den oinvidde framstå som tämligen svåröverskådliga. Den offentliga regleringen består av flera lagar, där aktiebolagslagen, lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden och lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden hör till de mest framträdande.

¹⁵ Jfr 1 kap. 2 § 3 st. aktiebolagslagen.

¹⁶ Eklund & Stattin (2021), s. 23.

¹⁷ Stattin (2020), s. 57; Lindskog (2021), s. 45.

¹⁸ Johansson (2011), s. 145 f.; Stattin (2020), s. 59 ff.; Sjöman (2022), s. 1082 f.

¹⁹ Lindskog (2021), s. 58.

Aktiemarknadsrätten karaktäriseras även av omfattande privat och semioffentlig normgivning. Hit hör exempelvis börsernas egna regelverk, som riktar sig till de noterade bolagen och reglerar hur verksamheten på marknadsplatserna ska bedrivas.²⁰ Här intar Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter en särställning, delvis kanske på grund av att Nasdaq Stockholm är den marknadsplats där flest aktiemarknadsbolags aktier är noterade, men främst eftersom Högsta domstolen tillmätt regelverket viss tyngd.²¹ Börsernas egna regelverk är privaträttsliga såtillvida att de utgörs av en uppsättning regler som noterade bolag åtagit sig att följa, genom att i samband med noteringen underteckna ett så kallat noteringsavtal.²² Samtidigt bär regelverken spår av offentlig rätt, eftersom börserna är skyldiga att ha tydliga och öppet redovisade regler för de aktörer som handlar eller tar upp sina aktier till handel på deras marknadsplatser.²³ Följaktligen kan børsregelverken sägas vara av semioffentlig normgivningskaraktär, vilket har betydelse vid tolkning av desamma. Enligt Högsta domstolen ska regelverken sålunda tolkas ändamålsenligt, i enlighet med vad som i övrigt gäller vid tolkning av offentligt rättslig normgivning, och inte partsorienterat, vilket annars är brukligt vid tolkning av konventionella avtal.²⁴

Vidare förbinder sig aktiemarknadsbolag, genom noteringsavtalet, inte bara att följa börsernas egna regelverk. De förbinder sig även att följa god sed på aktiemarknaden.²⁵ Med god sed avses aktuell gängse praxis för noterade och listade bolags uppträdande på aktiemarknaden. Sådan gängse praxis kan till exempel komma till uttryck genom rekommendationer från Kollegiet och uttalanden från Aktiemarknadsnämnden.²⁶ Kollegiet och nämnden är båda sakorgan under Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, Kollegiet med uppgift att främja god bolagsstyrning och Aktiemarknadsnämnden med uppgift att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Dock har Kollegiet utfärdat en rekommendation om god sed vid riktade kontantemissioner som den anvisat att det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att uttala sig om i enskilda fall.²⁷ Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som gett ut aktier, som är noterade eller listade på en marknadsplats, eller en åtgärd av en aktieägare i ett sådant bolag som avser eller kan vara av betydelse för ett sådant bolag, kan bli föremål för nämndens prövning.²⁸ Det ska dock understrykas att Aktiemarknadsnämndens uppgift inte är att ge tolkningsbesked i rent aktiebolagsrättsliga frågor. Trots det aktualiseras ofrånkomligen, mot bakgrund av det nära sambandet mellan

²⁰ Söderström (2019), s. 182.

²¹ NJA 1985 s. 343.

²² Eklund & Stattin (2021), s. 417 f.

²³ 15 kap. lagen om värdepappersmarknaden. Se även Söderström (2019), s. 45 f. och NJA 1985 s. 343.

²⁴ NJA 1985 s. 343. Se även Stattin (2020), s. 117 ff. samt Eklund & Stattin (2021), s. 418 f.

²⁵ Eklund & Stattin (2021), s. 417 f.

²⁶ Se kommentaren till Nasdaqs Regelverk, Supplement D, del I.

²⁷ Se Kollegiets rekommendation och AMN 2016:28. Rekommendationen ersatte i sin helhet de genom AMN 2002:02 etablerade riktlinjerna.

²⁸ Se §§ 14–15 Stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

aktiebolags- och aktiemarknadsrätt, ibland lagtolkningsfrågor i de ärenden som kommer under nämndens prövning. I modern tid har nämnden emellertid varit obenägen att befatta sig med sådana frågor.²⁹ Avslutningsvis ska sägas att Aktiemarknadsnämnden inte förfogar över några sanktioner men kan, på grund av aktiemarknadsbolags åtagande i noteringsavtal, genom börsens disciplinnämnd påföra bolag en sanktion för överträdelse av vad som utgör god sed på aktiemarknaden.³⁰

2.3 Skyddsintressen vid riktade nyemissioner

Inom ramen för i princip samtliga associationsrättsliga frågor förekommer intressekonflikter mellan olika intressenter. Sådana konflikter uppstår regelmässigt mellan majoritets- och minoritetsägare, nya och befintliga aktieägare, eller mellan bolagsledningen och aktieägarna. I samband med riktade nyemissioner i aktiemarknadsbolag är det framför allt intressekonflikten mellan bolaget, främst bolagsledningen och majoritetsaktieägarna, och dess minoritetsaktieägare som aktualiseras.³¹ De skyddsintressen som härvid gör sig gällande är å ena sidan aktiemarknadsbolags kapitalanskaffning, å andra sidan skyddet för befintliga aktieägare. I det följande ska denna konflikt kort behandlas.

Motiven till en börsintroduktion kan vara många och varierar från bolag till bolag, men den kanske vanligaste anledningen är att bolaget vill få förbättrad tillgång till kapital.³² När ett kapitalbehov uppstår i det noterade bolaget, av vilken anledning det än må vara, har det ett antal alternativ att välja mellan, varav nyemission av aktier är ett.³³ Vid en sådan emission är huvudregeln att de befintliga aktieägarna har företrädesrätt till de nyemitterade aktierna.³⁴ Ur ett kapitalanskaffningsperspektiv är denna huvudregel emellertid inte helt tillfredsställande. Företrädesemissioner är nämligen i regel tidskrävande och medför betydande kostnader, inte minst på grund av den prospektskyldighet som regelmässigt uppstår i samband med sådana emissioner.³⁵ Dessutom finns en betydande risk att emissionen inte blir fulltecknad, eftersom befintliga aktieägare i vissa fall inte kan, eller vill, teckna ytterligare aktier.

