



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

JURIDISKA INSTITUTIONEN

Programmet för juris kandidatexamen

Tillämpade studier, 30 hp

Vårterminen 2011

Riktade nyemissioner

En studie av gällande regelverk mot bakgrund av näringslivets önskan om förenklade kapitalanskaffningsregler.

Författare: Andréas Pernmyr

Handledare: Adj. Professor Rolf Skog

Ämne: Bolagsrätt / Börsrätt

Jag vill med dessa rader tacka min handledare, professor Rolf Skog. Ditt handledarskap och engagemang har varit mycket inspirerande. Din kunskap och erfarenhet har varit synnerligen värdefull för mig.

Ett stort tack riktas också till mina föräldrar som bidragit med synpunkter och stöttning.

Andréas Pernmyr
juni 2011

Innehåll

Sammanfattning.....	5
1. Bakgrund	6
Syfte.....	6
Metod.....	6
Begränsningar.....	6
Disposition.....	6
2. Om nyemissioner och företrädesrätt	8
Historisk bakgrund.....	9
EG-rätten och företagens möjlighet till kapitalanskaffning.	11
Historisk utveckling av aktieägarnas företrädesrätt i Amerikas förenta stater	12
3. Gällande rätt – Sverige	14
Nyemissionsförfarande med företrädesrätt för befintliga aktieägare beslutad vid bolagsstämma.	14
Nyemission utan företrädesrätt för befintliga aktieägare – s.k. riktad emission.....	20
Nyemission på styrelsens initiativ för senare godkännande av bolagsstämma.....	21
Styrelsebeslut on nyemission som fattas med bolagsstämmans bemyndigande.....	23
Börsens regelverk avseende emissionsförfarandet	24
Nasdaq OMX Stockholm.....	24
Aktiemarknadsnämnden	26
Näringslivets Börskommitté (NBK).....	27
Finansinspektionen	28
Ägarpolicies	28
Aktiespararna	29
AFA Försäkring.....	29
Alecta Pensionsförsäkring	30
AMF Pension.....	30
Första AP-fonden.....	30
Andra AP-fonden	31
Tredje AP-fonden	31
Fjärde AP-fonden.....	31
Sjunde AP-fonden.....	32
Folksam Sak.....	32
Handelsbanken Fonder	33
Nordea Fonder	33

SEB Fondbolag	33
Skandia Liv	33
Swedbank Robur Fonder	33
Sammanfattning och reflektion rörande ägarpolicys.....	34
Flödesschema Nyemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare.....	36
Flödesschema riktad nyemission.....	37
4. Gällande rätt – internationell utblick	38
Danmark	38
Finland	39
Norge	40
Tyskland.....	40
Frankrike.....	41
Storbritannien	43
Companies Act 2006.....	44
Pre-Emption Group	48
The Financial Services Authority (FSA)	49
Amerikas förenta stater	50
5. Konsekvensanalys och slutsats.....	54
6. Källförteckning.....	57
Litteratur.....	57
Direktiv	57
Offentligt tryck	57
Praxis	58
Muntliga källor	58
Internet.....	58
Övrigt.....	59

Sammanfattning

Investor har i en skrivelse till Justitiedepartementet föreslagit att emissionsreglerna för aktiemarknadsbolag ses över. Ett ökat antal nyemissioner tillsammans med tolkningssvårigheter av gällande regelverk anses föreligga. Vidare hävdas att svenska aktiemarknadsbolag har konkurrensnackdelar gentemot motsvarande bolag i andra europeiska länder. Mot den bakgrunden har de svenska reglerna avseende kapitalanskaffning för aktiemarknadsbolag analyseras. En jämförelse har gjorts med ett antal europeiska länder för att utröna huruvida påståendet stämmer.

Det svenska regelverket är liksom övriga EU-staters regelverk avhängigt det andra bolagsdirektivet (77/91/EEG) som sätter ramarna för hur emissionsförfarandet får hanteras. Då direktivet är ett minimidirektiv föreligger vissa skillnader mellan länderna. Endast små skillnader skiljer det nordiska staterna åt. De tyska och franska regelverken är striktare, mer komplicerade och ställer högre krav på de aktiemarknadsbolag som avser genomföra riktade emissioner. Regelverket i Storbritannien har likheter med de nordiska ländernas regelverk men tillämpningen av reglerna skiljer stort. I Storbritannien tillämpas rutinmässigt möjligheten att bemyndiga styrelsen att på eget initiativ genomföra riktade nyemissioner. Brittiska aktiemarknadsbolag har därför lättare att anskaffa kapital utan onödig tidsutdräkt. Denna möjlighet föreligger också i Sverige men utnyttjas i liten utsträckning.

Svenska aktiemarknadsbolag har inte någon konkurrensnackdel gentemot övriga europeiska aktiemarknadsbolag sett till regelverkets konstruktion gällande kapitalanskaffning. Regelverket är komplicerat men Sverige skiljer inte ut sig i mängden. Möjligheter finns att efter engelsk modell tillämpa nuvarande regelverk. Därigenom skulle svenska aktiemarknadsbolag uppnå större flexibilitet och minskad tidsutdräkt vid emissionsförfarande.

1. Bakgrund

Investor har i en skrivelse till Justitiedepartementet (Ju 2009/8495/L1) föreslagit att emissionsreglerna för aktiemarknadsbolag ses över. Investor anför att antalet nyemissioner har ökat den senaste tiden och att det finns ett växande behov av att snabbt kunna få in nytt kapital. Investor anför vidare att emissionsförfarandet där företrädesrätt ges till befintliga aktieägare medför betydande nackdelar i form av tidsutdräkt och kostnader. Det hävdas att aktiemarknadsbolag därav har en konkurrensnackdel gentemot motsvarande bolag i andra europeiska länder. Utöver detta hävdar Investor att relativt stor osäkerhet råder rörande regelverkets tolkning och tillämpning angående riktade emissioner.

Frågor rörande kapitalstruktur är av stor vikt för de svenska aktiemarknadsbolagen och tillgång på lättillgängligt riskkapital är ofta avgörande för företagets framtid. Samtidigt är det av stor vikt att aktieägarminoriteternas intressen tas tillvara för att inte förtroendet för aktiemarknaden ska erodera, något som i sig skulle vara förödande för företagen. Regelverket måste därför vara väl avvägt. Ett ekvilibristiskt förhållningssätt krävs av lagstiftaren tillsammans med ett ansvarstagande hos de aktörer som verkar inom området. Utöver lagar, regler och förordningar ska god sed på aktiemarknaden iakttas.

Jag har genomlyst regelverket för emissionsinstitutet. Fokus ligger på det svenska regelverket men ett antal utvalda europeiska regelverk undersöks också för att få klarhet i om det ligger något i Investors kritik. En utförlig analys presenteras tillsammans med statistik över genomförda riktade nyemissionen på den svenska aktiemarknaden.

Syfte

Hur är regelverket rörande (riktad)nyemission beskaftat? Finns det anledning att förändra regelverket beaktat situationen i Sverige i jämförelse med andra europeiska länder?

Metod

För att analysera regelverket har lagtext, förarbeten, domar, utlåtanden, doktrin och statistik analyserats. Denna kunskap ligger sedan till grund för efterföljande analys.

Begränsningar

Uppsatsen fokuserar på (riktade)nyemissioner. Jag har i min genomgång uteslutigt kvittnings- och apportemissioner.

Disposition

Uppsatsen inleds med att begreppen nyemission och företrädesrätt förklaras tillsammans med en kortare redogörelse av innebörden av begreppen. Därefter följer en historisk bak-

grund för att få en grundläggande förståelse för framväxten och tillkomsten av nuvarande regelverk rörande riktade emissioner. En EG-rättslig del följer därefter. Därefter ges en kortare beskrivning kring hur företrädesrätten utvecklats i Nordamerikansk aktiebolagsrätt. Det svenska regelverket genomgås sedan grundligt. Den svenska delen innehåller också en genomgång av ett antal utvalda ägarpolicys. Därefter följer en kortare genomgång av utvalda europeiska länders regelverk, med extra fokus på det brittiska regelverket. En genomgång av det nordamerikanska regelverket finns också med som jämförelse till det europeiska systemet. Slutligen följer konsekvensanalys och slutsats.

2. Om nyemissioner och företrädesrätt

Ett företag som behöver kapitaltillskott kan uppta ett banklån eller finansiera kapitaltillskottet genom nyemission. Vilket finansieringsalternativ som ett kapitalberoende företag använder sig av är situationsberoende. En nyemission innebär att företaget emitterar nya aktier på marknaden. Förfarandet innebär att företagets aktiekapital ökar. Nyemissionen kan riktas till befintliga aktieägare eller riktas till utomstående finansiärer. En emission som riktas till utomstående finansiärer framför de befintliga aktieägarna kallas riktad emission. En riktad emission får konsekvensen att befintliga aktieägare får sin kapital- och rösträttsandel i företaget i fråga utspädd. Utspädningseffekten är beroende av hur många nya aktier som emitteras i förhållande till befintligt antal aktier i företaget och till vilken emissionskurs de nya aktierna säljs för. Förutom de direkta utspädningseffekter som uppstår i och med nyemissionen kan förfarandet medföra förskjutningar i ägarandelar som får konsekvenser för minoritetsskyddet. Dessa konsekvenser kan få stor betydelse eftersom aktiebolagslagens minoritetsskydd i flera avseenden är beroende av den relativa storleken på ägarandelen. För att kompensera för de negativa effekterna av en riktad nyemission är den svenska lagen konstruerad så att huvudregeln vid nyemissionsförfarandet är att befintliga aktieägare har företräde framför andra att teckna de nyemitterade aktierna. Detta administreras vanligen genom att ett antal teckningsrätter tilldelas befintliga ägare. Antalet tilldelade teckningsrätter är relaterat till befintligt aktieinnehav. Teckningsrätterna ger innehavaren rätt att teckna nya aktier i bolaget till en på förhand fastslagen kurs. Om teckningsrättsinnehavaren inte vill delta i nyemissionen finns möjligheten att sälja teckningsrätten till annan. Prisutvecklingen på teckningsrätten är avhängig kursutvecklingen i den underliggande aktien eftersom de nya aktierna emitteras till ett på förhand bestämt pris. Genom förfarandet kompenseras befintliga ägare för kapitalutspädning men inte för utspädd rösträtt. Den relativa rösträtten i bolaget sjunker således om inte teckningsrättsinnehavaren väljer att delta i nyemissionen. Teckningsrätterna har en begränsad livslängd. Då löptiden på teckningsrätten är till ända och emissionen genomförs upphör teckningsrätten att existera.

För att lagstiftaren ska godta att riktade nyemissioner genomförs måste vissa förutsättningar uppfyllas. Ett beslut om riktad nyemission måste fattas med kvalificerad majoritet. Generalklausulerna, som anknyter till likhetsprincipen och begränsar företagets handlingsutrymme har bäring på agerandet i företagsförvaltningen. Innebörden av generalklausulen i aktiebolagslagens 7 kapitel är att bolagsstämman inte får fatta ett beslut som är ägnat att ge någon en otillbörlig fördel eller är till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.¹ Generalklausulen i aktiebolagslagens 8 kapitel har en närliggande innebörd.²

¹ ABL 7:47, "Bolagsstämman får inte fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare."

² ABL 8:41, "Styrelsen eller någon annan ställföreträdare för bolaget får inte företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare."

Beslut om nyemission kan fattas på bolagsstämma eller av styrelsen själv förutsatt att bemyndigande till beslut i frågan givits. En nyemission kan också konfirmeras i efterhand av bolagsstämman. Vid såväl bemyndigande som vid godkännande i efterhand ställs samma majoritetskrav som när bolagsstämman fattar beslut om nyemissionen på förhand. Ur företagsstrategisk aspekt har procedurreglerna stor betydelse eftersom största möjliga flexibilitet eftersträvas samtidigt som tidsramen för att agera ibland är begränsad. Den svenska regleringen i dessa frågor styrs och begränsas ytterst av de ramar som uppställs i direktiv gemensamt beslutade i EU. När det gäller frågor som berör företags kapitalanskaffning regleras dessa i andra bolagsdirektivet (77/91/EEG). För att bringa klarhet i regelverket beskrivs i det följande huvuddragen i regelverket och de olika tidsfrister som måste beaktas vid genomförandet. Beroende på om nyemissionen ska genomföras med företrädesrätt för befintliga ägare eller som riktad emission till specifika investerare skiljer sig förfarandereglerna något.

Historisk bakgrund

Möjligheten att genomföra riktade emissioner tillkom 1973. I förarbetena konstateras att det kan vara önskvärt att frånga aktieägarnas företrädesrätt till förmån för exempelvis bolagets anställda.³ Det konstateras vidare att det finns tillfällen då en kontantbetalad nyemission anses vara möjlig och genomförbar endast om en utomstående får möjlighet att teckna samtliga eller majoriteten av de nytutgivna aktierna med företrädesrätt framför befintliga aktieägare. Förarbetet beskriver också att nuvarande (d.v.s. dåvarande) regelverk medger att en kontantemission maskeras som en apportemission varpå aktieägarnas företrädesrätt förbigås. Det ansågs därför befogat att ändra regelsystemet så att även kontantemissioner kunde genomföras utan att aktieägarnas företrädesrätt vidmakthölls. Det skulle således handla om en kodifiering av ett förfarande som redan nyttjades genom en mer eller mindre fiktiv apportemission. Skyddet för minoritetsägarna skulle upprätthållas genom att beslutet på bolagsstämman att frånga företrädesrätten skulle fattas med viss pluralitet (d.v.s. kvalificerad majoritet). Diskussioner fördes kring att införa kravet *"erforderligt för kapitalökningens genomförande eller eljest till nytta för bolaget"* om bolagsstämman skulle besluta om avvikelse från befintliga aktieägares företrädesrätt. Den föreslagna formuleringen ströks dock då den ansågs vara allt för obestämd. Däremot konstaterades att beslutet om att åsidosätta aktieägares företrädesrätt inte fick innebära att en otillbörlig fördel bereddes någon på aktieägares bekostnad. En sådan otillbörlig fördel skulle strida mot generalklausulen och därmed kunna klandras.⁴ En generell avvikelse från företrädesrätten till förmån för en eller några befintliga aktieägare skulle vara föranledd av objektiva skäl.

En ställföreträdare för bolaget får inte heller följa en anvisning av bolagsstämman eller något annat bolagsorgan, om anvisningen inte gäller därför att den strider mot denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen."

³ SOU 1971:15 s. 175

⁴ Ibid s. 175 resp. s. 244

Förändringen föranleddes av näringslivets krav på ett flexibla regelverk, tillsammans med en sjunkande grad av självfinansiering.⁵ Den sjunkande självfinansieringen medförde ett ökat behov av externt riskvilligt kapital. De för tiden gällande emissionsreglerna medförde att kapitalbehovet inte till fullo kunde tillfredställas. Det framhölls i propositionen att det var av största vikt att extern finansiering kunde genomföras på effektivast möjliga sätt och utredaren delade således näringslivets önskemål.⁶

Detta önskemål sammanföll med kapitalmarknadsutredningens förslag (SOU 1972:65) rörande fjärde AP-fondens möjlighet att investera i aktier. Det konstaterades att det var en grundläggande förutsättning att reglerna om företrädesrätt upphävdes för att kapital skulle kunna tillföras de företag som var i behov av dito i samband med nyemission.⁷ Lagens utformning kom sedermera inte att bara omfatta de allmänna pensionsfonderna. I 1975 års ABL står att läsa i 4 kap. 2§:

Vid nyemission där de nya aktierna skall betalas med pengar (kontantemission) och vid fondemission har aktieägarna företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal aktier de förut äger, om ej annat föreskrivits i bolagsordningen enligt 3 kap. 1 § andra stycket 3 eller, vid kontantemission, antingen bestämmes i emissionsbeslutet eller följer av villkor som enligt 5 kap. 4 § första stycket 8 meddelats vid emission av skuldebrev.

Beslut av bolagsstämman att avvika från aktieägarnas företrädesrätt är giltigt endast om det har biträtts av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.

