

Innehåll

FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 BAKGRUND.....	4
1.2 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNINGAR.....	5
1.3 AVGRÄNSNINGAR.....	5
1.4 METOD OCH MATERIAL.....	6
1.5 UPPSATSENS DISPOSITION	8
2 UTGÅNGSPUNKTER.....	9
2.1 AKTIEMARKNADSRÄTTENS SYFTEN	9
2.2 SKYDDSINTRESSEN I RIKTADE EMISSIONER.....	9
2.2.1 <i>Befintliga aktieägares skydd</i>	9
2.2.2 <i>Kapitalanskaffning för aktiemarknadsbolag</i>	11
3 RÄTTSLIG REGLERING	12
3.1 HISTORISK TILLBAKABLICK	12
3.1.1 <i>Riktade emissioners tillkomst</i>	12
3.1.2 <i>Leo-affären</i>	12
3.2 REGLERINGEN I LAG	13
3.2.1 <i>Beslutsfattandet</i>	13
3.2.2 <i>Aktieägarskyddet</i>	14
4 AKTIEMARKNADENS SJÄLVREGLERING	18
4.1 GOD SED PÅ AKTIEMARKNADEN.....	18
4.2 GODTAGBARA SKÅL OCH GOD SED	18
4.3 GOD SED VS GENERALKLAUSULEN	19
5 VILLKORENS BETYDELSE	21
5.1 TECKNINGSKURSEN	21
5.2 TECKNINGSBERÄTTIGADE.....	22
6 ÄR DAGENS REGLERING ÄNDAMÅLSENLIG?	25
7 HUR BÖR RIKTADE EMISSIONER REGLERAS I STÄLLET?.....	27
8 AVSLUTANDE KOMMENTARER.....	30
KÄLLFÖRTECKNING	31

Summary

One of the great advantages of being a publicly listed company is being able to carry out a public cash issue of shares. The main rule for such an issue is that the company's existing shareholders have pre-emption rights to the new shares in relation to the number of shares they own, a so-called rights issue.

There is an exception to the main rule of rights issue, through which an issue can be directed to a specific group of investors. This is called a directed issue, and while this is often a more time- and cost-effective way to carry out a share issue, existing shareholders also risk suffering damage through dilution. Thus, there are various conflicting interests that must be satisfied within the framework of the regulations. The thesis maps out the conditions under which a directed issue can be considered compatible with both the Swedish Companies Act (2005:551) and the self-regulation of the Swedish securities markets. The thesis also examines whether the current regulation sufficiently fulfills its purpose with the recent years' development of the Swedish stock market in mind, specifically on the smaller markets.

The thesis shows that the current requirements on the completion of directed issues do not sufficiently ensure effective shareholder protection. The legislation does not seem to have kept up with developments of the stock market. Listed Swedish companies have taken advantage of this in order to raise capital more easily, which happened at the expense of the shareholders. A conclusion is thus that the regulation of targeted issues needs to be adapted to what the stock market and share ownership look like in Sweden today.

Lastly, a solution to the problem is discussed. A proposal is put forward that the most advantageous way would be to deprive the board of the possibility to decide on a directed issue on authorization from the general meeting of the shareholders according to Chapter 13, Section 35 of the Swedish Companies Act.

Sammanfattning

En av de stora fördelarna med att vara ett aktiemarknadsbolag är möjligheten att kunna vända sig till allmänheten och genomföra en kontantemission av aktier. Utgångspunkten vid en sådan emission är att bolagets befintliga aktieägare har företrädesrätt till att teckna nya aktierna i förhållande till det antal aktier de äger, en s.k. företrädesemission.

Det finns ett undantag till utgångspunkten om företrädesemission, genom vilket en emission kan riktas till en specifik krets av investerare, som får en möjlighet att teckna samtliga aktier. Dessa kallas riktade emissioner, och medan dessa kan vara ett tids- och kostnadseffektivt sätt genomföra en nyemission, så riskerar samtidigt också befintliga aktieägare att lida skada genom värde- och inflytandemässig utspädning. Det finns således olika motstående intressen som ska tillgodoses inom ramen för områdets reglering. Framställningen kartlägger förutsättningarna under vilka en riktad emission kan anses förenlig med såväl aktiebolagsrätten som den aktiemarknadsrättsliga självregleringen. Uppsatsen undersöker också huruvida den nu gällande regleringen tillräckligt tillgodoser dess syfte och ändamål. Detta görs särskilt mot bakgrund av den utveckling som skett på den svenska aktiemarknaden på senare tid, särskilt på de mindre listorna.

Framställningen visar att de krav som idag ställs på genomförande av riktade emissioner inte tillräckligt säkerställer ett effektivt aktieägarskydd, och att lagstiftningen till synes inte hängt med utvecklingen på aktiemarknaden. Svenska aktiemarknadsbolag har utnyttjat detta för att enklare kunna resa nytt kapital, vilket skett på aktieägarnas bekostnad. En slutsats är således att regleringen av riktade emissioner behöver anpassas efter hur aktiemarknaden och det svenska aktieägandet ser ut idag.

Avslutningsvis diskuteras en lösning på problemet. Härigenom föreslås att det mest ändamålsenliga torde vara att frånta styrelsens möjligheten att besluta om riktad emission på bemyndigande enligt 13 kap. 35 §.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämndens uttalanden
First North	Nasdaq First North Growth Market
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning
Kollegiet	Kollegiet för svensk bolagsstyrning
NGM	Nordic Growth Market
Nämnden	Aktiemarknadsnämnden
Spotlight	Spotlight Stock Market
1944 års ABL	Lag (1944:705) om aktiebolag
1975 års ABL	Aktiebolagslag (1975:1385)

1 Inledning

1.1 Bakgrund

En börsintroduktion sker ofta då ett bolag behöver tillföras kapital för att kunna driva verksamheten vidare på önskvärt vis. Efter börsnoteringen är det regel, snarare än undantag, att bolaget återvänder till aktiemarknaden för att resa ytterligare kapital. Inte sällan väljer bolaget i detta syfte att genomföra en nyemission, med vilket avses att ett bolag utfärdar nya finansiella instrument mot ersättning.¹

Nyemissioner kan genomföras i ett antal olika former. Den vanligaste formen är företrädesemissioner, vilket innebär att befintliga aktieägare ges en företrädesrätt att teckna nya aktier i bolaget i förhållande till deras befintliga innehav. På detta vis ges samtliga befintliga aktieägare en möjlighet att behålla samma ägarandel i bolaget genom att delta i nyemissionen. Således kan rättsförhållandet mellan aktieägare, såväl kapital- som röstmässigt, kvarstå på samma sätt som om någon nyemission inte hade genomförts. Av denna anledning föranleder företrädesemissioner i allmänhet inte någon rättslig problematik och publika bolag ska som utgångspunkt använda sig av denna form för emission.² Det finns dock ett undantag till denna utgångspunkt; riktade emissioner. Riktade emissioner skiljer sig från företrädesemissioner på så vis att befintliga aktieägare inte har en företrädesrätt att teckna de nya aktier som erbjuds i bolaget. I stället riktas emissionen till en begränsad krets av investerare som får möjlighet att teckna samtliga aktier i emissionen.

Att frångå företrädesrätten för befintliga ägare genom en riktad emission är ofta ett mer tids- och kostnadseffektivt sätt att genomföra en kapitalanskaffning för aktiemarknadsbolag. Samtidigt missgynnas dock befintliga ägare vars innehav efter emissionen kommer uppgå till en mindre ägarandel i bolaget genom så kallad utspädning. Av denna anledning kan

¹ Ds 2012:37, s. 19.