²⁹ Sjöman (2013), s. 241 f.; Sjöman (2022), s. 1081–1086.

³⁰ Lundius (2022), s. 834.

³¹ Bergström & Samuelsson (2006), s. 69 ff.

³² Örtengren (2021), s. 144.

³³ Se dock *pecking order*-teorin ovan.

³⁴ Jfr 13 kap. 1 § aktiebolagslagen.

³⁵ De vanligaste anledningarna till att prospektskyldighet uppstår i samband med företrädesemissioner torde vara att erbjudandet att teckna aktier riktas till fler än 150 fysiska eller juridiska personer och att den summa som totalt ska betalas av investerarna uppgår till mer än 2,5 miljoner euro. Jfr artikel 1.4 och 3.2 Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129, samt 2 kap. 1 § lagen (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning.

Av denna anledning behöver bolagen inte sällan ingå teckningsförbindelser och/eller emissionsgarantiåtaganden för att säkerställa att de tillförs tillräckligt med kapital, med ökade transaktionskostnader som följd.³⁶

Mot denna bakgrund framstår möjligheten till riktad nyemission som en jämförelsevis attraktiv kapitalanskaffningsmetod för noterade bolag. Skyldighet att upprätta prospekt uppstår så gott som aldrig och risken för att en riktad nyemission inte fulltecknas är i det närmaste obefintlig. Dessutom kan bolag, genom att rikta en nyemission till särskilt utvalda rättssubjekt, styra över aktieägarsammansättningen och attrahera strategiskt viktiga investerare. Jämfört med företrädesemissioner är riktade nyemissioner således mer tids- och kostnadseffektiva, samt ger bolagen en möjlighet att stärka och/eller bredda aktieägarbasen.³⁷

Mot denna, för bolaget, effektiva kapitalanskaffningsmetod står emellertid skyddet för bolagets aktieägare. Detta beror på att aktierna i ett aktiebolag ger rätt till såväl rösträtt vid bolagsstämma som utdelning av bolagets vinst, varvid rätten är relativ till hur många aktier som finns i bolaget. När ett bolag genomför en nyemission utan företrädesrätt för aktieägarna, får det till följd att deras relativa rätt till röster och vinstutdelning i bolaget minskar. Denna ställningsrubbnings, som alltså kan vara av såväl ekonomisk som ägarandelsmässig karaktär, kallas för utspädning. Hur stor utspädning aktieägarna vidkänns vid en riktad emission beror dels på antalet nya aktier som emitteras, dels på förhållandet mellan emissionskursen och marknadsvärdet på bolagets tidigare utgivna aktier.³⁸ När emissionskursen understiger värdet på de tidigare aktierna, sjunker dessa i värde relativt till aktiebolagets totala värde. Denna företeelse kallas emissionsrabatt och innebär i praktiken att en värdeöverföring sker från de gamla till de nya aktieägarna. Det är dock långt ifrån så enkelt att riktade nyemissioner under alla omständigheter kan betecknas som ofördelaktiga för de gamla aktieägarna. Bolagets fortsatta överlevnad kan vara beroende av ett omedelbart kapitaltillskott som i förekommande fall inte kan uppnås på annat sätt än genom en riktad emission. Skildringen ovan belyser dock behovet av regler som skyddar aktieägarna i samband med riktade nyemissioner.

³⁶ Westermarck & Lagercrantz (2013), s. 112 f.

³⁷ Westermarck & Lagercrantz (2013), s. 213 f.

³⁸ Johansson (1990), s. 143; Skog (2004), s. 22 ff.

3 Om nyemissioner

3.1 Allmänt om nyemissioner

Nyemissioner regleras huvudsakligen i 13 kap. aktiebolagslagen och kompletteras av bestämmelser i 11–16 kap. samma lag. För aktiemarknadsbolag tillkommer även en del aktiemarknadsrättsliga regler. Som regelverkets omfattning antyder, är nyemissionsprocessen i regel långdragen och består av flera olika delmoment. Dessa moment ska i det följande summariskt behandlas, tillsammans med de bestämmelser som reglerar emissionsprocessens olika faser.

Inledningsvis ska bolaget fatta beslut om att genomföra en nyemission och vilken form av emission som ska företas. Enligt 11 kap. 2 § aktiebolagslagen är det som utgångspunkt bolagsstämman som fattar beslut om nyemissioner. Det är emellertid också möjligt för styrelsen att besluta om en nyemission, under förutsättning att stämman på förhand har lämnat ett bemyndigande till styrelsen eller i efterhand godkänner beslutet.³⁹ Vad gäller nyemissionens utformning är huvudregeln enligt 13 kap. 1 § 1 st. att aktieägarna ska ha företrädesrätt till de nyemitterade aktierna. När så är fallet, kan bolagsstämmans beslut fattas med enkel majoritet.

Emissionsbeslutet, eller i förekommande fall beslutsförslaget, ska enligt 13 kap. 4 § 1 st. aktiebolagslagen innehålla information om det belopp som bolagets aktiekapital ska ökas med, det antal aktier som ska ges ut, den rätt att teckna aktier som aktieägarna eller någon annan ska ha samt det belopp som ska betalas för varje aktie.⁴⁰ Om bolagsstämman ska bemyndiga styrelsen att genomföra en nyemission är bemyndigandet enligt 13 kap. 36 § aktiebolagslagen giltigt som längst till utgången av nästa årsstämma. Styrelsens beslutsförslag tillsammans med viss kompletterande information enligt 13 kap. 6–8 §§ aktiebolagslagen ska, såvitt avser noterade bolag, hållas tillgängligt under minst tre veckor före bolagsstämman.⁴¹

Aktiemarknadsbolag som avser genomföra en nyemission med företrädesrätt för bolagets aktieägare är ofta även skyldiga att upprätta ett så kallat prospekt. Ett prospekt är ett omfattande dokument som innehåller information om bolaget och de nya aktierna som ska ges ut. Syftet med prospektreglerna är ytterst att tillförsäkra investerare relevant information så att de kan fatta välgrundade investeringsbeslut.⁴²

³⁹ 13 kap. 31 § 1 st. och 13 kap. 35 § aktiebolagslagen.