Lagens generella utformning öppnade för möjligheter att genomföra emissioner även utanför den befintliga ägarkretsen, varpå företrädesrätten åsidosattes. Kraven på ökad flexibilitet föranledde också förändringar av bolagsstämmans befogenheter. En diskussion fördes i förarbetena till den nya lagen om för och nackdelar med att bolagsstämman fick möjlighet att bemyndiga styrelsen att fatta beslut om riktade emissioner. Reglerna före ABL 1975 medgav inte möjligheten för bolagsstämman att bemyndiga styrelsen att besluta om nyemission. Däremot var det sedan tidigare fullt möjligt för styrelsen att beslutade om nyemission under förutsättning att bolagsstämman sedermera godkände åtgärden. Det normala förfarandet före ABL 1975:s tillkomst var att bolagsstämman fattade beslutet om nyemission med enkel majoritet. Gällande regelverk, som medförde att bolagsstämman fattade beslut om nyemission, ansågs inte uppfylla de krav på snabbhet och flexibilitet som krävdes för en effektiv företagsförvaltning. Speciellt i större företag ansågs det administrativa arbetet såväl som tidsutdräkten för att sammankalla en extra bolagsstämma vara allt för omständigt och tidsödande. Möjligheten för bolagsstämman att bemyndiga styrelsen att själv fatta beslut om nyemission ansågs därför viktig.⁸ De sedan tidigare gällande reglerna som statuerade stämans godkännande i efterhand ansågs inte optimala eftersom möjligheten fanns att stäm-

⁵ Prop 1973:93 s.64

⁶ Ibid s.65

⁷ Ibid s.71

⁸ Ibid s.67 ff.

man att inte godkände beslutet. Det skulle medföra kostsamma och arbetsintensiva åtgärder för att avbryta pågående emissionsprocess och inverka negativt på företagsförvaltningen. Dessutom ansågs att risken för ett nekande på bolagsstämman i sig kunde medföra att potentiella investerare ställde sig negativa till finansiering. Ett bemyndigande av bolagsstämman skulle råda bot på dessa problem och minoriteten ansågs inte missgynnad då krav ställdes på kvalificerad majoritet vid beslutsfattandet på stämman. Dessutom uppställdes krav på att bemyndigandet skulle gälla under begränsad tid. Det slutliga förslaget utmynnade i att ett bemyndigande skulle gälla i högst ett år. Detta gav aktieägarna möjlighet att vid varje bolagsstämma ta ställning till ett eventuellt bemyndigande varpå minoritetsägarperspektivet ansågs tillgodosett.

När det gäller möjligheten att få genomföra riktade emissioner utan företrädesrätt för befintliga aktieägare så kunde det nya regelverket vid en första anblick te sig problematiskt ur ett minoritetsägarperspektiv eftersom tillämpningen av generalklausulen hitintills varit relativt rigid i svenska domstolar. Lagstiftaren anförde dock att så inte skulle vara fallet eftersom generalklausulens tillämpningsområde skulle vidgas. I propositionen 1973:93, s. 83 – 84 står att läsa; *”Översynen skall enligt direktiven inriktas på en framtida reglering som medger **en betydligt mindre restriktiv tillämpning än de nuvarande generalklausulerna anses ge utrymme för.** Mitt förslag till generalklausuler på aktiebolagsrättens område står i överensstämmelse härmed.”* (egen kursivering och fetstil).

Den svenska utvecklingen var på intet sätt unik. I flera europeiska länder fördes liknande diskussioner. Idag är samtliga av EU:s medlemsstater styrda och begränsade av andra bolagsdirektivet (77/91/EEG). Det finns därför anledning att studera direktivet.

EG-rätten och företagens möjlighet till kapitalanskaffning.

Det andra bolagsdirektivet, kapitaldirektivet, är ett av flera direktiv i EG-rätten som tillkom för att harmonisera bolagsrätten.⁹ Direktivet antogs 1976 och är idag implementerat i alla medlemsstater. Direktivet är ett minimidirektiv. Artikel 29 i direktivet behandlar ökning av det tecknade kapitalet.

Där framgår att vid kontantemission ska aktieägarna erbjudas de nya aktierna med företrädesrätt jämt fördelat i förhållande till aktieinnehavets storlek. Ett undantag för företrädesrätten anges dock i artikel 29 p. 4 som anger att den kan frångås om beslut fattas på bolagsstämma enligt regelverket som anges i artikel 40 (minst 2/3 majoritet eller enkel majoritet om minst hälften av det tecknade kapitalet är företrätt), samt att styrelse eller bolagsledning skriftligen förklarar varför företrädesrätten ska åsidosättas tillsammans grunderna för den föreslagna emissionskursen. Eftersom direktivet utformades som ett minimidirektiv så medgavs möjlighet för medlemsstaterna att uppställa högre krav än de i direktivet angivna. Det svenska kravet om kvalificerad majoritet som också ställdes på de vid stämman företrädda aktierna var därför inte lagtekniskt problematiskt eftersom direktivet uppfylls, oavhängigt de

⁹ 77/91/EEG

något hårdare svenska kravet. Statusen som minimidirektiv har också prövats rättsligt av EG-domstolen.¹⁰

Direktivets artikel 29 p.5 hänvisar till artikel 25.2 angående giltighetstid av bolagsstämmans bemyndigande till styrelsen. Det framgår att ett sådant bemyndigande gäller i maximalt 5 år. Svensk lagstiftning är i detta hänseende något hårdare då bemyndigandets giltighetstid maximalt får sträcka sig till nästa årsstämma (d.v.s. max 1 år). Harmoniseringsprocessen har medfört att samtliga medlemsstater i EU har ett grundläggande gemensamt minimiregelverk. Därutöver råder vissa skillnader i staternas aktiebolagsrättsliga regelverk, framförallt i förhållande till företrädesrätten.

Utvecklingen i Amerikas förenta stater rörande aktieägarnas företrädesrätt har i mångt och mycket gått i motsatt riktning.

Historisk utveckling av aktieägarnas företrädesrätt i Amerikas förenta stater

Det föreligger som regel inte någon företrädesrätt för amerikanska aktieägare. Så har dock inte alltid situationen varit. Initialt tillämpades företrädesrätten i Nordamerika men i takt med den bolagsrättsliga utvecklingen har företrädesrätten försvunnit. Framförallt två rättsfall har varit grundläggande i den amerikanska utvecklingen av s.k. pre-emptive rights. Det första rättsfallet kan sägas vara grunden till doktrinen om företrädesrätt, är från 1807.¹¹ Domen innebar att de ursprungliga aktieägarna hade rätt att *pro rata* få möjlighet att teckna nya aktier vid nyemission. Rättsfallet berörde inte rösträttsfrågorna som var kopplade till de enskilda aktierna, utan det handlade enbart om kapitalet som sådant. Sedermera konstateras att ett sådant system skulle bli mycket komplicerat på grund av den mängd olika typer av aktier som allteftersom utgavs. Att fastställa olika investerares röststyrka tillika det praktiska förfarandet som sådant vid en nyemission skulle bli en komplicerad uppgift.

I ett rättsfall från 1906 kom likabehandlingsprincipen till uttryck i form av hur skadeståndets storlek skulle beräknas när en aktieägars rätt till vid emissionsförfarande åsidosatts.¹²

Doktrin under första halvan av 1900-talet konstaterar dock att utgången av ovanstående rättsfall, som har kommit att bli några de mest refererade gällande företrädesrätt vid emission, hade blivit densamma, oavhängigt utvecklingen av institutet företrädesrätt. Det konstateras att tvisterna hade kunnat avgöras på grundsatsen att det handlar om en pliktförsummelse hos ledningen. I Harvard Law Review uttrycker sig Henry S. Drinker, Jr. på följande sätt:¹³

¹⁰ C-42/95. Det konstaterats att det är tillåtet att uppställa högre krav i nationell lagstiftning. I målet konstaterar domstolen via ett förhandsavgörande att det inte finns hinder för nationell lagstiftning att uppställa krav på företrädesrätt för aktieägarna även vid apportemission.

¹¹ 3 Mass. 364, 1807 WL 789 (Mass.), Gray v. Portland Bank.

¹² 24 Bedell 285, 186 N.Y. 285, 78 N.E. 1090, Stokes v. Continental Trust Co. of city of New York. 1906.

¹³ Henry S. Drinker, Jr., *The Preemptive right of shareholders*, Harvard Law Review, 1930, s. 599

All involved an obvious breach of the duty of the directors as fiduciaries and would have been similarly decided irrespective of any distinct common law doctrine of preemptive right.

Det kan konstateras att minoritetsägarperspektivet har betydelse i nordamerikansk rätt men att det tillgodoses även utan ett regelverk angående företrädesrätt vid emissionsförfaranden. Eftersom det nordamerikanska systemet i första hand drivs av rättsfallspraxis medförde doktrin på området att tillämpningen av företrädesrättsinstitutet, genom domstolarnas agerande, försvagades. Kritiken mot företrädesrättssystemet har medfört att dagens rättstillämpning i Amerikas förenta stater till stor del fungerar utan företrädesrättsinstitutet. Systemet hade blivit för komplext att upprätthålla i och med aktiemarknadens ökade komplexitet. Aktieägarnas intresse tillgodosågs genom möjligheten att påverka/avsätta bolagsledning och styrelse om de inte aktieägarnas intresse tillvaratogs.¹⁴ Kritik mot systemet kom från praktiskt verksamma inom företagande, bolagsledning och bolagsrätt. Kritiken bestod i att systemet med företrädesrätt försvårade för bolagen att på ett effektivt och rationellt sätt driva företaget, då systemet med företrädesrätt medförde negativa konsekvenser i form av bristande flexibilitet och ställde till sådana problem att det i förlängningen drabbade aktieägarna negativt.¹⁵

¹⁴ Alexander Hamilton Frey., *Shareholders Pre-Emptive Rights*, Yale Law Journal, 1929.

¹⁵ Henry S. Drinker, Jr., *The Preemptive right of shareholders*, Harvard Law Review, 1930, s. 614 ff.

3. Gällande rätt – Sverige

Nuvarande svenska aktiebolagslag (2005:551) grundar sig på propositionen 2004/05:85 ”Ny aktiebolagslag”. Skillnaderna mot förevarande 1975 års aktiebolagslag är både språkliga och systematiska och de tidigare särreglerade reglerna om vissa riktade emissioner (LEO-reglerna) är numer införda i aktiebolagslagen (16 kap). En bärande tanke vid införandet av den nya aktiebolagslagen var att förenkla vid tillämpning av regelverket samtidigt som större flexibilitet för företagen skulle uppnås.¹⁶ Lagen har nu varit ikraft ett antal år och förslag har, initialt företrädesvis från näringslivet, rests om en översyn av vissa delar i lagen.¹⁷ Delar som bl.a. anses vara i behov av översyn är reglerna rörande kapitalanskaffning medelst nyemission. Detta regelverk finns i första hand beskrivet i 13 kapitlet samt reglerna som beskriver ökning av aktiekapitalet i 11 kapitlet. Dock är reglerna av komplex natur varpå ett antal övriga områden i regelverket också berörs. I första hand handlar det om likhetsprincipen som finns beskriven i 4 kap. 1§ och generalklausulerna som finns beskrivna i 7 kap. 47§ respektive 8 kap. 41§. Dessutom berörs de lagrum som behandlar tidsfrister och kallelsebestämmelser etc. vid bolagsstämma i 7 kap.

För att få en översikt och klarhet i hur regelsystemet fungerar vid kapitalanskaffning beskrivs först gällande regelsystem vid ett emissionsförfarande där aktieägarnas företrädesrätt tillgodoses. Därefter görs en jämförelse med regelverket vid riktade emissioner. Detta ställs sedan i jämförelse med emissionsbeslut som genomförs dels på styrelsens eget bevåg för godkännande av bolagsstämman i efterhand, dels med stöd av stämmans bemyndigande. Översikten kompletteras av tidslinjer då detta på ett pedagogisk vis åskådliggör den tidsutdräkt som är förknippad med ett emissionsförfarande. Efter att regelverket åskådliggjorts följer en djupare analys av respektive del i regelverket.

Nyemissionsförfarande med företrädesrätt för befintliga aktieägare beslutad vid bolagsstämma.

Huvudregeln när det gäller genomförande av nyemission är att beslut fattas av bolagsstämman (11:2). Beslut om nyemission får inte stå i strid med företagets bolagsordning då dess skrivningar rörande aktiekapitalet kan begränsa eller omintetgöra företagets möjligheter att genomföra nyemission. För de fall bolagsordningen statuerar ett fast belopp på aktiekapitalet kan inte en nyemission genomföras utan att bolagsordningen först ändras. I vissa fall statuerar bolagsordningen ett max- respektive minimibelopp för aktiekapitalet i bolaget. Om en nyemission ska genomföras utan att bolagsordningen ska ändras är det av största vikt att först en beräkning görs så att inte maxbeloppet på bolagets aktiekapital överskrids. Det formella kravet på att inte maximikapitalet ska kunna överskridas är ovillkorligt. En nyemission som genomförs och som sedermera visar sig stå i strid med bolagsordningen blir en nullitet

¹⁶ Prop. 2004/05:85 s. 1

¹⁷ JU 2009/8495/L1

och registrering av emissionen kommer vägras av bolagsverket.¹⁸ Om det är så att bolagsordningen måste ändras så måste beslut om detta fattas **före** beslut om genomförande av nyemission fattas. Det finns dock inget som hindrar att ett sådant beslut tas på samma bolagsstämma, förutsatt att beslutet tas **innan** beslutet om nyemission.¹⁹ Det bör i detta sammanhang beaktas att för att ändra bolagsordningen krävs kvalificerad majoritet (7:42 - 45).

Enligt huvudregeln har aktieägare företrädesrätt till nyemitterade aktier i förhållande till det antal aktier de tidigare äger (13:1, 1 st.). Om styrelsen vill att bolagsstämman ska besluta om att en nyemission ska genomföras där befintliga aktieägare ska få tillvarata sin företrädesrätt blir tågordningen som följer:

1. **Kallelse till bolagsstämma.** Kallelsereglerna beskrivs i ABL 7:18 – 20. Om nyemissionsbeslutet avses fattas på ordinarie bolagsstämma ska kallelse utfärdas tidigast 6 veckor och senast 4 veckor före bolagsstämman. Om bolagsordningen måste ändras gäller samma kallelsefrist. Om bolagsordning inte behöver ändras kan en "annan extra bolagsstämma" hållas. Kallelse till sådan stämma ska utfärdas tidigast 6 veckor och senast 2 veckor före bolagsstämman. (se fig. 1)
Om företaget vill ha beslutet så snabbt som möjligt gäller således minimum 2 veckors framförhållning innan bolagsstämman kan genomföras.
2. **Förslag till beslut om nyemission.** Ett förslag måste upprättas (13:3). Förslaget upprättas vanligen av styrelsen eller med bistånd av styrelsen om initiativet väckts av annan. De formella kraven på innehåll anges i ABL 13:4-8. Uppfylls inte de formella kraven kan beslutet klandras i efterhand. Formuleringarna i förslaget får betydelse för det framtida emissionsförfarandet och kan vara avgörande för om emissionen lyckas. Förutbestämda beloppsgränser måste anges och uppfyllas för att emissionen ska kunna genomföras. Detta kan ske genom att ett fast belopp fastställs eller att ett mini- och maximibelopp fastställs som kapitaltillskottet ska hamna inom. Hur dessa belopp anges är också av stor vikt eftersom de kan få återverkningar när emissionen i ett senare skede ska registreras hos bolagsverket. Likaså har beloppsgränserna betydelse för huruvida emissionen blir framgångsrik eller ej. Emissionen kommer exempelvis att förfalla om inte det ökningsbelopp som anges i förslaget uppfylls vid det kommande emissionsförfarandet. Emissionens sannolikhet att lyckas nå ökningsbeloppet är förknippat med teckningskursens förhållande till marknadens värdering av aktien. Ett företag vars aktier värderas till 100 kr styck av marknaden kommer naturligtvis få svårt att genomföra emissionen om teckningskursen sätts till belopp som överstiger 100 kr. Sätts emissionskursen för högt riskerar föreskrivet ökningsbelopp att inte uppnås varpå emissionen förfaller.

¹⁸ ABL 11:2 -> ABL 13:28

¹⁹ ABL 7:42 – 45 -> ABL 3:5 -> ABL 27:8

I förslaget måste också finnas en redogörelse för vilka som har rätt att teckna de nyemitterade aktierna.

Teckningstiden för de nya aktierna måste alltid framgå av förslaget. En längre teckningstid medför större möjlighet för att fler aktieägare deltar i emissionen, men på bekostnad av ett mer utdraget emissionsförlopp. Om aktiekursen är volatil finns risken att kursen sjunker under teckningskursen, vilket i sin tur kan medföra att emissionen misslyckas. Den tidslimit som måste beaktas då emission genomförs med befintliga aktieägares företrädesrätt är 2 veckor, vilken i börsbolag beräknas från avstämningsdagen (se fig. 1). Anledningen till tvåveckorsfristen är att aktieägarna ska få tillräcklig tid att utvärdera förslaget och överväga huruvida de vill delta i emissionen eller ej.²⁰ I föregående aktiebolagslag var denna tidsfrist 3 veckor.²¹

Avstämningsdagen, d.v.s. den dag då aktieägarna måste vara införda i aktieboken för att kunna nyttja sin företrädesrätt, måste också anges i förslaget (förutsatt att det handlar om nyemission där befintliga aktieägares företrädesrätt tillgodoses). Även här är tidsfristerna viktiga att beakta. Lagen stadgar att "Avstämningsdagen får inte sättas tidigare än en vecka från dagen för beslutet."²² Detta innebär att ett börsbolag som inte är i behov av att genomföra ändringar i bolagsordningen och kallar till extra bolagsstämma för att ta beslut om nyemission kan sätta avstämningsdagen tidigast 3 veckor efter kallelsen till bolagsstämman (se fig. 1). Om beslutet ska tas på en ordinarie bolagsstämma eller förändringar krävs av bolagsordningen kan avstämningsdagen sättas tidigast 5 veckor efter kallelse utfärdats till bolagsstämman.