² Kollegiet, s. 1.

riktade emissioner föranleda vissa rättsliga problem, särskilt vad gäller skydd av mindre aktieägares ställning. Det finns därför aktiemarknadsmässig reglering som till stor del syftar till att begränsa användningen av riktade emissioner. Denna reglering återfinns såväl i lag som i omfattande självreglering från aktörer på aktiemarknaden. Likväl har listade bolag, särskilt under senare år, allt oftare beslutat om att genomföra riktade emissioner och till allt större rabatter. För detta får Sveriges numera rekordmånga aktieägare betala priset.³

Framställningen har primärt fokuserat på Sveriges mindre marknadsplatser, vilka är Spotlight Stock Market, Nasdaq First North och Nordic Growth Market (NGM). Anledningen är att mindre bolag som är listade på dessa marknadsplatser, oftare än till exempel noterade bolag på Large Cap behöver återvända till aktiemarknaden för att resa ytterligare kapital, eftersom de mindre bolagen ofta inte är lönsamma än. Problematiken kring riktade emissioner illustreras således väl på dessa marknadsplatser.

1.2 Syfte och frågeställningar

Framställningens syfte består i huvudsak av två delar. Dels undersöka de rättsliga förutsättningarna för ett aktiemarknadsbolag att genomföra en riktad emission *de lege lata*, dels analysera och diskutera hur regelverket eventuellt skulle kunna förbättras för att bättre tillgodose reglerings syfte, alltså utformningen *de lege ferenda*. De frågeställningar som uppsatsen ska svara på för att uppnå detta syfte är 1) under vilka förutsättningar en riktad emission är förenlig med lag och självreglering, samt 2) om det nu gällande regleringen är ändamålsenligt och om nej, hur den i så fall skulle kunna utformas i stället.

1.3 Avgränsningar

I enlighet med framställningens övergripande syfte har också ett antal begränsningar varit nödvändiga. Här bör påpekas framför allt att framställningen tar fokus på kontantemissioner av aktier. Således behandlas

³ Euroclear, 2022.

inte nyemissioner av andra finansiella instrument eller apportegendom. Även andra avtal som ofta förekommer i samband med nyemissionen i aktiemarknadsbolag såsom teckningsförbindelser och garantiavtal kommer att utelämnas från framställningen. Nämnade avgränsningar har gjorts mot bakgrund av att det bortvalda inte har någon direkt relevans för syfte och frågeställningar.

1.4 Metod och material

För att bäst uppfylla syftet och besvara frågeställningarna författas framställningen i huvudsak utifrån en rättsdogmatisk metod. Detta är en väletablerad metod och innebär i korthet att gällande rätt analyseras mot bakgrund av traditionella rättskällor genom rättslig systematisering och tolkning.⁴ Mot bakgrund av uppsatsens avsikt, att föra ett de lege ferenda-resonemang, kommer även en kritisk rättsdogmatisk metod att tillämpas. Denna är väldigt lik den sedvanliga rättsdogmatiska metoden, med skillnaden att det sker en kritisk granskning av den rättsdogmatiska lösningen, dess konsekvenser och eventuella alternativ.⁵

Här bör också lyftas att den omfattande aktiemarknadsrättsliga självregleringen, inte utgör en del av de traditionella rättskällorna ur ett strikt rättsdogmatiskt synsätt. Den aktiemarknadsrättsliga självregleringen består framför allt av sådana regler som bolag underkastar sig genom att ta upp sina aktier till handel på en reglerad marknad. Dessa regler består av okonventionella rättskällor såsom Svensk kod för bolagsstyrning och regelverken för emittenter på Nasdaq, Spotlight Stock Market eller NGM. Tillämpningen av dessa regelverk är föremål för övervakning av framför allt Aktiemarknadsnämnden, vilken har befogenhet att granska i princip varje åtgärd som ett aktiemarknadsbolag i Sverige vidtar och kan uttala sig om huruvida enskilda åtgärder utgör god sed på aktiemarknaden eller inte.⁶ Dessutom utför respektive marknadsplats en övervakning av alla bolag vilka

⁴ Kleineman, s. 29–30.

⁵ Kleineman, s. 35–36.

⁶ Afrell & Jansson, s. 99–100.

är listade på denna och har egna disciplinkommittéer. Vidare har Kollegiet för svensk bolagsstyrning en viktig uppgift på aktiemarknaden. Genom att utfärda rekommendationer utvecklar Kollegiet Koden som tillämpas av aktiemarknadsbolag enligt en följ-eller förklara-modell.⁷

Vilken plats den aktiemarknadsrättsliga självregleringen har inom ramen för de traditionella rättskällorna och därmed den rättsdogmatiska metoden, är inte självklart. Detta grundar sig framför allt i att varken Kollegiet eller Aktiemarknadsnämnden är offentliga organ med rätt att meddela sanktioner. Likväl anses rekommendationer och uttalande från dessa organ i allmänhet ha normerande verkan på aktiemarknaden i Sverige.⁸ Mot bakgrund av det anförda förefaller det befogat att inom ramen för denna framställning behandla den aktiemarknadsrättsliga självregleringen såsom uttryck för gällande rätt. Med "reglering" kommer i framställningen således att avse såväl lag som självreglering i form av rekommendationer, Koden och god sed. Detta görs givetvis dock med förståelse för att självreglering aldrig helt kan likställas med gällande rätt.

Framställningens avsikt att inta ett de lege ferenda-perspektiv kräver vidare att ramen för vilket detta ska göras klargörs. Det framåtblickande perspektivet på regleringen, inklusive förslag på eventuella ändringar i denna, kommer framställas med avsikten att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden genom ett fullgott och ändamålsenligt aktieägarskydd.

I syfte att illustrera dels problemets relevans, dels problemets utveckling under åren, kommer framställningen även att nyttja ett dataunderlag. Detta omfattar en datainsamling av alla riktade emissioner som genomförts under 1 november till 31 oktober⁹ under åren 2009/2010, 2013/2014, 2017/2018 samt 2021/2022 på Spotlight, First North och NGM, samt en kartläggning av villkoren i respektive emission. Detta har gjorts för att utreda problematikens

⁷ 2013/14:FPM83, s 2.

⁸ Afrell & Jansson, s. 103–104.

⁹ Uppsatsen är författad i november 2022 och statistik för helåret 2022 skulle därmed inte vara möjlig att ta fram. Att jämföra perioden 1 november till 31 oktober för varje år möjliggör användning av så färsk och relevant data som möjligt.

framväxt över tid. För att klarlägga vilka riktade emissioner som har genomförts har Nyemissioner.se använts. För att sedermera ta reda på vilka villkor som respektive emission har genomförts till, så har de pressmeddelanden som skickats ut i samband med offentliggörande av emissionerna granskats. Det finns ingen anledning att betvivla korrektheten av informationen som framgår i bolagens pressmeddelanden, bland annat beroende på de omfattande krav på offentliggörande av information som ställs upp i lag och från aktiemarknadens aktörer.

Avslutningsvis bör i detta sammanhang anmärkas att forskningsläget på området är blekt. Sedan 1970-talet har endast mindre lagändringar gjorts och fåtal nya diskussioner uppstått, varför området inte heller varit föremål för någon omfattande forskning. Detta börjar ändra sig i skrivande stund, då uppmärksamhet återigen börjar riktas mot reglering kring riktade emissioner. Det nutida forskningsläget i ämnet är alltså ännu inte av nämnvärd omfattning. I stället ska det bli intressant att följa hur utvecklingen kommer att se ut framöver, en utveckling vilken denna framställning har den ödmjuka förhoppningen att bidra till.