⁴⁰ 13 kap. 4 § 1 st. 1–8 p. aktiebolagslagen.

⁴¹ 13 kap. 39 a § aktiebolagslagen.

⁴² Westermarck & Lagercrantz (2013), s. 57. Se även not 35 ovan.

När styrelsen eller bolagsstämman har fattat beslut om en nyemission och eventuellt prospekt har upprättats och godkänts ska emissionen genomföras genom en aktieteckning. De teckningsberättigade har då möjlighet att teckna aktier inom en viss tid, vilken som utgångspunkt inte får understiga två veckor.⁴³ När aktieteckningen har avslutats ska styrelsen besluta om tilldelning, varefter aktietecknarna tilldelas de nya aktierna enligt teckningsbeslutet. Avslutningsvis förs aktierna in i aktieboken och betalningen erläggs.

3.2 Särskilt om riktade nyemissioner

Aktieägarnas företrädesrätt till nya aktier vid kontantemissioner var enligt äldre rätt ovillkorlig.⁴⁴ På förslag av Aktiebolagsutredningen infördes emellertid 1973 en möjlighet att genomföra kontantemissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Bakgrunden till uppluckringen var bland annat önskemål från näringslivet om större flexibilitet i kapitalanskaffningen samt Allmänna pensionsfondens entré på den svenska aktiemarknaden.⁴⁵

Riktade nyemissioner regleras enligt gällande rätt främst i 13 kap. aktiebolagslagen. Såvitt avser beslutsformen finns det inte mycket som skiljer en riktad emission från en företrädesemission.⁴⁶ Skillnaden i denna del består främst i att riktade nyemissioner kräver två tredjedelars majoritet av såväl de avgivna som de företrädda aktierna på bolagsstämman.⁴⁷ Emissionsbeslutet ska, precis som vid en företrädesemission, innehålla information om bland annat teckningskursen, antalet nya aktier och kretsen av teckningsberättigade.⁴⁸ Vid riktade emissioner tillkommer dock, enligt 13 kap. 4 § 4 st. aktiebolagslagen, att skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt, samt grunderna för den föreslagna teckningskursen, också ska anges i beslutet.

Utmärkande för aktiemarknadsbolag är att dessa, i enlighet med den så kallade informationsdoktrinen, har en skyldighet att offentliggöra diverse information.⁴⁹ Bland annat följer av god sed att ett bolag, i samband med offentliggörande av förslag eller beslut om riktad nyemission, på ett utförligt och tydligt sätt ska informera aktieägarna och aktiemarknaden om skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt samt om hur emissionskursen har bestämts eller ska bestämmas och hur marknadsmässigheten säkerställts eller ska säkerställas.⁵⁰ I likhet med 13 kap. 4 § 4 st. aktiebolagslagen ges aktieägarna, men även aktiemarknaden, härigenom en möjlighet att bedöma

⁴³ 13 kap. 4 § 5 st. aktiebolagslagen.

⁴⁴ Se bl.a. SOU 1941:9 II, s. 222.

⁴⁵ Prop. 1973:93, s. 71. Se även SOU 1972:63, s. 73 f.

⁴⁶ 11 kap. 2 § och 13 kap. 31–36 §§ aktiebolagslagen.

⁴⁷ 13 kap. 2 § aktiebolagslagen.

⁴⁸ 13 kap. 4 § 1 st. 1–8 p. aktiebolagslagen.

⁴⁹ Westermark & Lagercrantz (2013), s. 339. Se även Nasdaq's Regelverk, p. 3.

⁵⁰ Kollegiets rekommendation, s. 3.

om de skäl som anges framstår som acceptabla eller inte. Värt att notera är att en sådan redogörelse, enligt Aktiemarknadsnämnden, ska föregås av en noggrann analys av omständigheterna i det enskilda fallet.⁵¹

⁵¹ AMN 2021:41 och 2022:36.

4 Kort om några aktiebolagsrättsliga skydds- och påföljdsregler

Huvudregeln att befintliga aktieägare vid en nyemission ska ha företrädesrätt till de nya aktierna kan ses som ett utflöde av den för aktiebolagsrätten centrala likhetsprincipen.⁵² Principen, som är en minoritetsskyddsregel, kommer främst till uttryck i 4 kap. 1 § aktiebolagslagen där det anges att alla aktier ska ha lika rätt i bolaget om inte annat följer av lag eller bolagsordning.⁵³ Den närmare innebörden av likhetsprincipen är emellertid omdiskuterad och i doktrinen har huvudsakligen två tolkningsalternativ förespråkats, ett restriktivt och ett extensivt. Den restriktiva tolkningen ger vid handen att likhetsprincipen endast tar sikte på en formell likställighet mellan aktierna (aktieägarna), medan den extensiva tolkningen innebär att principen också innefattar ett krav på faktiskt likställighet.⁵⁴ Regeln i 4 kap. 1 § får emellertid antas ge uttryck för den mer restriktiva tolkningen, eftersom bestämmelsen enligt dess ordalydelse enbart avser lika rätt mellan aktier.

Under alla förhållanden kan beslut om riktade emissioner inte angripas med stöd av likhetsprincipen enkom av det skälet att aktieägarnas företrädesrätt frångås.⁵⁵ Principen är, som framgått ovan, inte absolut. Har emissionsbeslutet fattats med erforderlig majoritet är det giltigt som sådant, trots att beslutet måhända innebära en olikabehandling av aktieägarna.⁵⁶ Av större praktisk betydelse är därför en annan minoritetsskyddsregel: den aktiebolagsrättsliga generalklausulen.

Generalklausulen stadgar att bolagsstämman (7 kap. 41 § aktiebolagslagen), styrelsen eller annan ställföreträdare (8 kap. 41 § 1 st. aktiebolagslagen) inte får fatta beslut som är ägnat att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Det centrala momentet i generalklausulen är otillbörlighetsrekvisitet. Otillbörligheten av en åtgärd är relaterad till den fördel som aktieägare eller annan vinner; fördelen ska vara otillbörlig. Följaktligen vinner generalklausulen sin huvudsakliga tillämpning på rättshandlingar som formellt innebär en likabehandling av samtliga aktieägare men som reellt ger vissa aktieägare fördelar framför andra.⁵⁷

⁵² Prop. 2004/05:85, s. 675.