Som ovan beskrivits kan fluktationer av aktiekursen äventyra nyemissionens genomförande. För att till viss del försäkra sig mot problemet finns en möjlighet att bemyndiga styrelsen att fastställa ökningsbelopp och teckningskurs vid ett senare skede (efter bolagsstämman).²³ För att denna möjlighet ska kunna nyttjas måste förslag på dito finnas med i förslaget till beslut om nyemission. Styrelsen måste sedan fastställa ökningsbelopp och/eller teckningskurs senast 5 dagar före avstämningsdagen. Om avstämningsdagen sätts så tidigt som möjligt (d.v.s. en vecka från dagen för beslutet) är möjligheten betydelselös, men om avstämningsdagen sätts vid en senare tidpunkt är bestämmelsen och dess tidsfrister av vikt för att förfarandet ska gå rätt till och inte kunna klandras i efterhand.

²⁰ Prop 2004/05:85 s. 679 f.

²¹ Prop 1975:103 s. 334

²² ABL 13:5, 3 st.

²³ ABL 13:5, punkt 8.

3. **Tillgänglighet av förslaget.** Förslaget och därtill eventuella bilagor ska hållas tillgängligt för aktieägarna minst två veckor före bolagsstämman.²⁴ Detta innebär att om extra bolagsstämma ska hållas för att besluta om nyemissionen och kallelsen sker med minimal kallelsetid så måste handlingarna finnas tillgängliga i samband med kallelse/kungörelse av stämman. Om aktieägare begär det ska också handlingarna skyndsamt tillsändas denne. Finns inte handlingarna tillgängliga vid denna tidpunkt får beslut om nyemissionen inte tas på stämman eftersom formfel gör stämmobeslut ogiltiga.²⁵
4. **Ärendet ska framgå av kallelsen.** Av kallelsen till bolagsstämman ska också ärendet framgå (beslut om planerad nyemission).²⁶ Vidare måste det framgå om företrädesrätten för befintliga aktieägare avses tillgodoses. Om så inte är fallet måste också kallelsen innehålla förslagets huvudsakliga innehåll.²⁷
5. **Bolagsstämmans beslut.** Beslutet måste under alla omständigheter innehålla samtliga punkter som ingår i förslaget till beslut.²⁸
6. **De nytecknade aktierna måste svara mot beloppsgränserna.** När teckningstiden är tillända måste de, om det i emissionsbeslutet angivits ett lägsta belopp som bolagets aktiekapital ska ökas med, nytecknade aktierna svara mot de i förutsättningarna givna minimibeloppsgränserna. Om så inte är fallet upphör emissionsbeslutet att gälla.²⁹ Detta får till följd att företaget blir återbetalningsskyldigt jämte ränta för de belopp som erlagts för nytecknade aktier. Det är således av största vikt att de beloppsgränser som sätts i emissionsförslaget är noga övervägda. Om nyemissionen är beroende av ändring i bolagsordningen blir också den ändrade bolagsordningen en nullitet om aktiekapitalet till följd av emissionens misslyckande faller utanför det gränser som fastslagits i bolagsordningen. Konsekvensen vid ett misslyckande av emissionsförfarandet blir att hela processen, inklusive beslutet om förändring i bolagsordningen måste göras om, från början till slut.

I detta sammanhang bör emissionsgaranter nämnas. För att inte riskera att emissionen misslyckas är det idag vanligt att s.k. emissionsgaranter kontrakteras. Förfarandet kan liknas vid en försäkring. Emissionsgaranten förbinder sig vid det fallet att emissionen inte når tillräcklig teckningsgrad att teckna nödvändigt antal aktier så att emissionen garanteras. För denna garanti betalas en premie till garanten. Förfarandet har under senare tid kritiserats eftersom kostnaden för garantierna är

²⁴ ABL 13:9

²⁵ ABL 7:26

²⁶ ABL 7:24

²⁷ ABL 13:10

²⁸ ABL 13:11

²⁹ ABL 13:17

förhållandevis hög. En nyligen genomförd studie på området visar att de mindre bolagens medelkostnad för att få garantierna ligger på 7,35 % av emissionsbeloppet medans storbolagens kostnad för garantiåtagandet ligger på 5,16 % av emissionsbeloppet.³⁰ Trots de höga kostnaderna är det sällan garantierna tvingas infria sina garantier. Fördelen är att ett garantiåtagande "lugnar" marknaden eftersom risken med emissionen minskar. Detta ger i sin tur en förhoppning om en stabilare börskurs som förhoppningsvis inte sjunker under emissionskursen.

7. **Tilldelning.** När teckningen är avslutad beslutar styrelsen om tilldelning av de nyemitterade aktierna (se fig. 1). Detta anmäls snarast till Euroclear vars uppdrag är att föra in tilldelningen i aktieboken.

8. **Registrering av emissionsbeslutet.** Företaget bör registrera emissionsbeslutet så snart som möjligt till Bolagsverket för införande i aktiebolagsregistret. Lagen medger dock att så ska ske inom 6 månader från beslutet om nyemissionen.³¹ För att emissionen ska kunna registreras krävs dock att villkoren för emissionen uppfyllts och betalning har kommit in för de nyemitterade aktierna.³² Det finns dock en möjlighet att i vissa situationer delregistrera emissionen.³³ En förutsättning för det förfarandet är att det minimibelopp som angetts i förslaget och stämmobeslutet är täckt. En delregistrering där ett fast ökningsbelopp angivits i förslaget och av stämman som inte till fullo är täckt medför således att någon delregistrering inte är möjlig att genomföra. Detta kan medföra onödigt dröjsmål för företag som önskar genomföra emissionen så snabbt som möjligt. Reglerna om delregistrering har stramats upp i 2005 års ABL. I tidigare lag var det möjligt att registrera emissionen när halva det tecknade beloppet betalats. Följden av detta blev dock att ett företag periodvis kunde ha ett registrerat aktiekapital som var högre än det som inbetalats. Detta ansågs inte lämpligt varför regelverket stramades upp.³⁴

När registreringen är genomförd är ökningen av aktiekapitalet fastslagen. Om registrering inte sker inom 6 månadsfristen faller hela emissionen och de belopp som betalats till företaget måste återbetalas. Det bör också understrykas att finns det andra brister såsom att emissionen beslutats utan tillräcklig majoritet etc. på bolagsstämman är detta skäl för Bolagsverket att vägra registrering. Konsekvensen blir då att hela emissionen blir ogiltig och företaget tvingas återbetala uppbyggt belopp jämte ränta för de nyemitterade aktierna.

³⁰ Garanter vid nyemissioner, Förutsättningar och kostnader, 2010. Magisteruppsats, Uppsala universitet, Företagsekonomiska institutionen. Författare: Martin Gustavsson och Peter Lindström. Sid 36 - 37

³¹ ABL 13:27

³² ABL 13:28

³³ Prop. 2004/05:85 s. 356

³⁴ Prop. 2004/05:85 s. 356

Tiden Bolagsverket tar för registreringsförfarandet är beroende av verkets arbetsbörda respektive handlingarnas beskaffenhet vid insändandet. Enligt uppgift från Bolagsverket finns dock inga hinder för företaget att nyttja den betalning som erhållits från försäljningen av de nyemitterade aktierna förutsatt att företaget säkerställt de enligt lagstiftningen uppställda kraven (intygande av revisor e.d.) att betalning motsvarande de aktier som registreras funnits på för ändamålet avsett konto.³⁵ Enligt min mening är viss försiktighet påkallad i detta hänseende eftersom emissionen fortfarande kan gå om intet om bolagsverket konstaterar att de i lagen uppställda kraven inte är uppfyllda. Konsekvensen av detta blir att företaget blir återbetalningsskyldigt, jämte ränta, för alla aktier man fått betalt för. Det normala förfarandet vid en nyemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare eller vid oriktade emissioner är att tecknings- och betalningsprocessen sker genom en fondkommissionär eller bank. Då används direktbetalning för tilldelat antal aktier varpå administrationen för emissionsföretaget avsevärt underlättas. Först efter att registreringsförfarandet är avklarat kan aktierna föras in i aktieboken.

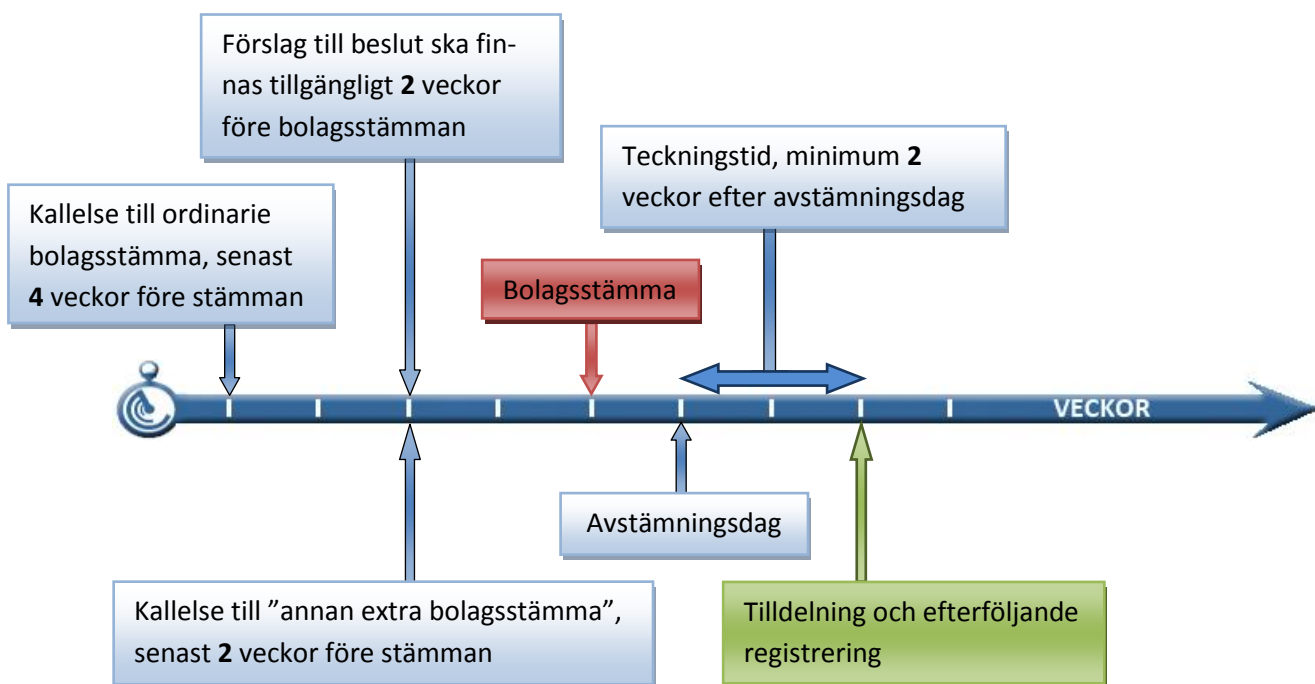


Fig. 1. Illustration av kritiska hållpunkter vid nyemissionsförfarande där befintliga aktieägares företrädesrätt tillgodoses.

³⁵ Hans Lind, Bolagsverket.

Nyemission utan företrädesrätt för befintliga aktieägare – s.k. riktad emission

Riktade emissioner avhandlas också i aktiebolagslagens 13 kapitel. Det framgår av 13:1, 2 stycket, p 2c, att det är möjligt att avvika från huvudregeln som stadgar att företrädesrätt ska ges till befintliga aktieägare. Lagrummet hänvisar till bestämmelser i emissionsbeslutet. Av 13:2 framgår att kvalificerad majoritet krävs för ett sådant beslut.

Tågordningen för beslut om nyemission utan företrädesrätt för befintliga aktieägare följer i princip samma mönster som beskrivits ovan ang. nyemission med företrädesrätt till befintliga aktieägare. Av fig. 2 (nedan) framgår de kritiska hållpunkterna vid ett riktat emissionsförfarande. Nedan beskrivs endast de skillnader som föreligger avseende procedurreglerna och relevanta tidsfrister.

1. **Förklaring och grund för teckningskurs.** Då befintliga aktieägares företrädesrätt ska förbigås måste en förklaring till varför så ska ske finnas med i förslaget tillsammans med grund för hur teckningskursen beräknats och skälen till dito.³⁶ En godtagbar förklaring kan vara avgörande för att uppnå kvalificerad majoritet på bolagsstämman. Likhetsprincipen och generalklausulerna måste vidare beaktas. Det är en grundläggande förutsättning att sådan hänsyn tas, även om man kvalificerad majoritet har uppnåtts på bolagsstämman. Lyckas inte företaget att övertyga aktieägarna att beslutet att frångå företrädesrätten är nödvändigt och till gagn för företaget som helhet (och därmed samtliga befintliga aktieägare), finns en risk att beslutet i efterhand klandras som stående i strid med generalklausulerna och likhetsprincipen.³⁷ En sådan klandertalan kan få till följd att den riktade emissionen blir en nullitet.
2. **Förslagets innehåll ska finnas i kallelsen.** Förslagets huvudsakliga innehåll måste finnas med i själva kallelsen (13:10).
3. **Teckningstid behöver inte beaktas.** Vid en riktad emission behöver inte någon teckningstid om två veckor beaktas som beskrivs i 13:4, 5 stycket, eftersom befintliga aktieägare inte behöver någon betänketid då de inte är berättigade att teckna aktier. Någon tidsfrist är således inte nödvändig vid riktade emissioner eftersom styrelsen då

³⁶ I andra bolagsdirektivet, (77/91/EEG) stadgas i Artikel 29 punkt 4: "Företrädesrätten får inte begränsas eller upphävas i bolagsordningen eller stiftelseurkunden. Detta får däremot ske genom ett beslut av bolagsstämman. Direktionen eller styrelsen skall i så fall lämna bolagsstämman en **skriftlig redogörelse som anger skälen för att begränsa eller upphäva företrädesrätten och grunderna för den föreslagna emissionskursen**. Bolagsstämmans beslut skall fattas enligt bestämmelserna i artikel 40 om beslutförhet och majoritet. Beslutet skall offentliggöras enligt varje medlemsstats lagstiftning i överensstämmelse med artikel 3 i direktiv 68/151/EEG." (egen fetstilsmarkering)

³⁷ ABL 7:50

på förhand förhandlat fram villkoren med den/de tilltänkta investerarna. Förfarandet vid riktade emissioner är således två veckor kortare ur denna aspekt.

4. **Avstämningsdag är ej nödvändig.** Någon avstämningsdag enligt 13:5, punkten 5, är inte nödvändig att ha i förslaget eftersom befintliga aktieägare inte äger rätt att delta i emissionen. Ett införande i aktieboken saknar relevans. Det riktade emissionsförfarandet kortas därmed ytterligare en vecka.

Registreringsförfarandet hos Bolagsverket följer samma mönster som vid registrering av emission där företrädesrätten tillgodoses för befintliga ägare.

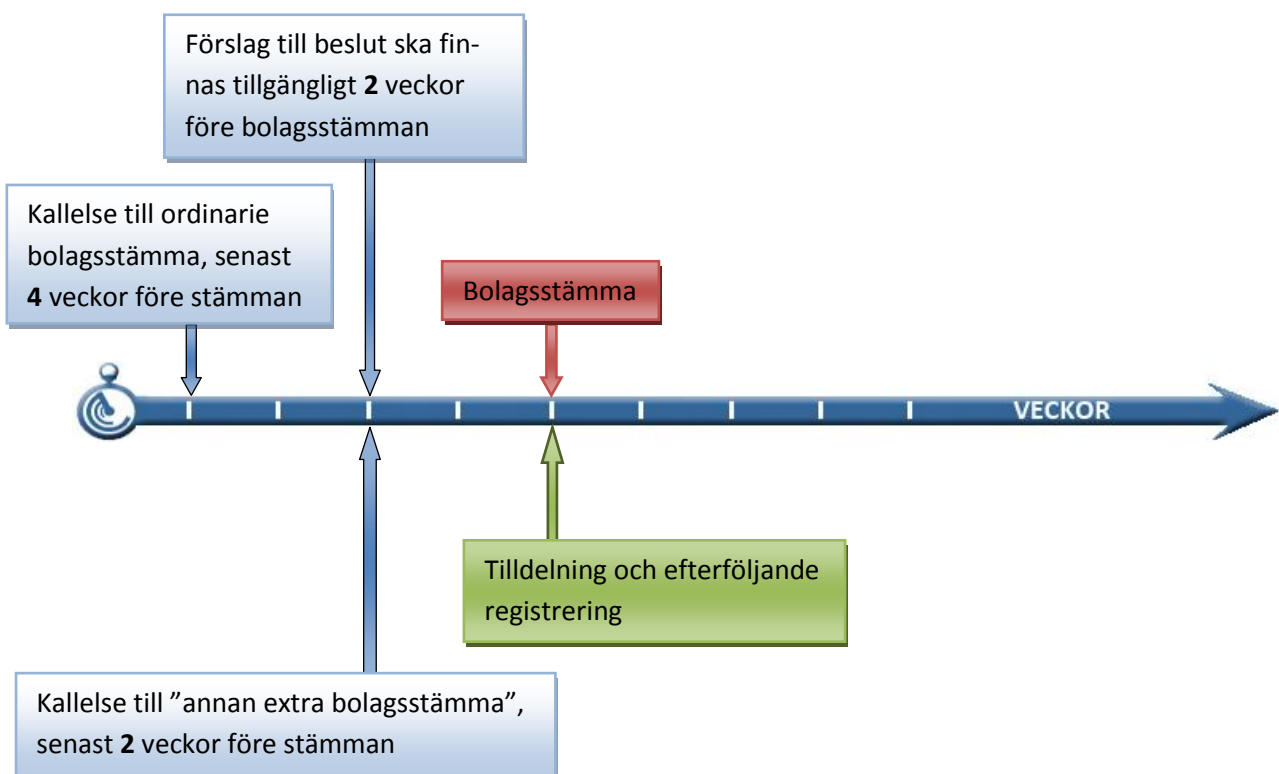


Fig. 2. Illustration av kritiska hållpunkter vid riktat nyemissionsförfarande.