1.5 Uppsatsens disposition

Framställningen är, övergripande, konstruerad enligt två huvuddelar. Den första delen utgörs av *de lege lata* och den andra delen utgörs av *de lege ferenda*. Inledningsvis redogörs för ett antal utgångspunkter som är behjälpliga för läsarens förståelse av ämnet, däribland aktiemarknadens överordnade syfte och de olika skyddsintressen som aktualiseras. Därefter behandlas hur emissioner regleras, med särskilt fokus på riktade emissioner. Framför allt behandlas här aktiebolagsrättens regler till skydd för aktieägare, efter vilket de rättsliga förutsättningarna för att genomföra riktade emissioner ska utredas och analyseras. Sedan ska framställningen översiktligt redogöra för den rättsliga problematik som idag finns på området, varefter det ska intas ett *de lege ferenda*-perspektiv på den nuvarande regleringen.

2 Utgångspunkter

2.1 Aktiemarknadsrättens syften

Förhållandet mellan aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten är sådant, att utformningen av det förstnämnda i stort utsträckning har påverkats av det sistnämnda. Detta innebär att de syften och ändamål som förekommer inom aktiebolagsrätten, ofta förekommer även inom aktiemarknadsrätten. Till dessa gemensamma syften hör exempelvis att möjliggöra bedrivande och finansiering av näringsverksamhet, samt främja omsättning av varor och tjänster.¹⁰ Det finns dock inom aktiemarknadsrätten ändamål vilka inte kommer från aktiebolagsrätten. Till dessa hör exempelvis att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, vilket är nära sammankopplat med skydd för befintliga och eventuellt tillkommande aktieägare.¹¹

2.2 Skyddsintressen i riktade emissioner

Inte sällan hamnar två eller fler ändamål i konflikt med varandra när en aktiebolagsrättslig reglering utformas.¹² I regel uppstår sådana intressekonflikter mellan bolagsledning och aktieägare, majoritet och minoritet, eller nya och befintliga aktieägare.¹³ I det följande ska denna konflikt belysas.

2.2.1 Befintliga aktieägares skydd

Riktade emissioner är till sin natur ofördelaktiga för befintliga aktieägare. Detta beror framför allt på åsidosättandet av företrädesrätten, vilket helt tar bort aktieägares möjlighet att skydda sig mot den utspädningseffekt som emissioner för med sig. Därtill uppstår ännu en nackdel för aktieägare ifall den riktade emissionen genomförs till icke-marknadsmässiga villkor. Detta genom att en värdemässig utspädning uppstår till följd av att emissionskursen

¹⁰ Eklund & Stattin, s. 102–103.

¹¹ Stattin, s. 46–51.

¹² Bergström & Samuelsson (2012), s. 196–198.

¹³ Bergström & Samuelsson (2006), s. 69–70.

understiger värdet på de redan utgivna aktierna, och marknadsvärdet på dessa följaktligen sjunker. Denna problematik kan med fördel illustreras med hjälp av ett par exempel.

Exempel 1

Bolag A har 20 aktieägare med vars 500 aktier. Totalt finns därav 10 000 aktier i bolaget. Varje aktieägars innehav motsvarar således 5 procent av bolagets totala antal aktier. Sedan fattar bolaget ett beslut om riktad emission till utomstående investerare av 5 000 nya aktier som ska utfärdas till marknadsmässiga villkor.

Efter emissionen finns således totalt 15 000 aktier i bolaget, medan de befintliga aktieägarnas innehav alljämt uppgår till 500 aktier vardera och motsvarar därmed nu endast drygt 3 procent av bolaget.

Exempel 2

Bolag B gör en identisk emission med den i Bolag A och under samma förutsättningar, med det undantag att den riktade emissionen genomförs till icke-marknadsmässiga villkor. Före emissionen var värdet på varje aktie i bolaget 200 kronor. Av emissionsbeslutet framgår dock att de nya aktierna ska utfärdas med en emissionsrabatt på 15%. Detta innebär att varje ny aktie tecknas till 170 kronor.

Resultatet av detta för de befintliga aktieägarna blir således dels att deras innehav minskar från 5 procent till dryga 3 procent av det totala antalet aktier i bolaget, dels att värdet på varje aktie som utgör innehavet inte längre är 200 kronor, utan 170 kronor.

Dessa exempel illustrerar väl den rättsliga problematik som uppstår i samband med en riktad emission. Det blir också uppenbart att såväl den inflytandemässiga som den värdemässiga utspädningen för de befintliga aktieägarna blir desto större ju fler nya aktier som emitteras och ju större rabatt som emissionen genomförs till.

2.2.2 Kapitalanskaffning för aktiemarknadsbolag

Det är regel snarare än undantag att bolag som handlas på de mindre marknadsplatserna förr eller senare får ett behov av ytterligare kapital. En av fördelarna med att vara listad är möjligheten att i ett sådant läge genomföra en kontantemission och på så vis tillföras ytterligare rörelsekapital.¹⁴

Enligt 13 kap. 1 § ABL ska bolag som huvudregel genomföra en företrädesemission. Detta är dock inte alltid det mest gynnsamma ur bolagets perspektiv. Grunden till detta är delvis att det finns en överhängande risk att emissionen inte fulltecknas av de befintliga aktieägarna, i vilket fall bolaget tillförs mindre kapital än vad som söktes. I syfte att säkra tillförsel av tillräckligt kapital, behöver bolaget ofta ingå avtal om garantiåtagande och teckningsförbindelser, vilket alltsammans för med sig ökade transaktionskostnader. Därtill behöver bolag oftast upprätta prospekt och annat omfattande material i samband en företrädesemission, till skillnad från vid en riktad emission.¹⁵ Följaktligen är företrädesemissioner i regel väldigt kostsamma och tidskrävande för aktiemarknadsbolag att genomföra.¹⁶ Mot bakgrund av detta framstår riktade emissioner som ett fördelaktigt sätt för listade bolag att erhålla kapital. Det finns således, ur aktiemarknadsbolags synpunkt, ett intresse av att regelverket för riktade emissioner ska vara så flexibelt som möjligt.¹⁷

¹⁴ Westermarck & Lagercrantz, s. 28.

¹⁵ Ds 2012:37, s. 41–42.

¹⁶ Westermarck & Lagercrantz, s. 49–50, 112–113.

¹⁷ Ds 2012:37, s. 5.

3 Rättslig reglering

3.1 Historisk tillbakablick

3.1.1 Riktade emissioners tillkomst

Möjligheten att genomföra riktade emissioner infördes för första gången i svensk rätt i början på 1970-talet.¹⁸ Anledningen till detta var flera. Inte minst grundade sig beslutet i att skapa förutsättningar för den Allmänna pensionsfonden att investera i svenska företag. I Kapitalmarknadsutredningen från 1968 konstaterades att investeringar från Allmänna pensionsfonden företrädesvis skulle ske genom nyemissioner, genom vilket det blev en nödvändighet för bolag att kunna frånga företrädesrätten.¹⁹ Vid införande av möjligheten till avvikelser från företrädesrätten i 1975 års ABL uppmärksammades emellertid också vissa risker som detta ansågs kunna medföra. Inte minst uppmärksammades att aktieägarskyddet skulle kunna bli lidanden.²⁰

3.1.2 Leo-affären

På 1980-talet blev regleringen av emissioner igen föremål för diskussion. Detta skedde till följd av den s.k. Leo-affären, en riktad emission av ett stort antal aktier till en kraftig rabatt. Uppfattningen var framför allt att regelverkets flexibilitet hade utnyttjats för att främja bolagsledningen, på bekostnad av aktieägarna i det emitterande bolaget.²¹ Härigenom aktualiseras således på allvar frågan om missbruk av riktade emissioner och behovet av ett stramare regelverk.²²

Till följd av Leo-affären tillsattes en regeringskommission, vilken hade en mer restriktiv inställning till riktade emissioner, bland annat med hänvisning

¹⁸ Prop. 1973:93, s. 71.