⁵³ Inom aktiemarknadsrätten talas även om en s.k. likabehandlingsprincip, innebärande att alla, nuvarande och potentiella, investerare ska behandlas lika. Se Stattin (2020), s. 236 ff.

⁵⁴ Andersson & Pehrson (2008), s. 118 f.

⁵⁵ Johansson (1990), s. 121; Nerep, (2003), s. 289; Andersson & Pehrson (2008), s. 154.

⁵⁶ Nerep (2003), s. 274.

⁵⁷ Nerep (2003), s. 294 f.

För att ett nyemissionsbeslut ska anses vara otillbörligt torde i allmänhet krävas att det finns ett illojalt motiv bakom beslutet eller att det har karaktären av maktmissbruk.⁵⁸ Ett sådant illojalt motiv kan exempelvis vara att gynna några aktieägare på de andra aktieägarnas bekostnad eller att minska någon eller några aktieägares inflytande i bolaget. Eftersom generalklausulen även förbjuder rättshandlingar som ger otillbörlig fördel åt ”någon annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare”, kan bestämmelsen även tillämpas i situationer då aktieägarna behandlas lika men det otillbörliga gynnandet sker av tredje man, exempelvis en investerare som i en riktad nyemission erbjuds att teckna aktier till stor rabatt.⁵⁹

Ett nyemissionsbeslut som fattas av bolagsstämman i strid med likhetsprincipen eller generalklausulen kan ogiltigförklaras efter klander vid allmän domstol.⁶⁰ Dessutom kan frågan om skadestånd gentemot styrelsen aktualiseras. Såvitt avser nyemissioner som är beslutade av styrelsen och som strider mot likhetsprincipen eller generalklausulen så är den aktiebolagsrättsliga sanktionen i första hand skadestånd.⁶¹

⁵⁸ Westermark & Lagercrantz (2013), s. 203 f. Se även Nials utlåtande i AMN 1987:03. En annan sak är att sådana illojala motiv ytterst sällan torde redovisas i emissionsbeslutet.

⁵⁹ Westermark & Lagercrantz (2013), s. 203 f.

⁶⁰ 7 kap. 50 § aktiebolagslagen.

⁶¹ 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.

5 Riktade nyemissioner i aktiemarknadsbolag

5.1 Inledning

När ett noterat bolag genomför en riktad nyemission måste emissionens förenlighet bedömas dels gentemot de aktiebolagsrättsliga reglerna, dels gentemot aktiemarknadsrätten. Ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv är det främst fråga om det finns godtagbara skäl till att avvika från företrädesrätten eller om det kan finnas motiv bakom beslutet som riskerar att medföra en överträdelse av generalklausulen. I ett aktiemarknadsrättsligt hänseende är frågan framför allt huruvida emissionen anses förenlig med god sed.

I de följande avsnitten kommer, i linje med denna uppdelning, kravet på godtagbara skäl inledningsvis att behandlas. Därefter redogörs kort för teckningskursens betydelse och emissionens inverkan på ägarförhållandena i bolaget. Avslutningsvis analyseras hur kretsen av teckningsberättigade i nyemissionen påverkar bedömningen av emissionens förenlighet med lag och självreglering.

5.2 Godtagbara skäl och god sed

Syftet med 13 kap. 4 § 4 st. aktiebolagslagen är att tillförsäkra aktieägarna en möjlighet att bedöma om de skäl som anges i nyemissionsbeslutet för att avvika från företrädesrätten är godtagbara. Det finns emellertid inte någon uppräkningslista i aktiebolagslagen av vilka skäl som anses godtagbara, utan den enda begränsning som torde finnas är att de skäl som anförs inte får innebära att beslutet blir otillbörligt. Med ”godtagbara skäl” förstås följaktligen sådana skäl som typiskt sett bedöms vara förenliga med generalklausulen.⁶²

De godtagbara skälen till att genomföra riktade nyemissioner kan indelas i två undergrupper. Den ena gruppen består av sådana fall där syftet med nyemissionen överhuvudtaget inte kan tillgodoses genom en företrädesemission (grupp 1). När avvikelsen från företrädesrätten motiveras av skäl hänförliga till denna grupp är beslutet om riktad nyemission ofta okontroversiellt, eftersom syftet med emissionen inte hade varit möjligt att uppfylla genom en företrädesemission. Den andra gruppen består av sådana fall där syftet i och för sig i allmänhet skulle kunna tillgodoses genom en företrädesemission men där en sådan av olika anledningar bedömts inte vara lämplig eller möjlig i det aktuella fallet (grupp 2). Om skälet till avvikelsen

⁶² Jfr Westermark & Lagercrantz (2013), s. 223.

från företrädesrätten tillhör denna grupp kan nyemissionsbeslutet uppfattas som mer kontroversiellt från de befintliga aktieägarnas sida.⁶³

Kollegiet har i sin rekommendation om riktade emissioner förklarat att skäl som anses vara aktiebolagsrättsligt godtagbara normalt även får anses godtagbara från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, under förutsättning att det på ”objektiva grunder” ligger i aktieägarnas intresse. Som exempel på objektivt godtagbara skäl nämner Kollegiet önskan att få in nya och strategiskt betydelsefulla aktieägare i bolaget (grupp 1), risken för att emissionen inte fulltecknas, kostnaderna för emissionen samt tidsaspekten (grupp 2).⁶⁴ En för framställningen viktig omständighet är att Kollegiet i rekommendationen även framhåller att en emission som riktas till en eller flera aktieägare, eller till en grupp där en eller flera aktieägare ingår, i sig inte är oförenlig med generalklausulen eller god sed på aktiemarknaden, utan att förenligheten beror på omständigheterna i det enskilda fallet. Enligt Kollegiet ska härvid särskild uppmärksamhet riktas mot att någon otillbörlig fördel för aktieägare till nackdel för annan aktieägare inte uppstår.⁶⁵