Nyemission på styrelsens initiativ för senare godkännande av bolagsstämma

Styrelsen kan på eget bevåg fatta beslut om nyemission. Möjligheter föreligger både vid nyemissioner med företrädesrätt för befintliga aktieägare och för riktade emissioner. En förutsättning för att emissionen ska kunna registreras är att bolagsstämman godkänner den. Fördelen med förfarandet är att flexibilitet ges till styrelsen för planering vilket möjliggör fördelaktig framförhållning då gynnsamma konjunktursituationer eller i affärsstrategiska tillfällen

kan tillvaratas. Ofta krävs snabba beslut när möjliga företagsförvärv uppenbarar sig. Att snabbt kunna besluta om nyemission för att finansiera köpet är därför många gånger av stor vikt för en effektiv företagsförvaltning. Ett beslut som tas av styrelsen kan också ge strategiska fördelar eftersom styrelsen undviker den publicitet som naturligen följer av bolagsstämman. En sådan publicitet kan i vissa situationer äventyra företags möjlighet till ett framgångsrikt emissionsförfarande.³⁸ Nackdelen med förfarandet är risken att bolagsstämman inte godkänner emissionen, varpå den förfaller. Regelverket för förfarandet finns precis som övriga nyemissionsbestämmelser i aktiebolagslagens 13 kapitel. Förfarandet har stora likheter med de procedurer som måste genomföras då emissionsbeslutet fattas på bolagsstämman. Endast i något avseende skiljer sig tidsfristerna jämfört mot normalförfarandet. Nedan följer de huvudsakliga skillnaderna:

1. **Handlingar måste upprättas.** Då styrelsen på eget bevåg fattar beslut om nyemission (med eller utan företrädesrätt för befintliga aktieägare) måste samtliga motsvarande förslagshandlingar upprättas som skulle ha upprättats om bolagsstämman skulle tagit beslutet innan styrelsen fattar sitt beslut. Innehållet i styrelsens beslut ska vara detsamma som beslutet skulle haft om det fattats av bolagsstämman.³⁹
2. **Teckning och tilldelning.** Teckning och tilldelning får genomföras liksom betalning upptagas efter att styrelsen fattat sitt beslut. De nya aktierna får dock inte tas upp i aktieboken innan bolagsstämman godkänt beslutet.⁴⁰
3. **Kallelse till bolagsstämman och majoritetskrav.** Kallelsen till bolagsstämman ska ha samma innehåll som den skulle haft om stämman fattade beslutet och bolagsstämman beslutsunderlag ska vara detsamma som om bolagsstämman tog beslutet. Samtliga handlingar ska således finnas med och handlingarna ska tillhandahållas aktieägarna senast två veckor innan bolagsstämman. På bolagsstämman gäller samma majoritetskrav (beroende på om nyemissionen är riktad eller ej) som om stämman tog beslutet initialt.⁴¹
4. **Registrering hos Bolagsverket.** När det gäller registrering hos Bolagsverket skiljer sig tidsfristerna. Då bolagsstämman i efterhand ska godkänna ett emissionsbeslut gäller en 1-årsfrist som beslutet måste registreras inom. Tidsfristen börjar löpa när beslutet tagits av styrelsen men registrering kan inte genomföras förrän beslutet godkänts av bolagsstämman.

³⁸ Prop. 2004/05:85 s. 334

³⁹ ABL 13:31, samt kommentaren till dito.

⁴⁰ ABL 13:32

⁴¹ ABL 13:33

Styrelsebeslut om nyemission som fattas med bolagsstämmans bemyndigande

Som framgått är processen relativt omständlig och tidsutdräkten för genomförande av nyemission kan i vissa fall bli betydande. Det finns dock en möjlighet för styrelsen att på eget bevåg besluta om nyemission. Förutsättningen är att bolagsstämman givit styrelsen det bemyndigandet. Proceduren inför själva bemyndigandet är i något mindre omständigt eftersom vissa informationsregler av naturliga skäl inte behöver redovisas (det finns ju inget färdigt emissionsförslag att ta ställning till). Däremot krävs, liksom vid alla nyemissioner, att emission som styrelsen beslutar om och genomför ryms inom de i bolagsordningen uppsatta gränserna för aktiekapitalet. Det är inte möjligt/tillåtet för bolagsstämman att lämna bemyndigande för ändring av bolagsordningen. Nyemissionens faktiska genomförande är smidigare och kan genomföras på kortare tid då den tidsutdräkt som inbegrips med beslutsfattandet redan är avklarad och således inte utsträcker själva emissionsförfarandet. Nedan följer huvuddragen av reglerna och de tidsfrister som är nödvändiga att beakta:

1. **Majoritetskrav och bolagsordning.** Bolagsstämmans bemyndigande till styrelsen att genomföra nyemission kan omfatta både riktade emissioner och emissioner där aktieägarnas företrädesrätt tillgodoses. Samma majoritetskrav vid de olika bemyndigandebesluten krävs på bolagsstämman som skulle varit fallet om bolagsstämman själv fattade beslut om emissionen. Det framgår av ABL 13:35 att en förutsättning för bemyndigandet är att emissionen kan genomföras utan ändring i bolagsordningen. Nyemissionens storlek begränsas av det i bolagsordningen angivna gränserna för aktiekapitalet. Om företaget avser att i framtiden genomföra nyemission som sträcker sig utanför bolagsordningens gränser måste bolagsordningen ändras senast på den bolagsstämma som beslutar om bemyndigandet. Företaget måste då beakta de procedurregler och majoritetskrav som gäller för bolagsordningsändringar inför bolagsstämman. Bemyndigande som avser s.k. LEO-emissioner (16 kap ABL) inte är möjligt att ge.
2. **Förslag till bemyndigande.** Inför bolagsstämmans beslut om bemyndigande måste ett förslag till dito upprättas. Detta förslag ska tillhandahållas aktieägarna minst två veckor innan stämman.⁴²
3. **Förslagets innehåll.** Det upprättade förslaget måste innehålla en angivelse inom vilken tid bemyndigandet är giltigt. Aktiebolagslagen tillåter att bemyndigandet lämnas med en maximal utnyttjandetid fram till nästkommande bolagsstämma.⁴³ Det svenska regelverket är i detta hänseende något strängare än vad som stadgas i kapitaldirektivet som tillåter en bemyndigandetid om 5 år.⁴⁴ Det måste också framgå av förslaget om det ges rätt att besluta om apportvillkor o.s.v., liksom det redan av förslaget måste framgå om avvikelse från befintliga aktieägares företrädesrätt avses.

⁴² ABL 13:36, 2 stycket

⁴³ ABL 13:36, 1 stycket

⁴⁴ Andra bolagsdirektivet (77/91/EEG), Artikel 29, punkt 5, med hänvisning till Artikel 25, punkt 2.

4. **Anmälan till Bolagsverket.** Om stämman beslutar att bifalla styrelsens förslag ska beslutet snarast anmälas till Bolagsverket för registrering i aktiebolagsregistret. Detta är en förutsättning för att styrelsen sedan ska kunna fatta beslut om nyemission.⁴⁵
5. **Nödvändiga handlingar.** Inför styrelsens beslut om nyemission måste samma handlingar produceras som är fallet vid bolagsstämmans beslut om nyemission liksom vid styrelsebeslut för senare godkännande av bolagsstämman. Det innebär att regelverket i ABL 13:3 – 7 är tillämpligt liksom 13:8 om emissionen avser apportegendom. Dessutom gäller samma regler avseende underrättelse (ABL 13:12) samt samma regler avseende teckning, tilldelning och betalning (ABL 13:13-30).

För det börsnoterade företaget finns ytterligare regelverk att förhålla sig till. Om bolagets aktier är upptagna till handel på Nasdaq OMX så måste också börsens regelverk följas. (Liknande regelverk finns för NGM och Aktietorget).

Börsens regelverk avseende emissionsförfarandet

Börsens regler är till stor del överensstämmande med aktiebolagslagen. I vissa delar har dock börsreglerna en striktare lydelse. Det handlar vanligen om informationsreglerna. Nedan följer en redogörelse av regelverket för Nasdaq OMX Stockholm.

Nasdaq OMX Stockholm

För att få noteras på Stockholmsbörsen krävs att de uppställda noteringskraven uppfylls och efterlevs. Konsekvensen av en (planerad)nyemission blir att ett flertal klausuler i regelverket för emittenter aktualiseras. Generalklausulen rörande informationsgivning i regelverket stadgar:

”Bolaget ska så snart som möjligt offentliggöra information om beslut eller andra händelser och omständigheter som är av kurspåverkande natur. Med kurspåverkande natur avses i dessa regler information som i enlighet med nationell lagstiftning rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper.”⁴⁶

Eftersom information rörande nyemission är information av kurspåverkande natur så innebär klausulen att företaget måste beakta såväl sekretessen vid det planerade emissionsförfarandet liksom offentliggörandet av allt ifrån kallelse till bolagsstämma, förslaget till nyemission (eller bemyndigande av dito) och själva beslutet om nyemissionen. Offentliggörandet av informationen måste ske simultant med att informationen lämnas till aktieägarna i bolaget.

⁴⁵ ABL 13:37

⁴⁶ Stockholmsbörsen – Regelverk för emittenter 3.1.1.

Stockholmsbörsens regelverk omfattar även av specifika regler rörande bolagsstämma och emissioner. Gällande bolagsstämman stadgar regelverket:

”Kallelse till bolagsstämma skall offentliggöras. Bolaget ska offentliggöra beslut fattade av bolagsstämman, om inte beslutet är av mindre betydelse. Om bolagsstämman överlämnat till styrelsen att besluta i en särskild fråga ska styrelsens beslut i frågan offentliggöras, om inte beslutet är av mindre betydelse.”⁴⁷

Regelverket statuerar således att kallelsen alltid ska offentliggöras, oavsett om den innehåller kurspåverkande information eller inte. Likaså måste förslag till beslut vid bolagsstämma offentliggöras så snart som möjligt om det finns en möjlighet att förslaget är av kurspåverkande natur. För att avgöra vad som är av kurspåverkande natur bör bolaget tillämpa försiktighetsprincipen, d.v.s. råder minsta tveksamhet bör ett offentliggörande ske. Huvudregeln, vilken framgår av kommentaren till regeln, är att kallelsen alltid ska offentliggöras samtidigt som den skickas för publicering till exempelvis en tidning. Viss möjlighet finns att frångå detta men kallelsen måste offentliggöras senast kvällen innan den dagen då tidning publicerar kallelsen respektive bolaget publicerar kallelsen på hemsidan.

Gällande själva emissionsförfarandet finns specificerade regler. Regelverket stadgar:

”Bolaget skall offentliggöra förslag och beslut som innebär att bolagets aktiekapital eller antal aktier eller andra aktierelaterade värdepapper ändras, om inte förslaget eller beslutet saknar betydelse. Förutsättningarna och villkoren för emissionen skall offentliggöras liksom även utfallet av emissionen.”⁴⁸

Det kan konstateras att börsens regelverk korresponderar med aktiebolagslagens regler, men att ytterligare krav ställs på offentliggörande. Det framgår vidare av kommentaren till börsens regler rörande emission att bolaget i samband med offentliggörandet av emissionens utfall även ska lämna information huruvida emissionen blev fulltecknad eller ej. Sådan information är direkt kurspåverkande och nödvändig att delge marknaden. En kompletterande förklaring till emissionskursens fastställande kan också vara nödvändig om den fastställts genom s.k. ”book-building”.⁴⁹

Börsens regelverk rörande emissioner korresponderar också med lagen om handel med finansiella instrument (1991:980) som i 4 kapitlet, 9§ stadgar att:

”Om ett aktiebolag som avses i 1 § första stycket ökar eller minskar det totala antalet aktier eller röster i bolaget, skall bolaget den sista handelsdagen i den kalendermånad då ökningen eller minskningen har skett offentliggöra uppgifter om ändringen. En anmälningsskyldig skall skriftligen anmäla till bolaget och Finansinspektionen om ökningen eller minskningen medför

⁴⁷ Stockholmsbörsen – Regelverk för emittenter 3.3.3.

⁴⁸ Stockholmsbörsen – Regelverk för emittenter 3.3.4.

⁴⁹ Book-building innebär att emissionskursen fastställs genom att intressenter under anbudstiden får lämna bud på vad de anser aktien bör kosta inom det spann som fastställts inför teckningen. När teckningstiden är över utvärderar bolaget de olika buden, och med det underlaget sätts en slutgiltig emissionskurs.

att den andel av det totala antalet aktier eller röster i bolaget som innehavet motsvarar
1. uppnår eller överstiger någon av gränserna i 5 § första stycket 1, eller
2. går ned under någon av dessa gränser.

Vid bedömningen av om anmälningsskyldighet uppkommer skall 4 § och 5 § andra stycket tillämpas.”

Sammanfattningsvis kan sägas att informationsreglerna i Nasdaq OMX regelverk finns till för att samtliga intressenter av information rörande ett bolag vars aktier är upptagna till handel nås av informationen samtidigt och på lika villkor. Genom sådana krav upprätthålls förtroendet för börserna som helhet jämte de bolag vars aktier är upptagna till handel på börserna. Det handlar om en kvalitetsstämpel på bolagen som garanterar alla intresserade lika möjlighet till information om respektive bolag som är av kurspåverkande natur.

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden (AMN) är ett sakorgan som genom sina uttalanden och sin rådgivning verkar för god sed på aktiemarknaden. AMN:s uttalanden är av stor vikt för aktiemarknadsbolag eftersom den praxis som AMN skapar till stor del sätter ramarna för vad som anses vara god sed på aktiemarknaden. Uttalandena publiceras löpande och de utgör en värdefull rättskälla för hur regelverket bör tolkas och tillämpas. Den av AMN skapade praxisen verkar i samklang med den börs- och bolagsrättsliga utvecklingen. Nya uttalanden om sakfrågor eller rättsförhållanden kan således ersätta äldre ställningstaganden i samma fråga. Företagen kan på eget initiativ tillsända frågor till nämnden om inte stöd kan hittas i tidigare praxis. Det kan också handla om att företaget tror att äldre praxis inte längre är relevant då omvärldsförhållanden ändrats sedan tidigare praxis skapades. Det kan då vara till nytta att tillsända AMN frågan så att, om nämnden anser det vara relevant, skapa ny praxis på området. Vidare så kan det antas att ett planerat emissionsförfarande lättare får bifall på bolagsstämman om AMN prövat förfarandet och anser det stämma överens med god sed på aktiemarknaden.

De noterade bolagen förbinder sig i och med anslutning till respektive marknadsplats att följa god sed på aktiemarknaden. Om bolagen missköter sig och inte följer god sed på aktiemarknaden kan påföljder såsom avnotering och vitesföreläggande aktualiseras gentemot bolaget.⁵⁰

Beaktat ovanstående är AMN:s syn på riktade emissioner relevanta för de noterade bolagen. Råder tveksamhet huruvida ett planerat emissionsförfarande kan komma att strida mot god sed på aktiemarknaden bör AMN kontaktas för bedömning av relevanta sakförhållanden. Nämnden har genom initiativärende 2002:2 klargjort vad den anser vara god sed på aktiemarknaden vid genomförande av riktade emissioner.

⁵⁰ Stockholmsbörsen, Regelverk för emittenter (aktier), 2010-07-01, Avsnitt 5 – Påföljder. Samt AktieTorget, Villkor för anslutning, 2010-04-01, Punkten 8.

Nämnden poängterar i sitt uttalande att företrädesrätt för befintliga aktieägare i förhållande till deras aktieinnehav i bolaget alltid bör vara förstahandsalternativet vid kontantemissioner. Vidare konstateras att riktade emissioner gentemot vissa ägare i bolaget alltid riskerar att strida mot likhetsprincipen varför lagstiftaren intagit en mycket restriktiv syn på dessa förfaranden. Nämnden sympatiserar med det förhållningssättet. En åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten är inte enligt AMN förenlig med god sed på aktiemarknaden. Föreligger det däremot objektiva skäl för förfarandet och det sker i överensstämmelse med aktiebolagslagen anser nämnden att förfarandet inte står i strid mot god sed på aktiemarknaden. Objektiva skäl föreligger om bolaget befinner sig i en finansiell kris och att en riktad emission till någon eller några av de befintliga ägarna är det enda alternativet som med någon form av säkerhet kan leda bolaget ut ur krisen.