¹⁹ SOU 1972:63, s. 72–74.

²⁰ Prop. 1975:103, s. 331.

²¹ Ds Fi 1986:21, s. 1–3.

²² Ds 2011:21, s. 9–10.

till att de aktiebolagsrättsliga skyddsprinciperna annars riskerar att urholkas.²³ En följd av kommissionens arbete blev den s.k. Leo-lagen, som idag utgör 16 kap. ABL och tar sikte på stämmans beslutsfattande vid riktade emissioner.²⁴ En för denna framställning viktigare följd var dock att behovet av en aktiemarknadsrättslig självreglering uppmärksammades, genom vilket aktörer på aktiemarknaden skulle komplettera lagstiftningen.²⁵ Det var bland annat mot bakgrund av detta som Aktiemarknadsnämnden stiftades.²⁶

3.2 Regleringen i lag

3.2.1 Beslutsfattandet

En grundläggande aktiebolagsrättslig utgångspunkt är den s.k. majoritetsprincipen. Principen innebär att bolagsstämman fattar beslut genom att ett förslag på stämman får stöd av mer än hälften av de avgivna rösterna.²⁷ Detta innebär således att en eller ett fåtal aktieägare som tillsammans innehar en majoritet av rösterna i bolaget som utgångspunkt helt kan styra bolagets förvaltning. För att skydda minoritetsaktieägare har det därför ansetts nödvändigt att införa vissa undantag till denna utgångspunkt, t.ex. kravet på två tredjedelars majoritet vid beslut om att avvika från aktieägarnas företrädesrätt i en nyemission.²⁸ Förslaget till beslut om riktad nyemission ska vidare innehålla såväl skälen till avvikelsen från företrädesrätten som grunderna för teckningskursen.²⁹ Att beslutet är förbehållet bolagsstämman beror på att en sådan ökning av aktiekapital som sker i samband med nyemission kan få stora konsekvenser för aktieägarna.³⁰ Trots det sagda, så finns det idag en möjlighet för styrelsen att på egen hand besluta om riktade emissioner ifall stämman i förtid har lämnat bemyndigande eller i efterhand

²³ Prop. 1986/87:76, s. 22.

²⁴ Jfr 16 kap. 1–3 §§ ABL. och Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m.

²⁵ Ds Fi 1986:21, s. 95–97.

²⁶ Munck.

²⁷ 7 kap. 40 § 1 st ABL.

²⁸ 13 kap. 2 § ABL.

²⁹ 13 kap. 4 § 4 st. ABL

³⁰ 11 kap. 1 § ABL.

godkänner beslutet.³¹ Styrelsen fungerar i dessa situationer alltså som en agent (god man) gentemot aktieägarna, vilka är principal (huvudmannen) i sammanhanget.

För aktiemarknadsbolag finns det vissa ytterligare regelverk att förhålla sig till vid beslut om genomförandet av en riktad emission. Aktiemarknadens självreglering ställer exempelvis upp krav på offentliggörande av beslut om nyemissioner, genom marknadsplatserna egna regelverk. Offentliggörandet ska innehålla skälen till avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, vilka emissionen riktas till och till vilken kurs detta görs.³² I detta sammanhang bör noteras att marknadsplatsens egna regelverk idag alltså inte innehåller några regler om själva beslutfattandet.

3.2.2 Aktieägarskyddet

Aktieägarskyddet finns till för att skydda aktieägare mot potentiella orättvisor som kan uppstå inom ramen för den handlingsfrihet som bolag måste ha för att kunna generera avkastning till sina ägare. Aktiebolagsrättens aktieägarskyddsregler är således av grundläggande betydelse för frågor om riktade emissioners lagenlighet. Betydelsen av dessa i frågan om riktade emissioners laglighet ska utredas i kommande avsnitt.

3.2.2.1 Likhetsprincipen

Likhetsprincipen kommer främst till uttryck i 4 kap. 1 § ABL och stipulerar att alla aktier av samma slag ska ha lika rätt i bolaget. Likhetsprincipens räckvidd är dock omdiskuterad. Å ena sidan ger ordalydelsen i 4 kap. 1 § ABL och viss doktrin uttryck för en restriktiv tolkning. Denna ger vid handen att principen enbart förbjuder formell särbehandling av aktier.³³ Å andra sidan ger rättspraxis visst stöd för att likhetsprincipen också skulle innefatta en mer extensiv tolkning. Högsta domstolen har, i linje med detta, givit uttryck för att likhetsprincipen inte bara innebär att alla aktier av samma slag har lika

³¹ 13 kap. 31, 35 §§ ABL.

³² Spotlights regelverk, s. 38–39 och Nasdaq First North Rulebook, s. 32.

³³ Sandström, s. 207.

rätt, utan även att alla aktieägare är likställda.³⁴ Mest stöd torde dock finnas för uppfattningen att likhetsprincipen tar sikte på formell särbehandling av aktierna i ett bolag, medan generalklausulerna likställer aktieägarna. Denna uppfattning stöds också av förarbetsuttalanden.³⁵

Sammantaget är likhetsprincipens betydelse för riktade emissioners laglighet inte avgörande. Det beror delvis på den osäkerhet kring likhetsprincipens räckvidd, delvis på att det av lag framgår att avsteg från likhetsprincipen får göras i samband med nyemissioner under vissa förutsättningar.³⁶

3.2.2.2 Generalklausulerna

Generalklausulerna kan användas för att motverka åtgärder som formellt inte berör aktiernas lika rätt i bolaget men som reellt gynnar en aktieägare på andras bekostnad.³⁷ Trots att det torde finnas viss överlapp i respektive tillämpningsområde, så blir den praktiska betydelsen av generalklausulerna för riktade emissioners laglighet därmed större än likhetsprincipen.

Generalklausulerna återfinns dels i 8 kap. 41 § 1 ABL, vilken tar sikte på styrelse och annan ställföreträdare, dels i 7 kap. 47 § ABL, avseende beslut som fattas av bolagsstämman. I dessa bestämmelser slås fast att ett beslut inte får fattas om det är ägnat att ge en otillbörlig fördel till någon, på bolagets eller annan aktieägares bekostnad. Vid tillämpning av generalklausulerna är det främst otillbörlighetsrekvisitet som behöver utredas. Otillbörlighetsrekvisitet tillkom för att möjliggöra en lämplig avvägning av de motstående intressen som kan aktualiseras bland annat i beslut om emissioner. Dessa är å ena sidan bolagens företagsekonomiska intressen, å andra sidan skyddet för aktieägarnas kapital och inflytande.³⁸ En vanlig missförståelse i detta sammanhang är att ett bolags företagsekonomiska intresse till sin natur alltid ligger i aktieägarnas intresse. I förlängningen skulle därmed företagsekonomiska riktiga och försvarliga beslut aldrig strida

³⁴ NJA 2013 s. 1250, p. 9.

³⁵ SOU 1995:44, s. 183.

³⁶ Jfr. 4 kap 3 § ABL.

³⁷ Prop. 1973:93, s. 83–84.