Efter utfärdandet av Kollegiets rekommendation uppstod viss osäkerhet i fråga om riktade nyemissioner till befintliga aktieägare, sedan Kollegiet lämnat de jävsfrågor som kan uppstå i dessa sammanhang obehandlade. Särskilt uppstod frågan huruvida det anses förenligt med god sed att befintliga aktieägare, som ska erhålla tilldelning i en riktad kontantemission, tillåts rösta vid en stämma som har att besluta om emissionen.⁶⁶ Eftersom Aktiemarknadsnämnden bland annat i initiativavgörandet AMN 2002:02 uttalat att dessa aktieägare ”inte [bör] delta i stämmans emissionsbeslut”, såg sig Kollegiet sannolikt föranlett att förtydliga sin rekommendation.⁶⁷ Följaktligen klargjorde Kollegiet i sin årsrapport för 2020 att rekommendationen inte innehåller något förbud för en befintlig aktieägare att delta vid en omröstning om riktad emission där denne ska erhålla tilldelning, utan att frågan får avgöras av ägaren själv.⁶⁸

5.3 Emissionsrabatt och utspädning

Riktade nyemissioners förenlighet med lag och självreglering kan – utöver kravet på objektivt godtagbara skäl, som under alla omständigheter måste uppfyllas för att få genomföra en riktad emission – sägas vara beroende av tre faktorer. För det första om emissionen genomförs med för stor rabatt, för det andra om emissionen medför att styrkeförhållandena mellan bolagets

⁶³ Westermarck & Lagercrantz (2013), s. 223 ff.

⁶⁴ Kollegiets rekommendation, s. 2.

⁶⁵ Kollegiets rekommendation, s. 3.

⁶⁶ Att detta är aktiebolagsrättsligt godtagbart är oomstritt. Jfr 7 kap. 46 § aktiebolagslagen. Se även Skog (2004), s. 21.

⁶⁷ AMN 2002:02. Se även AMN 2003:20 och 2003:33.

⁶⁸ Kollegiets årsrapport 2020, s. 8.

aktieägare rubbas och för det tredje om den riktas till vissa befintliga aktieägare.⁶⁹ Att utförligt redogöra för samtliga faktorer låter sig inte göras i denna framställning, utan här ska endast kort nämnas något om de två förstnämnda. Den tredje faktorn behandlas i följande avsnitt.

Möjligheten att genomföra en riktad emission till rabatt motiveras av att bolaget ska kunna säkerställa emissionens genomförande, varför en viss emissionsrabatt som utgångspunkt är såväl aktiebolags- som aktiemarknadsrättsligt tillåten. Hur stor rabatten får vara utan att emissionsbeslutet strider mot generalklausulen finns inget generellt svar på, utan en samlad bedömning av omständigheterna måste göras i varje enskilt fall.⁷⁰ För det fall bolaget befinner sig i en finansiell kris anses exempelvis möjligheten till rabatt vara större än om emissionen sker under mer normala omständigheter.⁷¹ Generellt sett kan dock rabatter upp till tio procent sägas ligga inom gränsen för det tillåtna.⁷²

Vidare är flera av aktiebolagslagens minoritetsskyddsregler och minoritetsrättigheter kopplade till ägar- och röstandelar i bolaget, varav de första inträder vid en ägarandel om tio procent.⁷³ En riktad nyemission som omfattar ett stort antal aktier riskerar således att förskjuta maktbalansen i bolaget eftersom bolagets övriga aktieägare därigenom späds ut. I de flesta fall är det en konsekvens som aktieägarna får acceptera om det i övrigt finns godtagbara skäl för emissionen. Finns emellertid ett illojalt syfte att ändra maktförhållandena i bolaget kan beslutet vara otillbörligt och därmed strida mot generalklausulen.⁷⁴

5.4 Riktade nyemissioner till befintliga aktieägare

Möjligheten att rikta en nyemission till en eller flera befintliga aktieägare är en fråga av stor praktisk betydelse. Ofta när bolag ska genomföra en kapitalanskaffning förutsätter utomstående investerare som vill satsa riskkapital i bolaget att de befintliga huvudägarna deltar i emissionen. I Sverige är frågan emellertid känslig, vilket många gånger kan ställa till problem, särskilt då internationella investerare deltar i processen.⁷⁵ Att frågan är känslig kan delvis förklaras av praktiska skäl. En emission som riktas till en eller flera befintliga aktieägare kommer för det första att förändra den röstmässiga relationen mellan de aktieägare som tillåts delta i emission och

⁶⁹ Jfr Westermark & Lagercrantz (2013), s. 231.

⁷⁰ Se t.ex AMN 2004:15.

⁷¹ AMN 2002:02. Se även AMN 2006:18.

⁷² Prop. 1975:103, s. 331. Se även Skog (2004), s. 23 f. och Skog (2020), s. 55 f.

⁷³ Sandström (2020), s. 204 ff.

⁷⁴ Se bl.a. Svea hovrätts dom i mål nr T 1849/88.

⁷⁵ Jfr Westermark & Lagercrantz (2013), s. 238.

de som inte gör det. För det andra kommer emissionen, om den sker till rabatt, ge en ekonomisk favör till de aktieägare som har rätt att delta i emissionen på bekostnad av de aktieägare som inte har det.⁷⁶ Detta är emellertid inte någon unik svensk företeelse, varför den svenska restriktiviteten bättre förklaras av historiska faktorer. När frågan behandlades i samband med att riktade emissioner infördes i svensk rätt, anförde lagutskottet i LU 1973:19 att en riktad nyemission till viss eller vissa aktieägare endast kan äga rum om det finns objektivt godtagbara skäl och att det torde vara ”synnerligen ovanligt” att så är fallet.⁷⁷ Någon närmare motivering till uttalandet angavs inte av lagutskottet och i vilken utsträckning uttalandet alltså kan anses ge uttryck för gällande rätt är inte helt klart. På senare tid tycks rättsutvecklingen snarare ha gått i motsatt riktning. I Ds 2012:37 anförde utredaren bland annat att lagutskottets uttalande av flera skäl måste ”anses passerat av tiden”, samt att aktiebolagslagen inte lägger några andra hinder i vägen än vad som följer av generalklausulen.⁷⁸ I den efterföljande propositionen instämde regeringen i utredarens synpunkter, men noterade samtidigt att lagtexten i sig inte hindrar riktade emissioner till befintliga aktieägare. Någon ändring i lagtexten i förtydligande syfte ansågs därför inte nödvändig.⁷⁹ Medan det möjligen kan anläggas synpunkter på en ”lagstiftningsteknik” som innebär att man bara ersätter ett förarbetsuttalande med ett annat, får regeringens inställning sannolikt tolkas som ett klagande av rättsläget.