AMN har därmed intagit en position som är mer restriktiv gällande riktade emissioner till någon eller några av de befintliga ägarna jämfört med om emissionen riktades till utomstående intressenter. Om en redan befintlig ägare finns i kretsen bland i övrigt utomstående intressenter kan detta vara acceptabelt om det handlar om ett mindre aktieinnehav.

För att en fastställd emissionskurs ska anses ligga inom ramen för god sed på aktiemarknaden måste en bedömning göras av bolagets specifika finansiella situation. Det skulle kunna anses godtagbart med en något lägre ställd emissionskurs än vad som normalt är acceptabelt om bolaget finner sig i finansiell kris. Det normala är dock att emissionskursen sätts i paritet till aktiekursen med avdrag för sedvanlig emissionsrabatt. En emissionskurs under ett riktat emissionsförfarande, hos ett företag som inte befinner sig i finansiell kris, som tangerar eller understiger vad som anses vara normal emissionsrabatt torde inte vara förenlig med god sed på aktiemarknaden. För att ett sådant förfarande ska vara godtagbart krävs enligt nämnden "synnerligen starka och helt specifika skäl".

Nämnden konstaterar också att då det finns befintliga aktieägare som emissionen riktar sig till, bör dessa inte delta i stämmans emissionsbeslut. Uttalandet berör inte specifikt de situationer då bemyndigande är för handen utan de ställningsuttalanden som nämnden gör får anses innefatta även de situationer då styrelsebeslut sker med bemyndigande av bolagsstämman.

Näringslivets Börskommitté (NBK)

Det numera upplösta Näringslivets Börskommitté (NBK) som tillhandahöll rekommendationer har sedan maj 2010 införlivats med Kollegiet för svensk bolagsstyrning. NBK ger således inte längre några rekommendationer. Kollegiet för svensk bolagsstyrning utger inte rekommendationer rörande riktade emissioner. NBK:s tidigare rekommendationer har visserligen inte bäring idag men ger de ändå ledning i hur NBK tidigare såg på förfarandet. De bidrar dock med en historisk kontext på fenomenet. I regelverket rekommenderade NBK att beslut om riktad nyemission skulle fattas av bolagsstämman och inte av bolagets styrelse med stöd

av bemyndigande. Endast i särskilda skäl ansågs det vara befogat för styrelsen att fatta beslut med stöd av bemyndigande. Det handlade då exempelvis om emissioner på utländska marknader.⁵¹

Finansinspektionen

Finansinspektionen har föreskrifter som berör emissionsförfarandet hos börsnoterade företag. I FFFS 2007:7 framgår att företaget årligen ska tillsända finansinspektionen finansiell information. I föreskrifternas 4 § p.2 framgår att företaget utöver finansiella rapporter ska redogöra för:

”annan information som emittenten har lämnat, vilken är av väsentlig betydelse för företagets finansiella ställning eller som i väsentlig grad påverkar bilden av företaget.”

Ytterligare föreskrifter från finansinspektionen som berör emissioner är FFFS 2007:17, Verksamhet på marknadsplatser. Föreskrifterna beskriver vad som gäller vid emissioner i 5§ och 6§. Lagen handlar om informationsplikt och stadgar i princip att förutom omedelbart offentliggörande ska även börserna omedelbart informeras om beslutet m.m. När det gäller ändring av bolagsordningen ska förutom börserna även Finansinspektionen informeras. Föreskrifterna innebär således inte något extraarbete för bolagen utan regelverket överlappar i mångt och mycket tidigare beskrivna regler i noteringsavtalet och aktiebolagslagen. Börserna har vanligen en service som innebär att bolagets pressmeddelanden distribueras.⁵² Det torde således inte vara något extra problem att uppfylla Finansinspektionens föreskrifter.

Ägarpolicies

Det ovan beskrivna regelverket med alla dess komponenter ger en utförlig bild av rättsläget tillsammans med de praktiska överväganden som måste beaktas när en nyemission ska genomföras. Utöver detta bör bolaget se över ägandet i det egna bolaget innan ett definitivt förslag utformas. Består ägandet till stor del av småsparare och/eller finns stora aktieposter som ägs av institutionella ägare är frågor styrelse och företagsledning bör ställa sig när kapitalanskaffningsmetoden övervägs. Det kan få avgörande betydelse för om styrelsens förslag om nyemission kommer nå framgång hos den beslutande stämman. Samma överväganden bör göras om bolaget i förväg ber bolagsstämman godkänna ett framtida bemyndigande.

För att i viss mån få klarhet i hur stora institutionella placerare respektive småspararnas intresseorganisation, Aktiespararna, resonerar rörande nyemissioner i allmänhet och riktade emissioner i synnerlighet har följande femton ägarpolicies analyserats. Redogörelsen beaktar respektive institutionell ägares samt Aktiespararnas syn på kapitalstruktureringsfrågor som kan utläsas ur respektive ägarpolicy.

⁵¹ Näringslivets Börskommitté, Regelverk 1986.

⁵² St t.ex. AtieTorget – Anslutningsavtal, 2010-04-01, 2.Aktietorgetts åtaganden.

Aktiespararna

Aktiespararna är en oberoende organisation vars uppgift är att tillvarata småspararnas intressen. I ett bolag med ett spritt ägande och med få storägare kan aktiespararna representera en betydande del av aktieinnehavet på bolagsstämman. Aktieägarnas ägarstyrningspolicy är relativt omfattande och genomsyras av ett minoritetsägarperspektiv. När det gäller kontantemission anser aktieägarna att en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt endast får ske om särskilda skäl finns. Att huvudägaren saknar möjlighet att teckna utgör normalt inte ett godtagbart skäl. Om emissionen riktas till endast vissa befintliga aktieägare eller till bolaget närstående eller till utomstående finns en risk att likabehandlingsprincipen kan komma att frångås. Om sådan emission trots detta genomförs ska emissionskursen sättas till aktuell marknadskurs, förutsatt att kursen inte är påverkad av onormala förhållanden.⁵³ Subsidiär teckning ska i första hand erbjudas aktieägarna. Dessutom anser aktiespararna att teckningstiden ska löpa under minst tre veckor och betalning för aktierna ska ske tidigast en vecka efter tilldelning.⁵⁴ Vid genomförande av apportemission förutsätter aktiespararna att en redovisning görs av kostnaderna för förvärvet i förhållande till om förvärvet skulle genomförts med kontantemission med företrädesrätt för aktieägarna respektive vanlig lånefinansiering.⁵⁵ En kvittningsemission får endast ske om alla andra möjligheter att lösa lånet/lånen är uttömda.⁵⁶ Vid en emission där aktieägarnas företrädesrätt frångås ska alltid de teckningsberättigade namnges eller beskrivas närmare samt vilka skälen är till dito i förslaget till beslut. Riktade emissioner ska dessutom inte avse röststarka aktier.⁵⁷ När det gäller bemyndigande avseende riktade emissioner så får detta endast ske i undantagsfall och aldrig avseende röststarka aktier. Ett sådant bemyndigande ska innehålla noga definierade villkor. Emission som genomförs med bemyndigande (även apportemission) bör inte leda till en utspädning överstigande 10 procent av kapital och röster.⁵⁸ Om garantier används ska dessa namnges och deras ställning i förhållande till företaget ska redovisas. Aktieägare ska avstå från att vara betald emissionsgarant.⁵⁹

AFA Försäkring

AFA Försäkring hänvisar i sin ägarpolicy till regelsamlingen Svensk kod för bolagsstyrning. Koden anges vara styrande för hur AFA formellt ska agera i egenskap av ägare.⁶⁰ Svensk kod för bolagsstyrning är framtagen av Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Koden innehåller inte något ställningsstagande rörande emissionsförfarandet specifikt. Däremot anger koden att

⁵³ Aktiespararnas ägarstyrningspolicy, februari 2010, punkt 1.2.2

⁵⁴ Ibid

⁵⁵ Ibid, punkt 1.2.3

⁵⁶ Ibid, punkt 1.2.4

⁵⁷ Ibid, punkt 1.2.5

⁵⁸ Ibid, punkt 1.2.6

⁵⁹ Ibid, punkt 1.2.7

⁶⁰ AFA Försäkring, Ägarpolicy, 2005-06-02, punkt 1.

Aktiemarknadsnämnden på begäran har tolkningsrätt avseende koden.⁶¹ Då koden dock inte berör något ställningstagande avseende nyemissioner finns inte heller något tolkningsutrymme i koden ur detta hänseende för Aktiemarknadsnämnden. Därav slutsatsen att AFA Försäkring saknar policy för kapitalstruktureringsfrågor.

Alecta Pensionsförsäkring

Alecta Pensionsförsäkring anger i sin ägarpolicy att nyemissioner i första hand bör genomföras med företräde för bolagets befintliga aktieägare. Det framgår också att om avvikelse från företrädesrätten ska genomföras krävs en utförlig motivering av styrelsen. Alecta kräver också en utförlig motivering av styrelsen om bemyndigande till styrelsen att besluta om riktade nyemissioner ska tillåtas. Styrelsens motivering ska innehålla en beskrivning av vid vilka situationer och under vilka villkor en sådan fullmakt ska användas.⁶²

AMF Pension

AMF Pension är en av de större ägarna på Nasdaq OMX Stockholm. I sin ägarpolicy anges följande avseende nyemissioner:⁶³

”Nyemissioner bör i första hand genomföras som kontantemissioner med företräde för bolagets befintliga ägare. Endast i speciella situationer kan det vara befogat att avvika från befintliga aktieägares företrädesrätt (riktade emissioner) och styrelsen måste därför utförligt motivera ett sådant förslag till bolagsstämman. Bolagsstämmans bemyndiganden till styrelsen att besluta om riktade emissioner skall vara specifika avseende vilka situationer och under vilka villkor styrelsen får utnyttja fullmakten och bör endast i undantagsfall omfatta riktade kontantemissioner.”

Första AP-fonden

Första AP-fonden är en s.k. buffertfond för svenska pensionsmedel. Investeringar sker både i Sverige och utomlands. Ägarpolicyen innehåller relativt lite angående kapitalstruktur men det framgår att:

”Bolagen skall sträva efter att ha en kapitalstruktur som är lämplig med hänsyn till strategiska, ekonomiska och finansiella mål. Aktieägare ska ha möjlighet att rösta på bolagsstämman om nyemissioner, utdelning och återköp av bolagets egna aktier.”

Utöver detta finns särregler för svenska noterade bolag. Där konstateras att:

⁶¹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Svensk kod för bolagsstyrning, 2010-02-01, 1.4

⁶² Alecta Pensionsförsäkring, Ägarpolicy, 2009-12-08 – Alectas inställning i specifika frågor – Kapitalstrukturfrågor.

⁶³ AMF Fonder, Ägarpolicy, 2008-12-16, 4.1.5

*"I första hand förespråkar Fösta AP-fonden att generella metoder som företrädesemissioner, extra utdelning eller inlösen används för att justera kapitalstrukturen."*⁶⁴

Andra AP-fonden

Andra AP-fonden är även den en s.k. buffertfond för svenska pensionsmedel. Investeringar sker både i Sverige och utomlands. Även här innehåller ägarpolicyen relativt lite rörande ställningstagandet vid nyemission. Det framgår dock att:

*"Nyemissioner bör som huvudregel ske med företrädesrätt för befintliga aktieägare. Riktade emissioner kan dock i särskilda fall vara motiverade. Styrelsen ska i sådana fall tydligt motiver skälen för detta."*⁶⁵

Tredje AP-fonden

Även detta är en fond vars uppgift är att förvalta buffertkapitalet i det svenska pensionssystemet. Tredje AP-fondens ställningstagande rörande nyemissioner är mera rigid jämfört med första och andra AP-fondens. Ägarpolicyen för tredje AP-fonden anger att:

*"Nyemissioner bör som huvudregel ske med företrädesrätt för befintliga aktieägare. AP3s grundkrav är att Aktiemarknadsnämndens (AMN) uttalanden på området (såsom 2002:2) följs. AMNs rekommendation innebär att emissioner riktade till vissa befintliga aktieägare endast kan accepteras om bolaget befinner sig i en finansiell kris. Därutöver anser AP3 att lika stränga villkor normalt bör tillämpas för emissioner som riktas till utomstående aktieägare (dvs. nya ägare). Riktade nyemissioner kan dock i särskilda fall vara motiverade."*⁶⁶

Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fonden är den fjärde av totalt fem fonder som fungerar som buffertfond för det svenska pensionssystemet. Fonden är en av de större fondförvaltarna i Sverige. Det kan i sammanhanget noteras att var när just fjärde AP-fonden gavs möjlighet att investera i aktier som undantaget till aktieägarnas företrädesrätt infördes och därmed möjligheten att genomföra riktade emissioner infördes.⁶⁷ Följande står att läsa i policyen:

"Likabehandling av aktieägare är för fonden en viktig grundprincip som innebär att ingen aktieägare får förfördelas ekonomiskt vid:

- *Utdelning, oavsett om den ges i kontanter, aktier eller på annat vis.*

⁶⁴ Första AP-fonden, Ägarpolicy, 2009-12-14, punkten 4.

⁶⁵ Andra AP-fonden, Ägarpolicy, December 2009, Andra AP-fondens ägarprinciper, punkten 1.

⁶⁶ Tredje AP-fonden, Ägarpolicy, 2010-10-12, Kapitalstruktusfrågor – Emissioner.

⁶⁷ Se kap. Om historiken samt Prop 1973:93 s. 71

- *Emissioner ska genomföras med företrädesrätt för befintliga aktieägare. Avvikelse från företrädesrätten får endast ske i särskilt motiverade undantagsfall.*
- *Bud på samtliga aktier i bolaget.*
- *Likvidation av bolaget.*

Fonden anser att om en styrelse avser att utnyttja ett eventuellt bemyndigande, om annan emission än företrädesemission, ska detta beslut vara väl motiverat avseende situation, pris och andra villkor. Fonden är återhållsam med att bifalla generella bemyndiganden om emissioner utan företrädesrätt, speciellt kontant- och konvertibelemissioner.

Den totala potentiella utspädningen ska vara begränsad när hänsyn är tagen även till övriga utestående program, det vill säga ett eventuellt emissionsbemyndigande inklusive maxutfall av eventuella aktie- och optionsrelaterade program. Den potentiella utspädningen är en viktig faktor vid beslutet om fonden ska stödja ett förslag om generellt bemyndigande.

Fonden har lättare att acceptera att lämna allmänna bemyndiganden om apportemissioner utan företrädesrätt för förvärv av mindre bolag eller mindre delar av bolag.”⁶⁸

Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden är inte en buffertfond utan fungerar istället som ett förvalt alternativ för de personer som inte själva aktivt väljer hur deras andel i pensionssystemet ska placeras. Sjunde AP-fondens ägarpolicy är sparsamt uttryckt rörande nyemissioner, men det bör påpekas att fonden är förhindrad att rösta på bolagsstämmor avseende Svenska bolag. Endast i extrema undantagsfall får fonden utnyttja sitt röstetal. Detta beror på en reglering i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192). Följande står dock att läsa avseende minoritetsskydd och nyemission:

”I normalfallet ska alla aktieägare ges rätt att delta i en nyemission. Om en riktad nyemission eller återköp av aktier ska genomföras, måste åtgärden vara väl motiverad.”

Folksam Sak

Folksam Saks riktlinjer för extern bolagsstyrning saknar i princip policy avseende (riktade)nyemissioner. Det enda som framgår är att bolagets kapitalstruktur ska vara effektivt konstruerad och att det ska finnas finansiella resurser för att säkerställa och utveckla bolagets verksamhet. Det framgår också att bolaget tydligt ska beskriva motivet till vald kapitalstruktur.⁶⁹

⁶⁸ Fjärde AP-fonden, Ägarpolicy, 2011, Avsnitt 4.1, Likabehandling av aktieägare.

⁶⁹ Folksam SAK, Riktlinjer för extern bolagsstyrning, 2006-03-23, Ägarfrågor, 9§.

Handelsbanken Fonder

Handelsbanken Fonder saknar helt riktlinjer rörande kapitalstruktur. Det nämns inget i policydokumentet om förhållningssätt till riktade emissioner etc. Policyn hänvisar till att fondbolaget vid bolagsstämma ska verka för att marknadsbolagen efterkommer de regler som följer av lag och börskontrakt.⁷⁰ Genom direkta kontakter med respektive bolag ska fondbolaget verka för att god sed på aktiemarknaden iakttas.⁷¹

Nordea Fonder

Av Nordea Fonders policy framgår att gamla aktieägare ska ha företrädesrätt att teckna nya aktier och att riktade emissioner där denna företrädesrätt saknas bör undvikas. Bemyndigande avseende riktade emissioner bör endast avse apportemissioner. Nordea anser att bemyndigande omfattande mer än 5 procent av bolagets kapital bör undvikas om ej annat särskilt motiveras utifrån bolagets specifika situation och behov under den period bemyndigandet omfattar.⁷²

SEB Fondbolag

AV SEB Fondbolags policydokument framgår att företrädesrätten för befintliga aktieägare alltid ska värnas. Därför förordar SEB Fonder att nyemissioner genomförs som företrädesemissioner för befintliga ägare. Planerar styrelsen riktade nyemissioner ska anledningen till detta särskilt motiveras i förslaget. När det gäller bemyndigande för styrelsen att fatta beslut om riktade emissioner bör sådant inte ges om det handlar om kontantemission. För att styrelsen ska få bemyndigande att fatta beslut om nyemission bör styrelsen motivera i vilka situationer man avser utnyttja bemyndigandet.⁷³

Skandia Liv

Av Skandia Livs policy framgår att vid nyemission bör befintliga aktieägare äga företräde. Avsteg från denna princip ska särskilt motiveras. Det framgår inte av Skandia Livs policy hur de ser på bemyndiganden till styrelsen att fatta beslut om nyemission.⁷⁴

Swedbank Robur Fonder

Swedbank Robur Fonder anger i sitt policydokument att kontanta nyemissioner i första hand ska ske med företräde för befintliga aktieägare. Endast i speciella situationer kan en riktad

⁷⁰ Handelsbanken Fonder, Ägarstyrningspolicy, 2010-02-01, 2.1 Bolagsstämman.