³⁸ Prop. 1973:93, s. 84.

mot generalklausulen, en uppfattning som mött kritik i doktrin.³⁹ Ett företagsekonomiskt korrekt beslut om att ta in nytt kapital för att driva verksamheten vidare med full kraft, skulle exempelvis kunna strida mot aktieägares intresse ifall dessa skulle drabbas hårt av utspädning. I praktiken bör därför, vid bedömningen av en effekts eventuella otillbörlighet, en intresseavvägning göras mellan flera olika intressen. I denna avvägning bör affärsmässighet och bolagets intresse vägas mot värdet av likabehandling av aktieägare och minoritetsskyddets vikt samt ett eventuellt maktmissbruk från bolaget.⁴⁰

Nämnda avvägning illustreras väl i ett fall från Svea hovrätt vari ett bolags majoritetsägare ville rösta för likvidation. Likvidationen skulle låta bolagets majoritetsägare behålla en tillgång från bolaget i form av patentlicens, vilket i och för sig kan anses som affärsmässigt. Eftersom det dock fanns en annan lösning som å ena sidan var företagsekonomiskt sämre för majoritetsägaren, men å andra sida bättre tillgodosåg övriga intressen, så ansågs fördelen som majoritetsägaren fick otillbörlig och agerandet därmed stå i strid med generalklausulen.⁴¹ Det sagda illustrerar väl att det är fråga om en helhetsbedömning, där det ytterst avgörande torde vara om beslutet i fråga är till fördel för aktieägarkollektivet som helhet. Om det skulle föreligga en företagsekonomisk särbehandling i bolagets intresse, som också är det bästa för aktieägarkollektivet som helhet, är den således inte otillbörlig. Med andra ord måste ett bolag, i fråga om riktade emissioner specifikt, kunna åberopa godtagbara skäl till att avvika från de befintliga aktieägarna företrädesrätt.

Att företrädesemission är huvudregeln följer inte bara av ordalydelsen i 13 kap 1 § 1 men. ABL., utan också av styrelsens lojalitetsplikt mot bolaget. Denna ålägger styrelseledamöter att iaktta både bolagets och aktieägarkollektivets, intressen vid utförande av sitt styrelseuppdrag.⁴² Om det skulle vara möjligt att tillföra bolaget kapital utan att frånga

³⁹ SOU 1995:44, s. 183.

⁴⁰ Westermark & Lagercrantz, s. 223–224.

⁴¹ Svea hovrätt, T 10335–09.

⁴² Bergström & Samuelsson (2012), s. 95–98.

företrädesrätten, och därmed undvika en inflytande- och värdemässig utspädning för aktieägare, torde det därmed strida mot lojalitetsplikten att genomföra en riktad emission. Från huvudregeln om företrädesemission samt styrelsens lojalitetsplikt kan därmed härledas en vittgående skyldighet för styrelsen att undersöka förutsättningarna för en företrädesemission, genom vilket förekomsten av eventuellt godtagbara skäl för en riktad emission skulle bli uppenbara.

De godtagbara skälen till avvikelse från företrädesrätten torde kunna delas in i två situationer. Dels då ett bolag har ett kapitalbehov som inte, eller inte lämpligen, kan finansieras genom en företrädesemission. Dels då bolaget behöver tillföras nya strategiskt viktiga ägare, likt resonemanget kring Allmänna pensionsfonden i förarbetena till 1975 års ABL.⁴³ Vilka skäl som enligt lagstiftaren skulle kunna rymmas i dessa situationer exemplifieras i en offentlig utredning från 2012. Häri ingick utsikterna till att emissionen fulltecknas, kostnaderna för förfarandet samt tidsaspekten med särskilt fokus på exponering mot kurssvängningar.⁴⁴ Den juridiska litteraturen lägger dock vikt vid att dessa skäl inte ska kunna anges slentrianmässigt såsom typiskt godtagbara. I stället ska en prövning av huruvida skälen är godtagbara eller inte ske mot omständigheterna i varje enskilt fall.⁴⁵

Sammantaget är inte innebörden av godtagbara skäl från lagstiftarens sida helt klar. Av denna anledning ska i det följande utredas huruvida den aktiemarknadsrättsliga självregleringen kan ge ytterligare ledning i frågan.

⁴³ Westermark & Lagercrantz, s. 225–227.

⁴⁴ Ds 2012:37, s 44.

⁴⁵ Westermark & Lagercrantz, s. 224.

4 Aktiemarknadens självreglering

4.1 God sed på aktiemarknaden

Vid bedömning om en riktad emission är förenlig med gällande reglering är det, som tidigare framförts, inte tillräckligt att se till den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen. En riktad emission får nämligen inte heller stå i strid med den aktiemarknadsrättsliga självregleringen om den ska anses tillåten. Detta kan också uttryckas som att en riktad emission inte får stå i strid med god sed på aktiemarknaden.

Vad som är god sed utvecklas främst av Kollegiet bland annat genom att utfärda rekommendationer. Därtill finns Aktiemarknadsnämndens uttalanden om god sed på den svenska aktiemarknaden, från vilka normer om god sed också härrör.⁴⁶

4.2 Godtagbara skäl och god sed

Inom ramen för de rekommendationer och uttalande som tillsammans utgör god sed har i stort utsträckning behandlats vilka objektiva skäl som kan ligga till grund för en avvikelse från befintliga aktieägares företrädesrätt. Detta är alltså samma övervägelse som av lagstiftaren har gjorts omkring godtagbara skäl.

Enligt Kollegiet kan skäl till en avvikelse, precis som enligt lagstiftaren, vara att emissionen riskerar att inte fulltecknas samt att förfarandet är för kostsamt eller tidsineffektivt. Därtill framförde Kollegiet att avvikelse från företrädesrätten kan motiveras av en önskan att i bolagets intresse få in en eller flera större aktieägare i bolaget eller att emissionen avser ett finansiellt instrument som befunnits särskilt lämpat för en viss typ av investerare.⁴⁷ Aktiemarknadsnämnden erinrar i ett uttalande från år 2021 om vikten av att

⁴⁶ 2013/14:FPM83, s 2–3.

⁴⁷ Kollegiet, s. 2–3.

bolag vid överväganden om kontantemissioner fullt ut beaktar rekommendationen från Kollegiet, till såväl syfte som bokstav. Nämnden tillägger att det inte är förenligt med god sed att besluta om en riktad emission utan att företa nödvändig analys av förutsättningarna att genomföra en företrädesemission. I nämndens mening kräver god sed alltid att styrelsen tydligt redovisar för aktieägarna hur den resonerat när den kommit fram till att avvika från huvudregeln att kontantemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna.⁴⁸ Omfattningen av kravet på en tydlig redovisning av hur styrelsen resonerat när den kommit fram till att avvika från företrädesrätten förtydligades i ett uttalande av Aktiemarknadsnämnden år 2022. Häri framgick att redovisningen av styrelsens förda resonemang måste ge aktieägarna en möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget.⁴⁹

4.3 God sed vs generalklausulen

Mot bakgrund det ovan anförda torde det vara nödvändigt att specifikt utreda förhållandet mellan generalklausulen och god sed på aktiemarknaden. Det är uppenbart att dessa till stor del överlappar, men i vilket omfång den ena eventuellt ställer upp högre krav än den andra är inte helt klart.

Att en riktad emissions förenlighet med generalklausulen är central även för dess förenlighet med god sed framgår ur Aktiemarknadsnämndens uttalande.⁵⁰ En emission kan således aldrig anses förenlig med god sed ifall den strider mot generalklausulen. Huruvida en emission som i stället är förenlig med generalklausulen ändå kan anses strida mot god sed på aktiemarknaden, innebärande att självregleringen skulle ställa högre krav än aktiebolagsrätten, står dock inte klart. Å ena sidan skriver Kollegiet i sin rekommendation från 2014 att en riktad emission som är aktiebolagsrättsligt tillåten, som utgångspunkt också bör vara godtagbar från synpunkten av god sed. Å andra sidan framför Aktiemarknadsnämnden i ett uttalande från 2016

⁴⁸ Aktiemarknadsnämnden (2021), s. 7.

⁴⁹ Aktiemarknadsnämnden (2022), s. 9.