Frågan huruvida nyemissioner som riktas till vissa befintliga aktieägare ska bedömas annorlunda än nyemissioner som riktas till utomstående har aldrig prövats i allmän domstol. De gånger nyemissioner till befintliga aktieägare varit föremål för prövning har målen antingen förlikts eller haft inslag av andra moment som påverkat utgången. I det mest renodlade fallet riktades en emission av konvertibler till vissa befintliga aktieägare som även var anställda i bolaget. Kärändens inställning var att emissionen stred mot generalklausulen då de teckningsberättigade aktieägarna, på grund av en kraftig emissionsrabatt, gavs en otillbörlig fördel till nackdel för övriga ägare. Hovrätten meddelade inhibition men parterna förliktes innan Högsta domstolen fick möjlighet att pröva frågan.⁸⁰ Att hovrätten meddelade inhibition kan möjligen ses som att den ansåg att det åtminstone fanns en risk för att emissionen stred mot generalklausulen. En viktig omständighet lär emellertid ha varit den stora emissionsrabatten men eftersom frågan aldrig prövades är det svårt att dra någon slutsats av fallet.

Aktiemarknadsnämnden har behandlat tillåtligheten av riktade emissioner till befintliga aktieägare i några avgöranden.⁸¹ I initiativavgörandet AMN 2002:02 uttryckte nämnden, med hänvisning till 1973 års

⁷⁶ Jfr Skog (2004), s. 24.

⁷⁷ Prop. 1973:93, s. 129; LU 1973:19, s. 45.

⁷⁸ Ds 2012:37, s. 45–46.

⁷⁹ Prop. 2013/14:86, s. 65 ff.

⁸⁰ Svea hovrätts dom i mål nr Ö 1845/84.

⁸¹ Se AMN 1987:03, 1987:04, 2002:02, 2002:15 och 2006:48.

förarbetsuttalande, att det får anses befogat att upprätthålla en mer restriktiv syn när en nyemission riktas till vissa aktieägare än i andra fall samt att en åtgärd ”som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.”⁸² I Kollegiets rekommendation från 2014, som i sin helhet ersatt AMN 2002:02, heter det istället att en emission som riktas till en eller flera aktieägare i sig inte är oförenlig med generalklausulen eller god sed på aktiemarknaden men att ”särskild uppmärksamhet bör riktas mot att otillbörlig fördel för aktieägare till nackdel för annan aktieägare inte uppstår.”⁸³

Enligt min mening ska Kollegiets rekommendation tolkas så, att de yttre ramarna för en riktad emissions förenlighet med lag och självreglering ges av generalklausulen och att denna ska tillämpas på samma sätt, oavsett om emissionen riktas till en befintlig aktieägare eller utomstående. En sådan slutsats förefaller logisk eftersom generalklausulen, till sin ordalydelse, inte gör skillnad på otillbörlighet som är till förmån för aktieägare och otillbörlighet som är till förmån för annan. Det sagda innebär emellertid inte att de rättsliga förutsättningarna för att rikta en nyemission till aktieägare och utomstående i praktiken är likställda. Eftersom skälen till avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt vid en riktad nyemission ska genomgå samma prövning, oavsett om emissionen riktas till befintliga aktieägare eller annan, innebär det att det i praktiken finns färre godtagbara skäl att rikta en emission till vissa befintliga aktieägare än till utomstående investerare.

En tämligen vanligt förekommande situation är att en befintlig aktieägare ges teckningsrätt i en riktad nyemission, av någon annan anledning än att denne är just en befintlig aktieägare. Så är exempelvis fallet då nyemissionen riktas till aktieägaren i dennes egenskap av anställd, institutionell investerare eller emissionsgarant. Huruvida den egenskap i vilken en befintlig aktieägare tillåts delta i en riktad nyemission är av aktiebolags- eller aktiemarknadsrättslig relevans är delvis oklart. Aktiemarknadsnämnden har, från synpunkten god sed på aktiemarknaden, uttalat att om en befintlig aktieägare ingår i kretsen teckningsberättigade i en riktad emission, denne i vissa fall är att betrakta som en utomstående investerare, förutsatt att ”aktieinnehavet representerar en obetydlig andel av aktierna i bolaget”.⁸⁴ Enligt Skog är det inte osannolikt att ett sådant synsätt kan tillämpas även vid en renodlad aktiebolagsrättslig tillämpning, särskilt i fall där emissionskursen ligger nära aktiernas marknadsvärde.⁸⁵ Äger den befintliga aktieägaren

⁸² AMN 2002:02. För vidare läsning om den s.k. riskzonsprincipen, se Sjöman (2013), s. 215–225 och Sjöman (2022), s. 1081–1086.

⁸³ Kollegiets rekommendation, s. 3.

⁸⁴ AMN 2002:02.

⁸⁵ Skog (2004), s. 25.

emellertid redan en icke obetydlig andel av bolagets aktier, tycks Skog mena att emissionen riskerar att vara aktiebolagsrättsligt otillåten.⁸⁶

För egen del har jag svårt att se att den teckningsberättigades ägarandel (före emissionen) skulle vara av direkt relevans för den aktiebolagsrättsliga bedömningen. Förutsatt att det över huvud taget föreligger objektivt godtagbara skäl att genomföra en riktad nyemission och det i övrigt inte finns några illojala motiv bakom beslutet, torde de relevanta faktorerna främst vara teckningskursen och utspädningseffekten. Så länge emissionskursen är marknadsmässig och ägarförhållandena i bolaget inte väsentligen rubbas, torde emissionen inte strida mot generalklausulen. Låt vara att risken för att så sker är större om den teckningsberättigade redan har en stor ägarandel i bolaget.