⁷¹ Ibid, 2, Övrigt.

⁷² Nordea Fonder, Riktlinjer för ägarstyrning, 2009-11-25, Frågor rörande kapitalstruktur – 5.2 Riktade emissioner samt 5.3 Bemyndigande för styrelser att fatta beslut om emission.

⁷³ SEB Fondbolag, Ägarpolicy, 2010-02-23, Fondbolagets principiella ställningstaganden – Kapitalstruktur.

⁷⁴ Skandia Liv, Ägarpolicy, 2005-12-19, 2.2 Likabehandling av aktieägare.

emission vara befogad. Vid sådana emissioner måste styrelsen utförligt motivera varför i förslaget till bolagsstämman.

Bemyndigande till styrelsen att fatta beslut om riktad nyemission ska vara utförligt motiverade och det ska framgå vid vilka situationer och under vilka villkor bemyndigandet får utnyttjas. Endast i undantagsfall får bemyndigandet omfatta riktade kontantemissioner och dessa får inte ske till rabatterat pris.

Swedbank Robur Fonder ger i sin ägarpolicy viss ledning när bemyndigande kan vara befogad. Det handlar om situationer när det inte är ändamålsenligt för bolagets förvaltning att vänta med beslut om nyemission till bolagsstämman. Det framgår också att bedömningen måste vara restriktiv och bemyndigandet bör inte överstiga 10 procent av bolagets kapital. Vidare framgår att:

”Styrelsen ska särskilt beakta och motivera den totala utspädningen som kan bli en följd av en kombination av bemyndiganden om t.ex. nyemission, återköp och överlåtelse av egna aktier och Incitamentsprogram.”⁷⁵

Sammanfattning och reflektion rörande ägarpolicy

Som framgått av genomgången så skiljer sig synen något mellan de olika fondförvaltarna. Det kan dock konstateras att ingen förvaltare uttrycker sig oförbehållsamt positivt till riktade emissioner liksom ingen av förvaltarna, inklusive Aktiespararna, säger kategoriskt nej. Det handlar snarare om en grundläggande syn på fenomenet som presenteras. Inga noterade bolag är identiska med varandra och varje företags ekonomiska situation är unik. Att då uttrycka sig kategoriskt vore direkt olyckligt av fondförvaltarna. För de fall förvaltarna inte uttalar sig om sin syn avseende bemyndigande torde ledning till ställningstagande kunna härledas från de generella uttalandena avseende riktade emissioner. Genomgången av de olika ägarpolicyerna är långt ifrån en garanti för hur respektive förvaltare kommer att agera i en specifik situation. Inte heller har några analyser utförts hur respektive förvaltare röstat i faktiska situationer. Det kan dock konstateras att så gott som samtliga ägarpolicyer understryker vikten av korrekt och utförlig information om varför bolaget bör få godkännande om riktad nyemission ska genomföras. Flera av förvaltarna påpekar också vikten av kontinuerliga kontakter med bolagen varigenom en utförligare information rörande förvaltarens syn på kapitalstruktureringsfrågor torde gå att utröna. Nedan följer en sammanställning av förvaltarnas syn på nyemissioner. Sammanställningen är en generalisering men ger en fingervisning av respektive fondförvaltares syn på fenomenet.

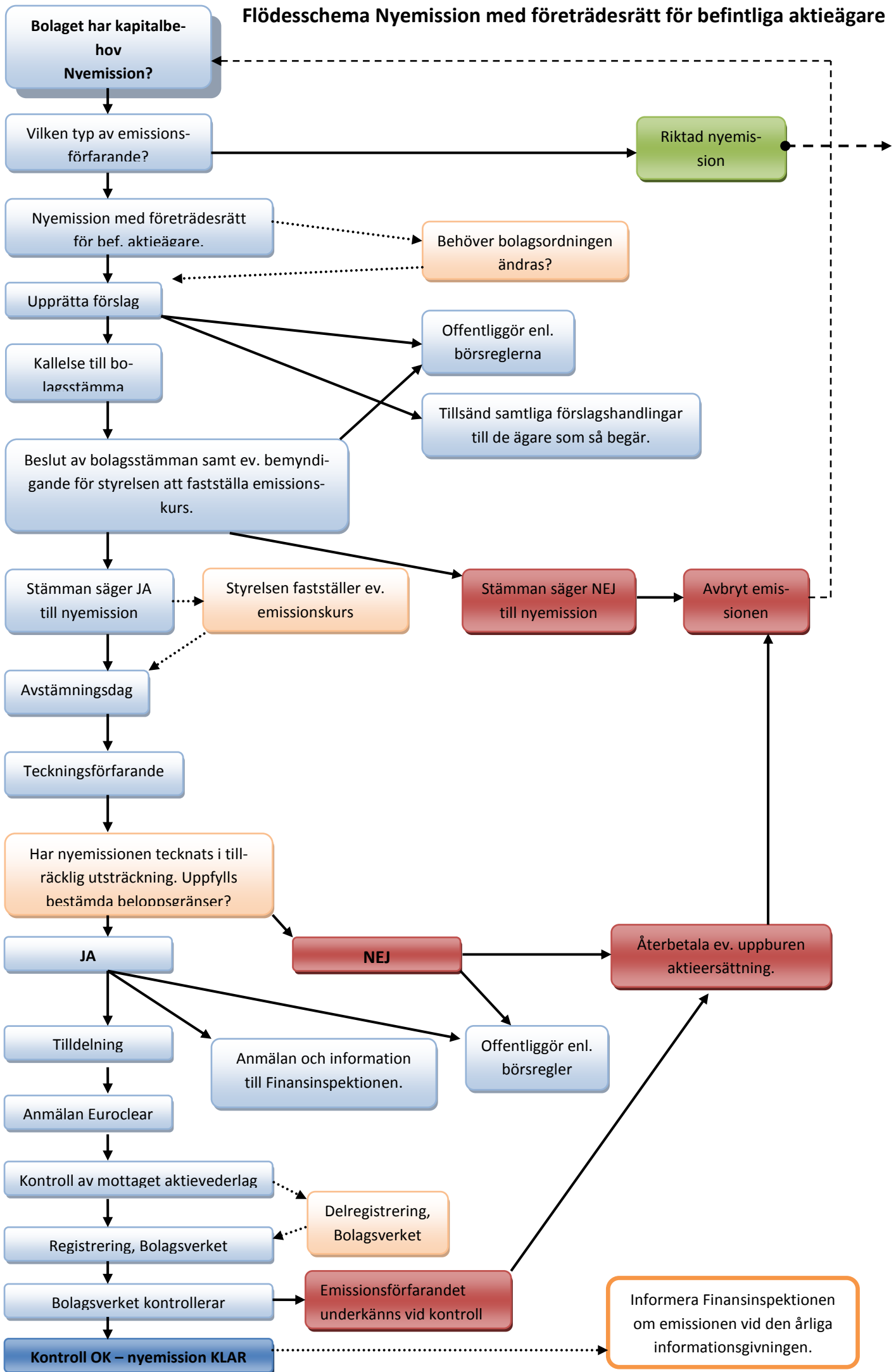
⁷⁵ Swedbank Robur Fonder, Ägarpolicy, 2009-06-03, Swedbank Roburs principer för bolagsstyrning – 9 Kapitalstruktur.

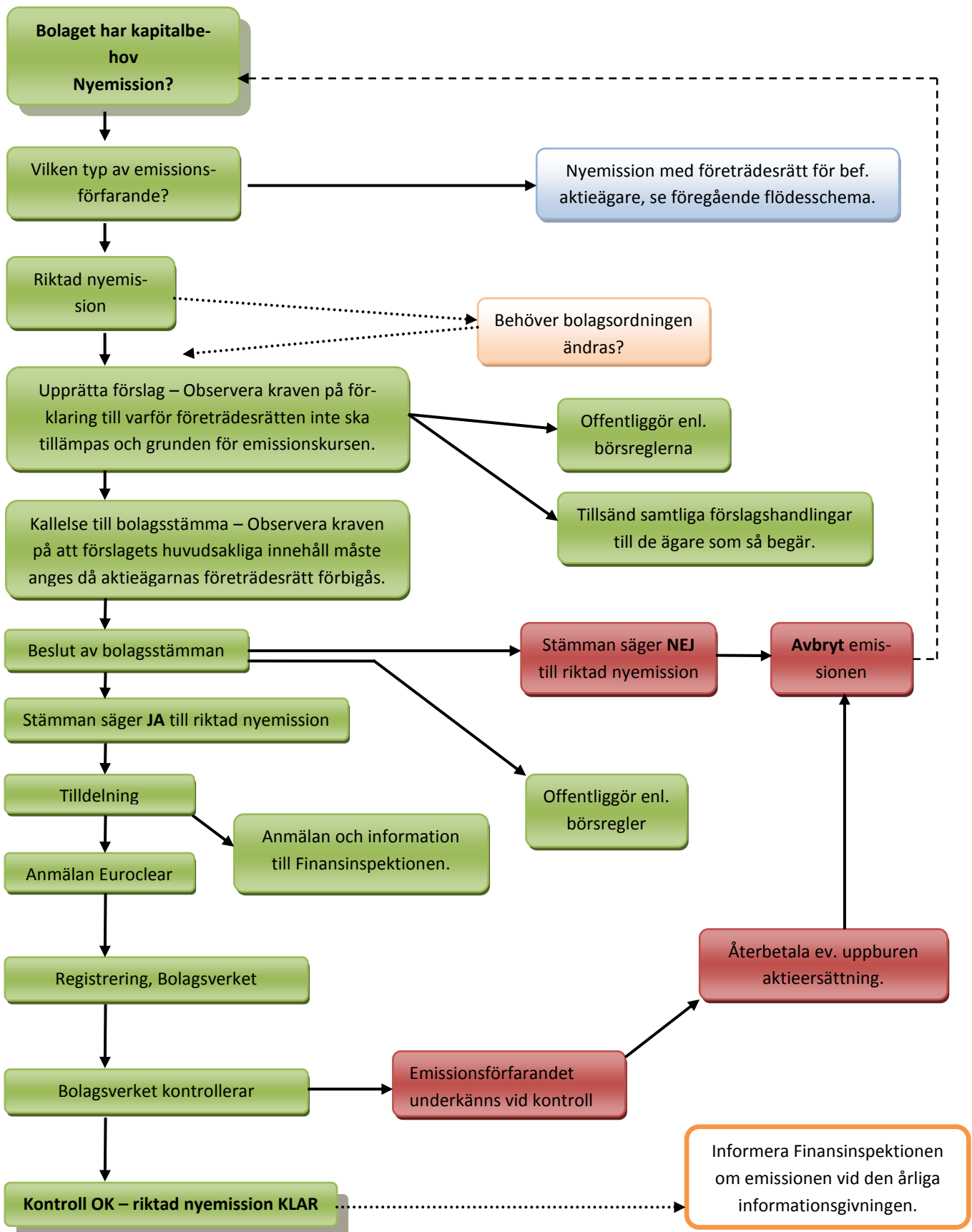
Fondbolagets syn på riktade emissioner				Fondbolagets syn på bemyndigande till styrelse				
Policy	Pragmatisk	Restriktiv	Framgår ej	Pragmatisk	Restriktiv	Endast apport	Max totalandel av kapital	Framgår ej
Aktiespararna		X			X		10 %	
AFA Försäkring			X					X
AMF Pension		X			X			
Första AP-fonden	X							X
Andra AP-fonden	X							X
Tredje AP-fonden		X						X
Fjärde AP-fonden		X			X			
Sjunde AP-fonden	(X)							X
Folksam Sak	X			X				
Handelsbanken			X					X
Nordea Fonder		X				X	5 %	
SEB Fondbolag		X				X		
Skandia Liv	X							X
Swedbank Robur	X			X			10 %	

(X) = Sjunde AP-fonden är enligt lag förhindrad att rösta utom i extrema fall.

Källa: Respektive fondbolags/intresseorganisations ägarpolicy

Flödesschema Nyemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare





Observera
 De båda flödesschemana ska inte ses som en komplett sammanställning av samtliga moment vid emissionsförfarande, utan snarare som en bild av komplexiteten. Varje emissionsförfarande är unikt och många gånger tillkommer ytterligare moment såsom exempelvis att begära utlåtande från aktiemarknadsnämnden o.s.v.

4. Gällande rätt – internationell utblick

Danmark

Det Danska aktiebolagsrättsliga regelverket har stora likheter med övriga nordiska länder och är liksom övriga EU-länder avhängigt EU:s direktiv. Dansk lagstiftning på aktiebolagsrättsens område, "Selskabsloven", reglerar emissionsförfarandet (Kapitalforhøjelser) i lagens 10 kapitel.⁷⁶

Av lagen framgår att huvudregeln är att bolagsstämman beslutar om nyemission.⁷⁷ Det framgår dock av den danska lagen att det är möjligt att bemyndiga styrelsen att själv besluta om nyemission. Ett sådant bemyndigande gäller i maximalt 5 år, men kan därefter förnyas "på rullande basis".⁷⁸ Dessa bestämmelser kan härledas direkt från andra bolagsdirektivet. Noterbart är att danskarna i sin lagstiftning tillämpar direktivets femårsregel medan den svenska aktiebolagslagen har begränsat bemyndigandet till ett år. Det framgår vidare att aktieägarnas företrädesrätt enligt huvudregeln inte får förbigås, men om kvalificerad (2/3) majoritet uppnås på stämman så kan aktieägarnas företrädesrätt frångås.⁷⁹ I detta sammanhang skiljer sig således inte reglerna från de svenska. I lagrummet stadgas också att samma majoritetskrav gäller även om företrädesrätten frångås till förmån för de anställda i företaget (aktieincitament).

Den danska aktiebolagslagen reglerar specifikt vad som gäller angående emissionens teckningskurs. Det är inte tillåtet att teckna aktier till en kurs satt under nominellt belopp eller med förbehåll.⁸⁰ Om en rabatterad nyemission riktas till en krets av utvalda befintliga aktieägare, krävs samtycke från samtliga aktieägare om emissionen ska kunna genomföras. Om det är personalen i bolaget som ska få teckna nyemitterade aktier till underkurs krävs kvalificerad majoritet. För bolagsledning och styrelse krävs en majoritet på 9/10.⁸¹ Kontentan av den danska regleringen rörande emissionsrabatt är att det är svårt att genomföra vissa typer av riktade emissioner, speciellt i större marknadsnoterade bolag. De flesta riktade nyemissioner som genomförs i Danmark sker därför på "marknadsmässiga villkor".⁸²

⁷⁶ Framställningen utgår från: L 170 Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven). Af Økonomi og erhvervsministeren Lene Espersen (KF), Samling: 2008-09. Status: Stadfæstet

⁷⁷ Kap. 10, § 154

⁷⁸ Kap. 10, § 155

⁷⁹ Kap. 10, § 162

⁸⁰ Kap. 10, § 153 -> Kap. 3, § 31

⁸¹ Kap. 10, § 162 -> Kap. 6, § 106 -> § 107

⁸² Professor lic.jur. Søren Friis Hansen, Juridisk Institut, Syddansk Universitet, Tiden er til kapitalforhøjelser, 27 mars 2009, Internet: <http://www.shareholders.dk/art/templates/nyhedsbrev.aspx?articleid=398&zoneid=1> tillgänglig 2011-04-13.