⁵⁰ Kollegiet, s. 2.

direkt stöd för att de krav som ställs på riktade emissionerna förenlighet med god sed är högre, än vad som följer av generalklausulen. Detta gör Nämnden genom att uttryckligen ange att kraven som följer av god sed är mer långtgående än de i aktiebolagslagen.⁵¹

Slutsatsen kan därmed dras att en riktad emission som inte står i direkt strid med generalklausulen ändå kan vara oförenlig med gällande reglering.

⁵¹ Aktiemarknadsnämnden (2016), s. 20.

5 Villkorens betydelse

Som tidigare anförts ska en prövning av huruvida en riktad emission är förenlig med gällande rätt ske mot omständigheterna i varje enskilt fall.⁵² Det är inte bara skälen för avvikande från företrädesrätten som utgör relevanta omständigheter för denna prövning, utan också vilka villkor som emissionen genomförs till.⁵³

I det följande ska därför olika emissionsvillkor utredas ur ett aktiebolag- och aktiemarknadsrättsligt perspektiv.

5.1 Teckningskursen

Att genomföra en riktad emission kommer alltid att innebära en inflytandemässig utspädning. Om emissionskursen sätts lägre än den aktuella aktiekursen kommer dock också en värdemässig utspädning i form av värdeminskning att uppstå för de befintliga aktieägarna. Ju större rabatt, desto större blir utspädningen.⁵⁴

Exakt var gränsen går för en tillåten emissionsrabatt är däremot inte klart. Av Kollegiet framförs att det avgörande är villkorens marknadsmässighet med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall. Av Kollegiets rekommendation framgår att detta inte innebär att priset på de nyemitterade aktierna inte får skilja sig från aktiekursen, utan att det snarare är ett krav på förfarandet för prissättningen. Om priset sätts genom ett adekvat auktionsförfarande eller gedigen förhandling mellan bolag och investerare bör emissionskursen marknadsmässighet därmed inte ifrågasättas, trots att den skulle avvika från aktiekursen.⁵⁵

Därtill ställs höga krav på bolagets motivering av teckningskursen gentemot marknaden. Att som bolag motivera en teckningskurs med att en

⁵² Westermarck & Lagercrantz, s. 223–224.

⁵³ Kollegiet, s. 3.

⁵⁴ Westermarck & Lagercrantz, s. 231–232.

⁵⁵ Kollegiet, s. 3

marknadsmässig bedömning gjorts av styrelsen är enligt Aktiemarknadsnämnden helt otillräckligt. I stället måste redovisningen vara av sådan utförlighet att den ger aktieägarna en möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget.⁵⁶ Det sagda innebär exempelvis att det torde finnas mer utrymme att acceptera en större emissionsrabatt om emissionen sker för att rädda bolaget ur en finansiell kris, än om den sker under mer normala förhållanden. Aktiemarknadsnämnden har dock uttalat att en prissättning som understiger vad som kan hänföras till en marknadsmässig rabatt inte ska ske annat än vid synnerligen starka och helt speciella skäl, som vid en förestående konkurs.⁵⁷

Trots utgångspunkten om att bedömning ska ske i varje enskilt fall, torde det mot bakgrund av det ovan sagda finnas ett värde i att försöka fastlägga en riktlinje för vad marknadsmässig rabatt i riktade emissioner generellt innebär. Det är en allmänt känd tumregel för aktiemarknadens olika aktörer, särskilt hos finansiella rådgivare, att rabatter i riktade emissioner inte bör överstiga 10 %. Denna uppfattning finner stöd i den, visserligen relativt sparsamma, forskning som gjorts på området i Norden. Under de 10 år som föregick forskningen, vilken publicerades i 2019, var den genomsnittliga rabatten i riktade emissioner i Sverige 6,85 %. Den lägsta genomsnittliga rabatten uppmätt över ett år var 2 % och den högsta var 8,7 %.⁵⁸

Att taket för vilka rabatter som kan användas i riktade emissioner utan att emissionsbeslutet står i strid med generalklausulen är omkring 10 % finner ytterligare stöd i juridisk litteratur. Det framhålls häri bland annat att rabatter upp till 10 % antagligen är svåra att angripa med stöd av generalklausulen, förutsatt att det finns godtagbara skäl för en riktad nyemission.⁵⁹

5.2 Teckningsberättigade

⁵⁶ Aktiemarknadsnämnden (2022), s. 9–10.

⁵⁷ Aktiemarknadsnämnden (2002).

⁵⁸ Hildén, s. 52.

⁵⁹ Westermark & Lagercrantz, s. 232.

Det föreligger i den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen inga direkta hinder mot att genomföra en riktad nyemission till förmån för en eller flera befintliga aktieägare eller styrelsen. Uppfattningen har ändock länge varit att riktade emissioner vari vissa befintliga ägare eller styrelsen är teckningsberättigade endast kan genomföras i begränsad omfattning utan att strida mot generalklausulen.⁶⁰ Detta torde grunda sig i ett förarbetsuttalande från 1970-talet, i vilken det framgår att det torde vara synnerligen ovanligt att godtagbara skäl med framgång kan åberopas i en kontantemission där endast vissa aktieägare ska ha rätt att teckna nya aktier.⁶¹ I vilket omfattning detta reflekterar dagens rättsläge är dock osäkert. I en promemoria från 2012 uttryckts nämligen att utvecklingen på kapitalmarknaden sedan 1970-talet har gjort att många emissionssituationer är väsentligt mer komplexa än vad utredaren sannolikt kunde föreställa sig vid tiden för sitt uttalande.⁶² I förlängningen innebar detta enligt 2012 års utredning att hållningen som framfördes av lagstiftaren på 1970-talet måste anses förlegad.⁶³ Likväl torde viss skillnad idag ändå göras på riktade emissioner vari det ingår befintliga aktieägare eller styrelsen i den teckningsberättigade krets och emissioner som riktas helt till utomstående. Stöd för denna uppfattning ges av Kollegiet, som framfört att det bör riktas särskild uppmärksamhet mot att ingen befintlig aktieägare ska tillägnas en otillbörlig fördel gentemot annan aktieägare.⁶⁴ Rimligen kan härifrån härledas en mer restriktiv syn på kontantemissioner som riktas till ett begränsat antal befintliga aktieägare eller styrelsen.

Oaktat vilken vikt som läggs vid uttalanden från respektive lagutskottet eller Kollegiet, så kommer inte de rättsliga förutsättningarna för genomförande av en riktad emission till vissa befintliga aktieägare respektive till utomstående att kunna jämföras i praktiken. Detta beror på att flera av de godtagbara skäl som kan motivera en avvikelser från befintliga aktieägares företrädesrätt förutsätter att emissionen riktas till utomstående. Till dessa hör exempelvis

⁶⁰ Westermarck & Lagercrantz, s. 235.

⁶¹ LU 1973:19, s. 45.

⁶² Ds 2012:37, s. 46.

⁶³ Ds 2012:37, s. 45.

⁶⁴ Kollegiet s. 3.

att i bolagets intresse få in större eller strategiskt viktiga ägare i bolaget. Det torde således alltjämt, åtminstone i praktiken föreligga snävare ramar för när emissioner kan riktas till befintliga ägare i förhållande till att genomföra en riktad emission till utomstående.

Sammanfattningsvis har nu klarlagts under vilka förutsättningar en riktad emission är förenlig med gällande lag och rekommendationer. Därmed ska i följande kapitel undersökas ifall denna reglering är ändamålsenlig.

6 Är dagens reglering ändamålsenlig?

Framställningens relevans bygger å ena sidan på en ödmjuk ambition att bidra till det sparsamma forskningsläget kring hur riktade emissioner förhåller sig till lag, god sed och rekommendationer. Å andra sidan är framställningen relevant eftersom den rättsliga problematiken kring riktade emissioner i skrivande stund är mer aktuell än någonsin tidigare. Förevarande avsnitt ska visa att så är fallet med utgångspunkt i statistik beträffande riktade emissioner och aktieäggande i Sverige.