Avslutningsvis ska något nämnas om så kallade tudelade emissionsförfaranden. Härmed avses emissionsupplägg där bolaget på kort tid fattar två nyemissionsbeslut som hänger samman med varandra. Först fattar styrelsen beslut om en riktad nyemission till vissa befintliga aktieägare, villkorat av bolagsstämans efterföljande godkännande.⁸⁷ Därefter godkänner bolagsstämman den riktade emissionen och fattar beslut om en företrädesemission, i vilken de aktieägare som tecknat aktier i den riktade emissionen avstår från att utnyttja sina teckningsrätter. Förutsatt att de som tecknat aktier i den riktade emissionen inte har erbjudits fler aktier än vad de har erbjudits i företrädesemissionen, och teckningskursen är densamma i båda emissionerna, torde förfarandet vara såväl aktiebolags- som aktiemarknadsrättsligt oproblemiskt.⁸⁸

⁸⁶ Skog (2004), s. 26.

⁸⁷ 13 kap. 31 § aktiebolagslagen.

⁸⁸ Skog (2004), s. 26 f.

6 Avslutande kommentarer

Aktieägarnas principiella företrädesrätt är sedan länge rotad i svensk rätt. Att avvikelser från företrädesrätten är tillåtet har emellertid stått klart alltsedan 1973. Däremot råder fortfarande viss oklarhet kring regleringen, särskilt i fråga om kontantemissioner riktade till vissa befintliga aktieägare, vilket vållar problem i den praktiska rättstillämpningen och försvårar kapitalanskaffningen för noterade aktiebolag. Framställningen har därför tagit sikte på denna specifika fråga.

Såsom utredningen kunnat påvisa uppställs i aktiebolagsrättsligt hänseende huvudsakligen två krav för genomförandet av en riktad nyemission. Det första är att beslutet, eller i förekommande fall bemyndigandet, ska fattats av erforderlig majoritet. Det andra är att skälen till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt och grunderna för teckningskursen ska anges i beslutet eller beslutsförslaget. Förutsatt att båda dessa krav är uppfyllda, förefaller den enda begränsningen för en riktad nyemissions förenlighet med aktiebolagslagen vara att skälen till avvikelserna från företrädesrätten inte får medföra att beslutet blir otillbörligt. Eftersom generalklausulen inte gör skillnad på otillbörlighet till förmån för aktieägare och otillbörlighet till förmån för annan, ska bedömningen härvid göras på samma sätt, oavsett om emissionen riktas till utomstående investerare eller vissa befintliga aktieägare. Låt vara att de rättsliga förutsättningarna för att rikta en nyemission till vissa befintliga aktieägare generellt sett är färre än i andra fall.

Historiskt sett har ramarna för att genomföra en riktad emission till befintliga aktieägare, ur ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv, ansetts vara snävare än de ramar som uppställs av den aktiebolagsrättsliga generalklausulen. Utredningen visar dock att detta restriktiva förhållningsätt under senare år förändrats. Eftersom AMN 2002:02 i sin helhet ersatts av Kollegiets rekommendation, måste den senare tillmätas större vikt beträffande god sed vid riktade kontantemissioner. Rekommendationen anger att emissioner som riktas till en eller flera aktieägare, eller till en grupp där en eller flera aktieägare ingår, inte i sig är oförenlig med generalklausulen eller god sed på aktiemarknaden utan att förenligheten beror på omständigheterna i det enskilda fallet. Mot denna bakgrund torde det, om än med viss försiktighet, kunna konstateras att kretsen av teckningsberättigade inte är av avgörande betydelse för en riktad nyemissions förenlighet med lag och självreglering. En annan sak är att god sed ålägger noterade bolag en större skyldighet än vad som följer av aktiebolagslagen att, i samband med riktade nyemissioner, redogöra för skälen till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt och andra emissionsvillkor.

Slutsatsen att de rättsliga förutsättningarna för att rikta en nyemission till vissa befintliga aktieägare generellt sett är färre än i andra fall, samt att en sådan emissions förenlighet med god sed beror på omständigheterna i det

enskilda fallet, är måhända av begränsat värde. Mot bakgrund av vad som presenterats i utredningen är det dock möjligt att formulera några generella riktlinjer.

För att vara förenlig med lag och självreglering får en nyemission, riktad till vissa befintliga aktieägare, inte betingas av något illojalt syfte. Ett sådant syfte kan exempelvis vara att gynna vissa aktieägare på andra aktieägares bekostnad eller att minska någon eller några aktieägares inflytande i bolaget. Viktiga faktorer att beakta är teckningskursen och utspädningseffekten. I normalfallet torde en emissionsrabatt över tio procent och/eller en utspädning som innebär att ägarförhållandena i bolaget väsentligen rubbas, exempelvis genom att minoritetsrättigheter sätts ur spel, inte vara förenlig med lag eller självreglering. För bolag som befinner sig i en finansiell kris torde möjligheten till emissionsrabatt och utspädning däremot vara större. Kretsen av teckningsberättigade förefaller inte i sig vara av avgörande betydelse. En omständighet som, ur aktiemarknadsrättslig utgångspunkt, kan vara av betydelse är emellertid vilka aktieägare som röstar för ett beslut om riktad nyemission till vissa aktieägare. Enligt Kollegiet finns det ingenting som förbjuder en aktieägare att delta vid en omröstning om riktad emission där denne ska erhålla tilldelning, utan frågan får avgöras av ägaren själv. Förhåller det sig emellertid så, att de teckningsberättigades röster krävs för att beslutet ska uppnå erforderlig majoritet, är åtminstone min uppfattning att dessa aktieägare inte utan noggrant övervägande bör delta i stämmans emissionsbeslut. Avseende tudelade emissionförfaranden torde dessa i regel vara oproblematiske, såväl aktiebolags- som aktiemarknadsrättsligt. Avslutningsvis, och under alla omständigheter, krävs att noterade bolag, för att genomföra en riktad nyemission, kan redovisa objektivt godtagbara skäl för emissionen.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Utredningsbetänkanden

SOU 1941:9 II Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m. [cit. SOU 1941:9 II].