Finland

Finland styrs i likhet med övriga EU-stater av andra bolagsdirektivet. Den finska aktiebolagslagen, som reviderades 2006, behandlar aktieemissioner i 9 kapitlet. I de allmänna bestämmelserna framgår att aktier kan tecknas mot betalning (emission mot vederlag) eller emitteras utan betalning (vederlagsfri emission).⁸³ En vederlagsfri emission motsvaras av en fondemission i svenska termer. Då finsk lagstiftning är avhängig andra bolagsdirektivet har befintliga aktieägare enligt huvudregeln företrädesrätt till teckning av nyemitterade aktier i förhållande till befintligt innehav.⁸⁴

Bolagsstämman, som beslutar om nyemission och har också möjlighet att besluta om bemyndigande för styrelsen att själv fatta emissionsbeslut. Ett sådant bemyndigande gäller enligt finsk lagstiftning under maximalt fem år, men bolagsstämman kan återkalla tidigare bemyndigande genom ett nytt beslut som ersätter tidigare bemyndigande.⁸⁵ Det finska regelverket uppställer ett minimikrav om att stämmokallelse måste utfärdas senast en vecka innan stämman ska äga rum.⁸⁶ Samtliga handlingar som erfordras för stämmans beslut rörande emissionen ska tillhandahållas aktieägarna senast en vecka innan stämman.⁸⁷

Om man i Finland vill genomföra en riktad emission föreskriver lagen att man ska ha "vägande ekonomiska skäl" för detta. Vid bedömningen av förutsättningarna ska särskilt fästas vikt vid teckningspriset i förhållande till marknadspriset.⁸⁸ För att bolagsstämmans beslut avseende riktade emission eller bemyndigande till dito ska vara giltigt måste beslutet fattats med kvalificerad majoritet.⁸⁹

Då en kontantemission genomförs där aktieägarnas företrädesrätt tillgodoses ska en teckningstid löpa om minst två veckor efter att emissionsbeslutet registrerats. Registrering ska ske utan obefogat dröjsmål efter beslutet, dock senast en månad efter att beslutet är fattat.⁹⁰

Finland har anpassat sin aktiebolagslag efter de minimitider som anges i andra bolagsdirektivet. Ledtiden för en emission i Finland är således kortast möjliga.

⁸³ 9 Kap. 1 §

⁸⁴ 9 Kap. 3 §

⁸⁵ 9 Kap. 2 §

⁸⁶ 5 Kap. 19 §

⁸⁷ 5 Kap. 21 §

⁸⁸ 9 Kap. 4 §

⁸⁹ 9 Kap. 4 § -> 5 Kap. 27 §.

⁹⁰ 9 Kap. 5 § -> 9 Kap. 7 §.

Norge

Norges aktiebolagsrättsliga reglering är uppdelad på två lagar. Den ena lagen gäller för ej publika aktiebolag (Lov om aksjeselskaper, kallad aksjeloven) och den andra gäller publika bolag (Lov om allmennaksjeselskaper, kallad allmennaksjeloven). Nedan berörs endast allmennaksjeloven.

Allmennaksjeloven avhandlar nyemission i 10 kapitlet. Precis som i övriga europeiska länder är huvudregeln i Norge att befintliga aktieägare har företrädesrätt till nyteckning av aktier i förhållande till befintligt innehav.⁹¹ Företrädesrätten kan åsidosättas genom bolagsstämman beslut förutsatt att beslutet fattas med erforderlig majoritet.⁹² För att åsidosätta företrädesrätten krävs kvalificerad majoritet (2/3) av rösterna såväl som representerat aktiekapital på bolagsstämman.⁹³ Samma majoritetskrav gäller för ändring av bolagsordningen. Enligt huvudregeln fattas emissionsbeslutet av bolagsstämman, men det är möjligt att på bolagsstämman också besluta om bemyndigande för styrelsen att självständigt fatta sådant beslut.⁹⁴ För beslut om bemyndigande uppställs samma majoritetskrav som då företrädesrätten ska åsidosättas. Bemyndigandet ger å andra sidan styrelsen möjlighet att genomföra riktade emissioner, förutsatt att det framgår av stämman beslut. Form- och procedurkrav framgår av allmennaksjeloven. Den Norska lagen tillåter dock inte att styrelsen med kraft av bemyndigande emitterar aktier överstigande hälften av aktiekapital som råder vid tiden för beslutet om bemyndigandet. En maximal giltighetstid om två år uppställs för bemyndigandet.⁹⁵ Priset för de nyemitterade aktierna (eller prisspann om sådant används) ska anges i förslaget till beslut om nyemission.

Tyskland

Tysk lagstiftning är detaljerad, tydlig och ger mindre utrymme för tolkning jämfört med exempelvis engelsk lagstiftning. Den tyska rättstraditionen bygger i högre grad på lagbundenhet framför självreglering och praxis. Minoritetsägarna har traditionsenligt en stark ställning och tysk rätt intar en restriktiv position gentemot riktade emissioner. Aktieägarnas företrädesrätt ses som en grundläggande rättighet, även om viss liberalisering på området kunnat skönjas under senare år. Tyskland är, liksom övriga EU-stater, bundet av andra bolagsdirektivet, men eftersom direktivet har karaktären av minimidirektiv har en striktare syn på företrädesrätten i vissa avseenden kunnat bibehållas. Ett tydligt exempel är vid genomförande av apportemission. Befintliga aktieägare har enligt huvudregeln även vid apportemission företrädesrätt i förhållande till innehav då tysk lagtext inte exkluderar apportemissioner i stad-

⁹¹ § 10-4. p. 1

⁹² § 10-5

⁹³ § 5-18

⁹⁴ § 10-1. p. 1, samt § 10-14

⁹⁵ § 10-14, 6, (3).

gandet.⁹⁶ Företrädesrätten vid apportemission har prövats rättsligt och EG-domstolen har vitsordat tysk federal aktiebolagslag såsom EG-rättsligt sanktionerad.⁹⁷

Om företrädesrätten ska åsidosättas underlättas förfarandet om emissionen inte överstiger 10 % av aktiekapitalet. En riktad emission som understiger 10 % anses enligt lagstiftaren vara godtagbar.⁹⁸ Det är dock av stor vikt att inte emissionskursen sätts för lågt i förhållande till marknadskursen. Att fastställa vad som anses vara godtagbar emissionsrabatt är svårt. Lagtexten stadgar i detta hänseende:

”Ein Ausschluß des Bezugsrechts ist insbesondere dann zulässig, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebeitrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet.”⁹⁹

Så länge inte emissionskursen väsentligt understiger börskursen torde en viss rabatt vara godtagbar. Vidare krävs $\frac{3}{4}$ majoritet på bolagsstämman av representerat kapital för att beslutet ska vara giltigt.¹⁰⁰ Om företrädesrätten ska förbigås och emissionen omfattar ett kapital som överstiger 10 % av aktiekapitalet krävs att bolagsledning kan presentera godtagbara skäl för agerandet. Sådana skäl kan vara förvärv av bolag eller marknadsnotering på utländsk börs. Det är även i tysk rätt möjligt att besluta om bemyndigande för styrelsen att besluta om nyemission.¹⁰¹ Ett sådant bemyndigande kan gälla i maximalt fem år och beslutet då bemyndigande ges fattas med samma majoritetskrav och villkor som när stämman beslutar om nyemission.

Det tyska systemet har dock inte stått opåverkat av utvecklingen mot ett allt liberalare regelverk. Domstolen hänvisar i flera beslut till nytan och nödvändigheten av ett flexibelt regelverk.¹⁰²

Frankrike

Frankrike har en långtgående tradition av formalistiska regler statuerade i Code de Commerce till skydd för minoritetsägare mot missbruk av storägare.¹⁰³ Det formalistiska regelverket har luckrats upp något i takt med den harmoniseringsprocess som råder på bolagsrättens område. Det franska regelverket som behandlar nyemissioner och aktieägarnas företrädesrätt återfinns i Code de Commerce, artikel L225-127 till L225-149-3. För att besluta om en

⁹⁶ AktG § 186

⁹⁷ C-42/95, Siemens AG v. Henry Nold

⁹⁸ AktG §186, p3

⁹⁹ Ibid

¹⁰⁰ Ibid

¹⁰¹ AktG § 202 - 206

¹⁰² T.ex: BGH, Beschluss vom 11. 6. 2007 - II ZR 152/ 06; OLG München och BGH, Beschluss vom 21. 11. 2005 - II ZR 79/ 04; OLG Celle

¹⁰³ R. Skog, Nyemissioner av aktier –de lege lata och de lege ferenda, Kontantemissioner av aktier I svenska aktiemarknadsbolag, 2004, s. 30.

nyemission krävs att en extra bolagsstämma hålls. Det är alltså inte möjligt att ta ett nyemissionsbeslut på den ordinarie bolagsstämman.¹⁰⁴ Däremot är det möjligt att delegera till styrelsen att fatta beslut om emissionsvillkor etc. Ett sådant bemyndigande är giltigt under max 26 månader.¹⁰⁵ Styrelsen författar sedan en rapport om emissionen som sedan presenteras på bolagsstämman. För att kunna fatta beslut på bolagsstämman måste först en notis om att stämman ska äga rum publiceras 35 dagar före stämman.¹⁰⁶ Kallelse till aktieägarna måste tillhandahållas senast 15 dagar före bolagsstämman.¹⁰⁷

Huvudregeln enligt Code de Commerce är i att aktieägarna har företrädesrätt till nyteckning av aktier i förhållande till befintligt innehav, förutsatt att det handlar om en kontantemission.¹⁰⁸ Denna företrädesrätt kan dock överlåtas om teckningsrätter begagnas vid emissionsförfarandet. Handeln med teckningsrätter får inte understiga 5 handelsdagar efter att de tilldelats aktieägarna.¹⁰⁹ Precis som i det svenska regelverket möjliggörs även i fransk aktiebolagsrätt ett åsidosättande av företrädesrätten.¹¹⁰ Samtliga emissionsbeslut, oavsett om de är riktade eller ej, kräver kvalificerad majoritet på bolagsstämman.¹¹¹ Ett åsidosättande av företrädesrätten gäller också de situationer då bolagsledning bemyndigats att fatta beslut gällande emissionen.

Vid publika emissioner där befintliga aktieägars företrädesrätt åsidosätts krävs att emissionskursen framförhandlas tillsammans med Financial Markets Authority. Regler för ett sådant förfarande stipuleras i "Conseil d'Etat decree". Om emissionen understiget 10 % av aktiekapitalet kan dock priset på de nyemitterade aktierna bestämmas av bolagsledningen, baserat på eget utredningsunderlag.¹¹² Det är också möjligt att bestämma priset på den extra bolagsstämman.¹¹³

Riktade kontantemissioner som inte är publika är också möjliga att genomföra enligt fransk bolagsrätt. En förutsättning är att de personer som emissionen riktar sig till namnges. Om personerna redan är aktieägare är de förhindrade att vara med i röstningsförfarandet rörande emissionsbeslutet. Emissionen måste sedan genomföras inom 18 månader och emissionskursen bestäms på bolagsstämman, baserat på underlag som framtagits av bolagsledningen.¹¹⁴

¹⁰⁴ L225-129

¹⁰⁵ L225-129-1 respektive L225-129-2.

¹⁰⁶ R225-73

¹⁰⁷ R225-69

¹⁰⁸ L225-132

¹⁰⁹ L225-141

¹¹⁰ L225-135

¹¹¹ L. 225-96, L. 225-129, L. 225-135

¹¹² L225-136, p1

¹¹³ L225-136, p2

¹¹⁴ L225-138, I - III

Storbritannien

Storbritannien brukar i allmänhet betecknas som en *Common Law* influerad nation. Innebörden av ett sådant rättssystem är att rättsutvecklingen i hög grad styrs av praxis framför fastslagna lagar. Rättssystemen i övriga Europa betecknas i allmänhet som influerade av *Civil Law*. I *Civil Law*-nationer styrs rättsutvecklingen i högre grad av kodifierade lagar. På bolagsrättens område är numer skillnaderna inte så stora eftersom Storbritannien är en av medlemmarna i Europeiska Unionen. Så som alla andra medlemmar är även Storbritannien till stora delar bundet av de direktiv och förordningar som sätter ramarna för nationell lagstiftning. På bolagsrättens område i allmänhet och rörande företagets rätt att emittera aktier i synnerhet är det andra bolagsdirektivet som sätter ramarna. Att andra bolagsdirektivet antagit formen av ett minimidirektiv har tidigare redogjorts för, vilket innebär att medlemsstaterna har möjlighet att utforma striktare krav än de som framgår av direktivet. Då Storbritanniens *Common Law*-arv till stora delar medfört att landet historiskt sett litat till självreglering har inte någon striktare reglering än de minimikrav som framgår i direktivet införts. Den brittiska synen och förhållningssättet gentemot företagande och dess plats i samhället är präglad av frihet och självreglering, inte helt olikt det betraktelsesätt som är rådande i Nordamerika. Marknadsnoterade bolag i Storbritannien använder sig vid kapitalanskaffning vanligen av något av följande alternativ;¹¹⁵

1. Riktade nyemissioner (placings).
2. Nyemissioner med företrädesrätt för befintliga aktieägare i proportion till innehav genom att teckningsrätter (nil-paid rights) tilldelas befintliga aktieägare. Teckningsrätterna medför att kapitalutspädning motverkas, även om aktieägaren inte deltar i emissionen. Däremot blir röstandelen i bolaget fortfarande uttunnad om inte aktieägaren deltar i nyemissionen.
3. Öppna erbjudanden (open offers), vilket innebär att befintliga aktieägare har teckningsföreträde i proportion till innehav men inga teckningsrätter tilldelas. Innebörden av ett öppet erbjudande blir således att aktieägarens innehav (både kapital och röstandel) uttunnas om inte aktieägaren tar del av erbjudandet.

Debatten i Storbritannien har, likt debatten i Sverige, under senare år präglats av krav på lättnader i regelverket för att underlätta företagets möjligheter till kapitalanskaffning. I första hand har ställts krav på att förkorta den tidsutdräkt som oundvikligen är förknippad med emissionsförfarandet.¹¹⁶ I Storbritannien har lagstiftning, självreglering och listningsregler relevans för hur emissionsförfarandet hanteras.

¹¹⁵ Financial Services Authority Report to HM Treasury on the implementation of the recommendations of the Rights Issue Review Group, April 2010, 4. Compensatory open offers, 4.3.

¹¹⁶ A Report to the Chancellor of the Exchequer: by the Rights Issue Review Group, November 2008.

Companies Act 2006

Den brittiska motsvarigheten till vår aktiebolagslag är Companies Act (CA), och den senaste versionen är från 2006. Nuvarande version (till skillnad från föregående från 1985) är helt anpassad efter de krav som uppställs i andra bolagsdirektivet. Gällande lagstiftning har således stor betydelse för den brittiska bolagsrätten och *Common Law*-arvet kan därför tonas ned något ur detta hänseende. Den i direktivet fastslagna huvudregeln gällande företrädesrätt för befintliga aktieägare vid kontant nyemission, finns därför numer reglerad i CA 2006.¹¹⁷ Då andra bolagsdirektivet riktar sig till publika bolag är i Storbritannien regleringen rörande företrädesrätt dispositiv för privata aktiebolag.¹¹⁸ Brittisk doktrin uppmärksammar, likt nordamerikansk, de inbyggda problem som regelverket rörande företrädesrätt innebär i form av påtvingad tidsutdräkt när bolaget är i behov av ett snabbt kapitaltillskott eller vill ta tillvara ett gynnsamt tillfälle.¹¹⁹

Enligt Brittisk lagstiftning krävs inte att aktiekapitalet måste framgå av stiftelseurkunden eller bolagsordningen.¹²⁰ I tidigare versioner av CA ställdes däremot sådana krav. Det finns inget som hindrar att företagen behåller kapitaluppgifterna i bolagsordningen eller att nya bolag inför sådana uppgifter, men sett ur ett emissionspraktiskt perspektiv finns ingen anledning till införa sådana uppgifter i en bolagsordning.

Regelverket berör två huvudsakliga aspekter gällande kapitalanskaffning med emission. Den första delen reglerar rätten att emittera aktier och den andra delen företrädesrätten. Huvudregeln är att bolagets "directors" (fritt översatt, bolagsledning) inte har rätt att emittera aktier. CA 2006 Section 549 lyder:

Exercise by directors of power to allot shares etc

(1) The directors of a company must not exercise any power of the company—

(a) to allot shares in the company, or

(b) to grant rights to subscribe for, or to convert any security into, shares in the company, except in accordance with section 550 (private company with single class of shares) or section 551 (authorisation by company).

(2) Subsection (1) does not apply—

(a) to the allotment of shares in pursuance of an employees' share scheme,
or

(b) to the grant of a right to subscribe for, or to convert any security into, shares so allotted.

¹¹⁷ CA 2006, Sec. 561

¹¹⁸ Company Law in Context, D. Kersaw, 2009, s. 656 resp. s. 659

¹¹⁹ Ibid, s. 651 resp. s. 660.

¹²⁰ Ibid, s. 653.

(3) If this section applies in relation to the grant of a right to subscribe for, or to convert any security into, shares, it does not apply in relation to the allotment of shares pursuant to that right.

(4) A director who knowingly contravenes, or permits or authorises a contravention of, this section commits an offence.

(5) A person guilty of an offence under this section is liable—

(a) on conviction on indictment, to a fine;

(b) on summary conviction, to a fine not exceeding the statutory maximum.

(6) Nothing in this section affects the validity of an allotment or other transaction.

Av stadgandet kan konstateras att bolagsledningen enligt huvudregeln inte får emittera aktier i bolaget, undantaget av vad som följer av sektion 550 och 551. Undantag råder också då aktier eller rättigheter till dito emitteras för att ingå i incitamentprogram för företagets personal. Undantaget i sektion 550 berör privata aktiebolag, vilket sträcker sig utanför ramarna för denna uppsats men sektion 551 stadgar följande:

Power of directors to allot shares etc: authorisation by company

(1) The directors of a company may exercise a power of the company—

(a) to allot shares in the company, or

(b) to grant rights to subscribe for or to convert any security into shares in the company, if they are authorised to do so by the company's articles or by resolution of the company.