Aktiemarknadsnämnden har under senare tid uppmärksammat att beslut om riktade emissioner blivit slentrianmässiga, samt erinrat om vikten att följa god sed och Koden.⁶⁵ Följande statistik kring emissioner på Spotlight Stock Market, Nasdaq First North och NGM, illustrerar väl den växande problematiken.

Period*	2009/2010	2013/2014	2017/2018	2021/2022
Antal riktade emissioner	0	33	59	110

*Perioderna avser 1 november till 31 oktober.

I statistiken ovan framgår att antalet riktade emissioner som genomförs har ökat kraftigt under åren. Till detta ska tilläggas att datainsamlingen också har visat att rabatterna till vilka dessa emissioner har genomförts under det senaste året väldigt ofta är höga. Totalt sett har 39 av de 110 genomförda riktade emissionerna mellan 1 november 2021 och 31 oktober 2022 genomförts till $\geq 10\%$ rabatt, vilket är över gränsen i förhållande till vad som anses tillåtet inom ramen för god sed och generalklausulen i aktiebolagslagen.⁶⁶ Skadan i form av värde- och röstmässig utspädning för aktieägarna blir följaktligen stor i många fall. Följande statistik kring det

⁶⁵ Aktiemarknadsnämnden (2021), s. 7 och Aktiemarknadsnämnden (2022), s. 9.

⁶⁶ Se avsnitt 5.1.

svenska aktieägandet illustrerar återigen problematikens allvar och relevans.⁶⁷

Period*	2009/2010	2013/2014	2017/2018	2021/2022
Antal aktieägare Sverige	1 990 000	2 125 000	2 175 000	2 710 000

*Avser utgången av förstnämnda året.

Statistiken ovan visar en markant ökning av antalet privatpersoner som äger aktier i svenska aktiemarknadsbolag. Detta betyder att det är allt fler privatpersoner vars värde- och inflytandemässiga ställning riskerar att drabbas varje gång ett beslut om riktad emission träffas.

Den företagna granskningen av varje bolags pressmeddelande har också bekräftat Aktiemarknadsnämndens uttalande kring slentrianmässiga motiveringar. Det är uppenbart att många bolag nöjer sig med en skrivelse kring att en avvikelse från företrädesrätten möjliggör ett mer tids- och kostnadseffektivt förfarande, utan vidare motivering. Enligt gällande reglering måste dock redovisningen ge aktieägarna en möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget. De närmast slentrianmässiga förklaringarna står därför klart i strid med de aktiebolags- och aktiemarknadsmässiga regleringarna.

Trots vad som ovan framförts om större rabatter, fler riktade emissioner och bristande motiveringar, så har endast ett bolag under de senaste 12 månaderna dömts av en disciplinnämnd för överträdelse av god sed i samband med en riktad emission.⁶⁸ I stor utsträckning har den nämnda utvecklingen alltså skett helt utan konsekvenser för bolagen. Sammantaget finns det övervägande skäl att dra slutsatsen att den nu gällande regleringen avseende riktade emissioner inte är ändamålsenlig. Framställningens nästa kapitel ska därför ge ett bud på hur regleringen skulle kunna ändras för att bättre tillgodose dess ändamål.

⁶⁷ Euroclear, 2020 och Euroclear, 2021.

⁶⁸ Disciplinnämnden Nasdaq, 2022-11-10.

7 Hur bör riktade emissioner regleras i stället?

Trots att det inte är någon enkel uppgift att i lag tillgodose de motstående intressen på aktiemarknaden, så avser framställningen att nu föreslå en lösning på problemet.

En tänkbar lösning torde vara att i ABL uttryckligen stadga generella gränsen för maximala emissionsrabatter och utspädningseffekter vid riktade emissioner. Detta skulle dock ske på bekostnad av regelverkets flexibilitet, vilken avser att ta hänsyn till övriga skyddsintressen, såsom till exempel effektiv kapitalanskaffning. En lagstadgad gräns för emissionsrabatter, givetvis beroende på regelns utformning, hade sannolikt försvårat eller omöjliggjort riktade emissioner i situationer då det enda kvarstående alternativet är konkurs. Viktigt att förstå är att detta avser situationer då konkursrisken beror på att det inte finns någon utsikt till att en företrädesemission skulle tillföra bolaget något kapital d.v.s. inte att bolagets kapital är otillräckligt för att finansiera verksamheten under tiden som det skulle ta att genomföra en företrädesemission. Därmed alltså inte situationer då styrelsen haft dålig framförhållning eller medvetet drar ut på ett beslut om företrädesemission för att kunna avvika från företrädesrätten. Ett exempel på en riktad emission där bolaget annars hade gått i konkurs är Enorama Pharmas emission i november 2022, som genomfördes till nästan 40 % rabatt.⁶⁹ Huruvida bolagets styrelse haft framförhållning nog att kunna undvika denna situation eller inte går givetvis dock inte att bedöma. Det är i bland annat i just vid förestående konkurs som riktade emissioner är avsedda att användas, varför lagstadgade gränser om emissionsrabattar och utspädning går emot själva syftet med riktade emissioner.

En bättre, och mer ändamålsenlig lösning, torde i stället vara att ta bort möjligheten för styrelsen att på bemyndigande besluta om riktade

⁶⁹ Cision News, 2022.

kontantemissioner enligt 13 kap 35 § ABL. Granskningen av pressmeddelande har visat att de flesta riktade emissioner beslutas av styrelsens på bemyndigande, vilket innebär att aktieägarna inte har någon möjlighet att ta ställning till huruvida en riktad emission skall genomföras eller ej utifrån de specifika villkoren. Att ta bort möjligheten till bemyndigande för beslut om riktade kontantemissioner skulle ge samtliga aktieägare ges möjlighet att, utifrån de konkreta förutsättningarna, avgöra ifall den specifika riktade emissionen är det bästa för aktieägarkollektivet som helhet. Bolagen skulle härmed även tvingas till att fullgott kommunicera bolagets situation och resonera kring skäl för avvikelser, villkor, teckningsberättigade med mera. Aktieägarna skulle genom härigenom ges möjlighet att överväga dels de positiva effekter som skulle uppkomma för bolagets verksamhet, dels den utspädning som de skulle lida. Exempelvis ifall aktieägarna tror på en så pass positiv effekt av kapitaltillskottet, att värdestegringen på deras andel kommer vara större än utspädningseffekten. I sådant fall skulle den riktade emissionen förstås vara bra för aktieägarkollektivet som helhet. Det blir härmed uppenbart att dagens ordning, där bemyndigande ges i förväg, inte ger aktieägarna tillräckliga förutsättningar att tillgodose sina intressen. Genom att kräva beslut om varje riktad emission på stämman, skulle problematiken kring likabehandling, eventuellt otillbörlig fördel eller god sed på aktiemarknaden försvinna, och ingen aktieägare skulle kunna hävda att denne inte haft förutsättningarna att påverka ett beslut som fattats. Alla har i stället fått möjligheten att säga sitt om beslutet och ifall fördelarna väger tyngre än nackdelarna i det enskilda fallet. Givetvis är det så, att regleringen idag kräver att aktieägarna själva, genom stämman, givit styrelsen bemyndigande att fatta beslut om riktad emission av aktier. Erfarenhet säger dock att dessa bemyndigande ofta beslutas rent rutinmässigt och är högst generella. Styrelsen (agenten) kan därmed, genom bemyndigandet, fatta beslut som påverkar aktieägarekollektivet (principalen) negativt utan att själv påverkas alls eller i samma utsträckning. Dilemmat, som kallas agentproblemet, är vanligt förekommande inom bland annat nationalekonomin, och skapar i detta sammanhang förutsättning för missgynnande av aktieägarna i fall då t.ex. styrelseledamöter har höga arvoden i kombination med mindre aktieinnehav.