SOU 1972:63 Näringslivets försörjning med riskkapital från Allmänna pensionsfonden [cit. SOU 1972:63].

Propositioner

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

Prop. 1975:103 Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m. [cit. prop. 1975:103].

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag [cit. prop. 2004/05:85].

Prop. 2013/14:86 Förenklingar i aktiebolagslagen [cit. prop. 2013/14:86].

Utskottsbetänkanden

LU 1973:19 Lagutskottets betänkande i anledning av Kungl. Maj:ts proposition 1973:93 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. jämte motioner [cit. LU 1973:19].

Departementspromemorior

Ds 2012:37 Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag [cit. Ds 2012:37].

Övrigt offentligt tryck

FI Dnr 18-20866 Stabiliteten i det finansiella systemet [cit. FI Dnr 18-20866].

Litteratur

Afrell, L., *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Afrell (2021)].

Andersson, J. & Pehrson, L., *Likhetsprincipen och generalklausulerna*, i: Svernlöv, C. (red.), *Aktiebolagslagens minoritetsskydd*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm, 2008 [cit. Andersson & Pehrson (2008)].

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, 6 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2021 [cit. Bergström & Samuelsson (2021)].

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Om intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner*, i: Nord, G. & Thorell, P. (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm, 2006 [cit. Bergström & Samuelsson (2006)].

Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 3 uppl., Iustus, Uppsala, 2021 [cit. Eklund & Stattin (2021)].

Johansson, S., *Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”Leo-området”*, i: Munck, J. & Skog, R., *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm, 2011 [cit. Johansson (2011)].

Johansson, S., *Bolagsstämma*, Juristförlaget, Stockholm, 1990 [cit. Johansson (1990)].

Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*, i: Nääv, M. & Zamboni, M., *Juridisk metodlära*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2018 [cit. Kleineman (2018)].

Lehrberg, B., *Praktisk juridisk metod*, 12 uppl., Iusté, Uppsala, 2020 [cit. Lehrberg (2020)].

Lindskog, S., *I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Lindskog (2021)].

Lundius, M., *Något om förfarandet i Aktiemarknadsnämnden*, i: Lidman, E. & Sjöman, E. (red.), *Festskrift till Rolf Skog*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2022 [cit. Lundius (2022)].

Myers, S. C., The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, vol. 39 nr 3, 1984 [cit. Myers (1984)].

Nerep, E., *Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Stiftelsen MercurIUS, Stockholm, 2003 [cit. Nerep, (2003)].

Sandström, T., *Svensk Aktiebolagsrätt*, 7 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2020 [cit. Sandström (2020)].

Sjöman, E., *Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten*, i: Lundius, M., Boman, R., Skog, R. (red.), *Aktie, aktiebolag och aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck*, Corporate Governance Forum, Stockholm, 2013 [cit. Sjöman (2013)].

Sjöman, E., *Aktiemarknadsnämnden som lagtolkare*, i: Lidman, E. & Sjöman, E. (red.), *Festskrift till Rolf Skog*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2022 [cit. Sjöman (2022)].

Skog, R. & Rodhe, K., *Rodhes aktiebolagsrätt*, 26 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2018 [cit. Skog (2020)].

Skog, R., *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag*, i: Skog, R. (red.), *Nyemission av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm, 2004 [cit. Skog (2004)].

Stattin, D., *Takeover: om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 3 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2020 [cit. Stattin (2020)].

Söderström, R., *Kapitalmarknadsrätt*, 2 uppl., Iustus, Uppsala, 2019 [cit. Söderström (2019)].

Westermarck, D. & Lagercrantz, M., *Om nyemission*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2013 [cit. Westermarck & Lagercrantz (2013)].

Örtengren, T., *Notering på börs och handelsplattform*, i: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2021 [cit. Örtengren (2021)].

Övrigt

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden

Stadgar för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (inklusive ändringar antagna på ordinarie föreningsmöte den 2 juni 2022) [cit. Stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden].

Kollegiet för svensk bolagsstyrning

Kollegiet för svensk bolagsstyrnings rekommendation den 21 november 2014 om god sed vid riktade kontantemissioner i börsbolag [cit. Kollegiets rekommendation].

Kollegiet för svensk bolagsstyrnings årsrapport 2020 [cit. Kollegiets årsrapport 2020].

Nasdaq Nordic

Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Harmonized part effective 1 February 2021 [cit. Nasdaqs Regelverk].

Elektroniska källor

Benson, P., Hundratalet börsbolag i riskzon för krisemission, *Affärsvärlden*, 2022-02-17, <https://www.affarsvarlden.se/kronika/hundratalet-borsbolag-i-riskzon-for-krisemission>. Hämtad 2022-11-07 [cit. Affärsvärlden (2022)].

EY Sverige, Pressmeddelande: Antalet IPO:s slog i taket 2021 – så blir 2022, 2022-01-20, https://www.ey.com/sv_se/news/2022/01/antalet-ipos-slog-i-taket-2021-sa-blir-2022. Hämtad 2022-11-07 [cit. EY (2022a)].

EY Sverige, Pressmeddelande: Den globala IPO-marknaden bromsade in kraftigt under Q1, 2022-04-11, https://www.ey.com/sv_se/news/2022/04/den-globala-ipo-marknaden-bromsade-in-kraftigt-under-q1. Hämtad 2022-11-07 [cit. EY (2022b)].

Thambert, F., 2021 ett rekordår på börsen: Man ska vänta sig en tråkigare utveckling, *Dagens Nyheter*, 2021-12-28, <https://www.dn.se/ekonomi/2021-ett-rekordar-pa-borsen-man-ska-vanta-sig-en-trakigare-utveckling/>. Hämtad 2022-11-07 [cit. DN (2021)].

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1985 s. 343.

Hovrätterna

Svea hovrätts dom i mål nr T 1849/88.

Svea hovrätts dom i mål nr Ö 1845/84.

Aktiemarknadsnämnden

AMN 1987:03.

AMN 1987:04.

AMN 2002:02.

AMN 2002:15.

AMN 2003:20.

AMN 2003:33.

AMN 2004:15.

AMN 2006:18.

AMN 2006:48.

AMN 2016:28.

AMN 2021:41.

AMN 2022:36.