I denna situation skulle nämligen styrelseledamöternas ekonomiska intressen gynnas mer av att bolagets har en stor kassa, och att deras arvoden därmed kan fortsätta betalas ut, än att deras aktieinnehav inte späds ut.

Lagstiftaren framförde i propositionen till Aktiebolagslag (2005:551), att det i vissa fall torde vara förenat med viss olägenhet att hänskjuta frågan om nyemission till stämmobeslut.⁷⁰ Kallelsen till extra bolagsstämma måste nämligen ske minst två veckor i förväg för bolag som är listade på en marknadsplats. Motsvarande period för bolag som är noterade på en börs är tre veckor.⁷¹ Mot bakgrund av den kraftiga ökningen i antalet riktade emissioner och svenska aktieägare som skett på senare år, torde vikten av ett starkt aktieägarskydd idag vara för stor för att ska vara proportionellt att låta olägenheten av att hänskjuta frågan om nyemission till stämmobeslut stå i vägen för att säkra ett fullgott skydd för aktieägarnas ställning och inflytande. Det finns visserligen ett teoretiskt värde i att kunna genomföra riktade kontantemissioner på kortare tid än så. Att ett aktiemarknadsbolag skulle upptäcka ett kapitalbehov för första gången och behöva fylla behovet inom två veckor, torde inte vara en situation som enligt min mening kan tillmätas någon praktisk betydelse.

En ytterligare fördel med den föreslagna lösningen är att den skulle kunna få effekt i stort sett omedelbart. För att snabbt kunna tackla problemet skulle marknadsplatserna, i väntan på en lagändring, kunna ställa upp krav i sina egna regelverk på att beslut om avvikelse från företrädesrätten måste fattas på bolagsstämma. Samtliga aktiemarknadsbolag har förpliktat sig att efterleva dessa och som tidigare nämnt ställs häri redan upp krav som är strängare än aktiebolagslagen. Att ställa upp krav på hur beslut om riktad emission ska fattas torde därmed inte vara orimligt.

⁷⁰ Prop. 2004/05:85, s. 334–335.

⁷¹ Jfr. 7 kap 20 § ABL och 7 kap 55 a §.

8 Avslutande kommentarer

På 1970-talet tillkom möjligheten att genomföra emissioner med avvikelser från befintliga ägares företrädesrätt till de nyemitterade aktierna. För att en riktad emission ska vara förenlig med lag måste beslutet fattas med erforderlig majoritet, inklusive angivning av skälen för avvikelserna och grunderna för teckningskursen anges, dels att beslutet inte anses otillbörligt enligt generalklausulen. Därtill utvecklar Kollegiet och Aktiemarknadsnämnden god sed på aktiemarknaden, vilket alla aktiemarknadsbolag ska följa. God sed begränsar, tillsammans med lag, exempelvis under vilka omständigheter som en riktad emission får genomföras, till vilka villkor samt vilka emissionen får riktas till.

Regleringens ändamål är å ena sidan att främja en effektiv kapitalanskaffning för bolag, å andra sidan att säkerställa ett skydd för aktieägare och förtroende för aktiemarknaden. Det är tydligt att de sistnämnda målen inte tillräckligt tillgodoses i den nuvarande regleringen och att en förändring behöver ske. Antalet riktade emissioner som genomförs på svenska marknadsplatser är större än någonsin, rabatterna är ofta väldigt höga och motiveringarna präglas av viss slentrianmässighet. Borttagande av möjligheten att besluta om en riktad emission på bemyndigande torde vara den mest ändamålsenliga lösningen på detta problem. Härigenom skulle det säkerställas att riktade emissioner inte genomförs i andra fall än då det anses vara det bästa för aktieägarkollektivet som helhet. Så torde endast vara fallet i situationer då bolaget går mot en konkurs ifall inte en riktad emission genomförs eller om den riktade emissionen tecknas av parter som tydligt gynnar bolaget, varigenom värdet på varje aktieägares innehav skulle öka på trots av utspädningen.

Mot bakgrund av de slutsatser som dragits i framställningen, vill avslutningsvis uppmanas till vidare forskning inom ämnet. Hur bristen på avgöranden från domstolar och disciplinnämnder kan vara så stor, samt hur detta har påverkat problemets framväxt och vidare utveckling torde vara mycket intressanta frågeställningar.

Källförteckning

Litteratur

Afrell, L. & Jansson, P-O., *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 4 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2017.

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, 4 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2012.

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.

Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2 uppl., Iustus, Uppsala, 2016.

Hildén, KW., *Likviditet, investerarsentiment och emissionsrabatter i accelererade anbudsförfaranden av riktade emissioner i Norden*, Institutionen för Finansiell Ekonomi och Ekonomisk Statistik, Svenska handelshögskolan, Helsingfors, 2019.

Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*. I: Nääv, M. & Zamboni, M., (red.), *Juridisk metodlära*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2018.

Munck, J., *Aktiemarknadsnämnden 10 år*, SvJT 1996 s. 899.

Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, 7 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2020.

Stattin, D., *Takeover: om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2 uppl., Thomson Reuters, Stockholm, 2009.

Westermark, D. & Lagercrantz, M., *Om nyemission*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2013.

Offentligt tryck

Departementsserien

Ds Fi 1986:21 – Riktade emissioner av aktier m.m.

Ds 2011:21 – Vissa lagändringar i fråga om riktade emissioner av aktier.

Ds 2012:37 – Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag.

Faktapromemoria

2013/14:FPM83 – Rekommendation om bolagsstyrning

Propositioner

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

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

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

Prop. 2004/05:85 – Ny aktiebolagslag.

Statens offentliga utredningar

SOU 1971:15 - Förslag till aktiebolagslag m.m.

SOU 1995:44 - Aktiebolagets organisation.

Utskottsbetänkande

LU 1973:19 – Betänkande i anledning av Kungl. Maj:ts proposition 1973:93 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. jämte motioner.

Rättsfall

Högsta domstolen

NJA 2013 s. 1250.

Hovrätterna

Svea hovrätts dom i mål T 10335–09 av den 23 juni 2009.

Övrigt

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2002:02.

AMN 2016:01.

AMN 2021:42.

AMN 2022:36.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning

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

Nasdaq

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, Beslut 2022-11-10.

Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, 1 augusti 2022.

Spotlight Stock Market

Spotlights regelverk, 1 februari 2022.

Elektroniska källor

Aktiespararna, Ägarstyrningspolicy, februari 2010. Tillgänglig: <https://www.aktiespararna.se/agarstyrningspolicy> (Hämtad 2022-11-18).

Euroclear Sweden AB, Aktieägandet i Sverige 2020. Tillgänglig: https://www.euroclear.com/aktieagarrapport_2020 (Hämtad 2022-11-23).

Euroclear Sweden AB, Aktieägandet i Sverige 2021. Tillgänglig: https://www.euroclear.com/aktieagarrapport_2021 (Hämtad 2022-11-23).

Euroclear Sweden AB, Ökat antal aktieägare i Sverige trots turbulent år på aktiemarknaden, 17 november 2022. Tillgänglig: <https://www.euroclear.com/Okat-antal-aktieagare-Sv> (Hämtad 2022-12-11).

Cision News, Enorama genomför riktad nyemission, och planerar en extra bolagsstämma för beslut om ytterligare riktade nyemissioner, beslut om ändring av bolagsordning samt förlängning av låneavtal med närstående, 19 november 2022. Tillgänglig: <https://news.cision.com/enorama-pharma/> (Hämtad 2022-11-30).