(2) Authorisation may be given for a particular exercise of the power or for its exercise generally, and may be unconditional or subject to conditions.

(3) Authorisation must—

(a) state the maximum amount of shares that may be allotted under it, and

(b) specify the date on which it will expire, which must be not more than five years from—

(i) in the case of authorisation contained in the company's articles at the time of its original incorporation, the date of that incorporation;

(ii) in any other case, the date on which the resolution is passed by virtue of which the authorisation is given.

(4) Authorisation may—

- (a) be renewed or further renewed by resolution of the company for a further period not exceeding five years, and*
- (b) be revoked or varied at any time by resolution of the company.*

(5) A resolution renewing authorisation must—

- (a) state (or restate) the maximum amount of shares that may be allotted under the authorisation or, as the case may be, the amount remaining to be allotted under it, and*
- (b) specify the date on which the renewed authorisation will expire.*

(6) In relation to rights to subscribe for or to convert any security into shares in the company, references in this section to the maximum amount of shares that may be allotted under the authorisation are to the maximum amount of shares that may be allotted pursuant to the rights.

(7) The directors may allot shares, or grant rights to subscribe for or to convert any security into shares, after authorisation has expired if—

- (a) the shares are allotted, or the rights are granted, in pursuance of an offer or agreement made by the company before the authorisation expired, and*
- (b) the authorisation allowed the company to make an offer or agreement which would or might require shares to be allotted, or rights to be granted, after the authorisation had expired.*

(8) A resolution of a company to give, vary, revoke or renew authorisation under this section may be an ordinary resolution, even though it amends the company's articles.

(9) Chapter 3 of Part 3 (resolutions affecting a company's constitution) applies to a resolution under this section.

Styrelsen kan således bemyndigas till att emittera aktier. Bemyndigandet gäller i maximalt fem år, i samstämmighet med det krav som uppställs i andra bolagsdirektivet. Även övriga krav som fastställs i andra bolagsdirektivet såsom exempelvis att maximalt antal aktier som får emitteras ska anges, kan utläsas ur stadgandet. Det framgår också att aktieägarna när som helst kan besluta att bemyndigandet ska dras tillbaka eller förändras (punkten 2 i stadgandet).

När det gäller företrädesrätten för befintliga aktieägare att teckna aktier vid emissionsförfarande regleras de delarna i Companies Act, sektion 561 och lyder som följer:

Existing shareholders' right of pre-emption

(1) A company must not allot equity securities to a person on any terms unless—

- (a) it has made an offer to each person who holds ordinary shares in the company to allot to him on the same or more favourable terms a proportion of those securities that is as nearly as practicable equal to the proportion in nominal value held by him of the ordinary share capital of the company, and*
- (b) the period during which any such offer may be accepted has expired or the company has received notice of the acceptance or refusal of every offer so made.*

(2) Securities that a company has offered to allot to a holder of ordinary shares may be allotted to him, or anyone in whose favour he has renounced his right to their allotment, without contravening subsection (1)(b).

(3) If subsection (1) applies in relation to the grant of such a right, it does not apply in relation to the allotment of shares in pursuance of that right.

(4) Shares held by the company as treasury shares are disregarded for the purposes of this section, so that—

- (a) the company is not treated as a person who holds ordinary shares, and*
- (b) the shares are not treated as forming part of the ordinary share capital of the company.*

(5) This section is subject to—

- (a) sections 564 to 566 (exceptions to pre-emption right),*
- (b) sections 567 and 568 (exclusion of rights of pre-emption),*
- (c) sections 569 to 573 (disapplication of pre-emption rights), and*
- (d) section 576 (saving for certain older pre-emption procedures).*

Aktieägarna har således en lagstadgad företrädesrätt, i samstämmighet med andra kapitaldirektivet, men det finns möjlighet att göra undantag (punkten 5). Undantag aktualiseras när aktier eller optioner ingår i bonusprogram, vid apportemission eller partiell sådan, och när aktier eller optioner ingår i personalincitamentprogram. Sektion 570 och 571 behandlar de tillfällen bolagsledningen fått bemyndigande att emittera aktier. Det bemyndigandet kan utformas på ett sådant sätt att företrädesrätten åsidosätts. Stadgandena (570 och 571) står i överensstämmelse med de i andra bolagsdirektivet uppställda kraven på informationsplikt i samband med sådant bemyndigande. Värt att notera är att om företagsledningen emitterar aktier i strid med bemyndigandet eller annan bestämmelse rörande företrädesrätten så är

fortfarande de emitterade aktierna giltiga med bolagsledningen blir solidariskt ersättnings-skyldig gentemot de befintliga aktieägarna.¹²¹

För aktiemarknadsbolag i Storbritannien ställer regelverket sällan till besvär eftersom företagen vid varje bolagsstämma, rutinmässigt ges bemyndigande för styrelsen att emittera aktier utan företrädesrätt för befintliga ägare. Beslut om bemyndigande är vanligen en stående punkt på dagordningen vid den årliga bolagsstämman.¹²² Att så kan ske utan större protester beror på Storbritanniens arv och tradition av självreglering och synen på aktiebolaget som företeelse. Trots den avsevärda frihet brittiska bolagsledningar vanligen besitter missbrukas inte systemet i nämnvärd omfattning. Om så skulle ske skulle bemyndigandet med stor sannolikhet dras tillbaka och bolagsledningen skulle inte få förnyat förtroende. I detta sammanhang bör "Pre-Emption Group" nämnas.

Pre-Emption Group

Pre-Emption Group är en grupp sammansatt av representanter för fondförvaltare, försäkringsbolag, pensionsfonder och banker samt i viss mån från övrigt näringsliv.¹²³ Gruppen bevakar riktade emissioner och tillhandahåller en policy där riktlinjer ges för hur stora avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt som anses vara acceptabla. Policydokumentet kan betecknas som "soft-law" och dokumentet kan ses som en kompromiss mellan aktieägarnas intresse att inte få sin investering relativt sett utspädd, samtidigt som flexibilitet och handlingsfrihet värnas hos bolagen. Gruppen, som tidigare levit en tynande tillvaro, aktualiserades åter igen efter Paul Myners rapport om företrädesrättens inverkan på publika bolags kapitalanskaffning.¹²⁴ Flexibilitet och pragmatism genomsyrar Myners rapport om Pre-Emption Group. Myners anger hur företrädesrätten framgent bör hanteras. Hans rekommendationer till Pre-Emption group var att sprida kunskap om gruppens policydokument och poängtera att dokumentet inte skulle tolkas som ett tvingande regelverk.

Principerna gäller för bolag noterade på London Stock Exchanges main market (de börslister som noterar de större bolagen), men rekommenderar även bolag på AIM (lista för mindre tillväxtbolag) att om möjligt följa rekommendationerna. Gruppen konstaterar dock i sitt policydokument att större flexibilitet kan vara nödvändig i tillväxtbolag varför handlingsmönster som sträcker sig utöver de av gruppen fastslagna ramarna kan vara befogat.¹²⁵ I dokumentet anges följande gränsvärden etc. för riktade emissioner:

¹²¹ Company Law in Context, D. Kersaw, 2009, s. 660, samt CA 2006 sec. 563.

¹²² Company Law in Context, D. Kersaw, 2009, s. 660

¹²³ <http://www.pre-emptiongroup.org.uk/aboutus/index.htm>

¹²⁴ Pre-emption rights: Final Report, "A study by Paul Myners into the impact of shareholders' pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital". Februari 2005 (URN 05/679)

¹²⁵ Pre-emption Group – Statement of principles, July 2008, APPLICATION OF THE PRINCIPLES, p. 5

- Riktade kontantemissioner som understiger en utspädning av 5 % av det totala aktiekapitalet per år anses vara rutinmässiga och oproblematiska ur ett aktieägarperspektiv.¹²⁶
- Om inte en godtagbar förklaring ges eller frågan särskilt diskuteras då bemyndigande ges bör inte bolaget genomföra kontantemissioner som överstiger utspädning av det totala aktiekapitalet med 7,5 % under rullande treårsperiod.¹²⁷
- Emissionsrabatt som överstiger 5 % av rådande börskurs anses inte vara rutinmässig.

Principerna är till för att underlätta för bolagen att få rutinmässigt bemyndigande, förutsatt att gränsvärdena inte överskrids. Om gränsvärdena överskrids anser Pre-emption Group att bemyndigande inte automatisk bör lämnas, utan att de fallen måste avgöras av aktieägarna utifrån specifik situation och bolag.¹²⁸ Gruppen ger därefter rekommendationer kring vilka överväganden som behöver göras om gränsvärdena överskrids.

Det kan konstateras att tillämpningen av regelverket i Storbritannien skiljer sig avsevärt mot hur det i Sverige tillämpas, trots att samma minimikrav gäller och de grundläggande förutsättningarna är desamma i båda länderna. Några rutinmässiga bemyndiganden ges inte i Sverige¹²⁹.

Pre-emption Group för också statistik över antal riktade kontantemissioner som genomförts samt hur många av dem som överskridit de av gruppen fastlagda gränsvärdena.

The Financial Services Authority (FSA)

Utöver Companies Act och Soft-Law emanerad från Pre-Emption Group finns regler och rekommendationer från The Financial Services Authority (FSA) som bolagen måste förhålla sig till. FSA tillhandahåller listningskrav för de marknadsnoterade bolagen. En förutsättning för att bolaget ska kunna marknadsnoteras eller fortsätta att vara så är att listningsregelverket följs. Regelverket består av rekommenderade riktlinjer och regler. Av regelverket framgår att vid s.k. öppna erbjudanden (företrädesrätt ges till befintliga aktieägare i förhållande till innehav, men utan tilldelning av teckningsrätt) och vid riktade emissioner så är huvudregeln att emissionskursen inte får rabatteras mer än 10 %.¹³⁰ Det framgår också att ett öppet erbjudande måste kommuniceras på ett sådant sätt att det inte kan förväxlas med ett erbjudande där teckningsrätter erbjuds.¹³¹ FSA har ytterligare ett antal regler som har bäring på emissionsförfarandet och det sätter i princip ramarna för bolagens handlingsfrihet, tillsammans med de policydokument som utfärdas av The Pre-Emption Group, utöver vad som stadgas i Companies Act 2006.

¹²⁶ Pre-emption Group – Statement of principles, July 2008, ROUTINE DISAPPLICATIONS, p.7 och p. 8.

¹²⁷ Ibid, p. 10.

¹²⁸ Ibid, p. 14.

¹²⁹ Källa, ej rutinmässiga bemyndiganden i Sverige.

¹³⁰ FSA Listing Rules 9.5.10

¹³¹ Ibid. 9.5.8

Amerikas förenta stater

Den nordamerikanska rättstraditionen skiljer sig avsevärt mot den europeiska. Rättstillämpningen skiljer sig och måste ses i ett större sammanhang för att en jämförelse ska bli rättvisande. Både amerikansk och europeisk lagstiftning rörande bolagsrätten grundas i stora delar på samma värdegrund. För att säkerställa att regelverket efterlevs varierar dock angreppssätten i respektive rättssystem. Fundamentet aktiebolaget vilar på, oavsett rättstradition, är att skapa värde för aktieägarna. Bolagets företrädare ska agera för bolagets bästa, vilket är liktydigt med aktieägarnas bästa. Amerikansk rättstillämpning är, till skillnad mot europeisk, i högre utsträckning rättsfallsdriven vilket innebär att praxis sätter ramarna för hur regelverket ska tillämpas. Då USA består av 50 delstater skulle 50 olika bolagsrättsliga regelverk kunna användas. Modellagen, Model Business Corporations Act (MBCA), har dock antagits av 29 stater och ytterligare 4 stater har anpassat sitt bolagsrättsliga regelverk efter 1969 års MBCA. Vidare har flera stater anpassat regelverket efter valda delar av MBCA:s lagstiftning.¹³² Bortsett från MBCA är det nödvändigt att granska och analysera det bolagsrättsliga regelverket i Delaware eftersom majoriteten av börsbolagen i USA är registrerade där.¹³³ Delaware tillhör en av de delstater som inte antagit MBCA.¹³⁴

De tidiga bolagsrättsliga lagarna i USA kännetecknades av betungande och komplicerade regler. För att råda bot på situationen och samtidigt attrahera företag till regionen införde delstaten New Jersey ett liberalare regelverk.¹³⁵ Delaware följde snart efter med ytterligare liberalisering och utvecklingen mot allt liberalare regelverk var igång. Processen har benämnts såväl "race to the bottom" som "race to the top" beroende på inställning. MBCA som för första gången utkom 1950 i komplett form drev på trenden mot liberalare regelverk. Delaware är fortfarande en av staterna med jämförelsevis liberalt regelverket, men har också lyckats upprätthålla sin ledande position och attraktionskraft genom en företagsvänlig juridisk infrastruktur.

Liberaliseringsprocessen har förändrat den från början fastlagda företrädesrätten i amerikansk bolagsrätt. Ett allt liberalare regelverk har inneburit lättnader för bolagen då betungande lagstiftning bortrationaliseras till förmån för allmänna rättsprinciper. Dagens nordamerikanska regelverk rörande företrädelserätt är fakultativt då bolagen själva har frihet att bestämma huruvida de vill tillämpa regelverket om företrädelserätt vid emissionsförfaranden.

Varken i Delaware's "General Corporation Law" eller i MBCA tillerkänns befintliga aktieägare någon företrädesrätt vid nyemissionsförfarande. I Delaware General Corporation Law stadgas:

¹³² 2005 Model Business Corporations Act, Introduction - GENERAL DESCRIPTION OF THE MODEL ACT AND SUPPLEMENTS, XiX.

¹³³ Justitiedepartementet, Ds 2007:35, Skärpta Fusionsregler, Rolf Skog, s.46 ff.

¹³⁴ Corporations – Second Edition, James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 2003 s. 35

¹³⁵ Corporations – Second Edition, James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 2003 s. 33

*“Such provisions as may be desired granting to the holders of the stock of the corporation, or the holders of any class or series of a class thereof, the preemptive right to subscribe to any or all additional issues of stock of the corporation of any or all classes or series thereof, or to any securities of the corporation convertible into such stock. No stockholder shall have any preemptive right to subscribe to an additional issue of stock or to any security convertible into such stock unless, and except to the extent that, such right is expressly granted to such stockholder in the certificate of incorporation. All such rights in existence on July 3, 1967, shall remain in existence unaffected by this paragraph unless and until changed or terminated by appropriate action which expressly provides for the change or termination;”*¹³⁶

Det konstateras att det är fullt möjligt att ge aktieägarna företrädesrätt, men det är upp till bolaget självt att skriva in denna rättighet i bolagsordningen när bolaget registreras. Huvudregeln i Delaware är att någon företrädesrätt inte föreligger.

Motsvarande reglering i MBCA lyder:

*“The shareholders of a corporation do not have a preemptive right to acquire the corporation’s unissued shares except to the extent the articles of incorporation so provide.”*¹³⁷

Ovanstående utdrag ur MBCA utgör huvudregeln. Följande delar (ej citerade) av ovan nämnda paragraf innehåller dispositiva lagregler för det fallet att bolaget i bolagsordningen stadgat att aktieägarna i bolaget har företrädesrätt vid utfärdande av nya aktier.

Om bolagen väljer att tillämpa institutet företrädesrätt vid nyemittering av aktier så ska det framgå av bolagshandlingarna vid inregistreringen av företaget (alternativt ha ändrats vid senare skede genom formbundet förfarande). Denna typ av reglering kallas ”Opt-in” och tillämpas i merparten av delstaterna i USA (41 stater)¹³⁸. Motsatsen, ”Opt-out”, innebär att huvudregeln är att reglerna om företrädesrätt vid emissionsförfaranden ska tillämpas, men att bolagen själva kan avtala bort regelverket. Då fråga uppkommit om hur regelverket ska tolkas har domstolen i Delaware klart uttalat att det tydligt ska framgå i informationen om företaget (s.k. *boilerplate language*) om företrädesrätten ska kunna åberopas¹³⁹.

Amerikansk doktrin på området konstaterar att situationerna där regelverket om företrädesrätt kan aktualiseras är otaliga varför utformning av ett minoritetsskyddande regelverk som täcker in samtliga situationer svårligen kunnat konstrueras.¹⁴⁰ Detta är en av flera anledningar till att obligatorisk företrädesrätt inte föreligger i USA. De amerikanska bolagen dock inte

¹³⁶ Delaware General Corporation Law, Title 8, Chapter 1, § 102, (b), (3)

¹³⁷ Model business corporation act, SECTION 6.30, Subchapter C. - SUBSEQUENT ACQUISITION OF SHARES BY SHAREHOLDERS AND CORPORATION - § 6.30. SHAREHOLDERS’ PREEMPTIVE RIGHTS.

¹³⁸ Model business corporation act annotated: model business ..., 4 ed, Vol 1, American Bar Association. S. 6-203. Internet: <http://books.google.se/books?id=u69utOvnQ4kC&pg=SA6-PA203&lpg=SA6-PA203&dq=delaware#v=onepage&q=delaware&f=false> (tillgänglig 2011-04-05)

¹³⁹ The Supreme Court Of The State Of Delaware, No. 36, 2006

¹⁴⁰ Corporations – Second Edition, James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 2003 s. 496 ff.

fria att genomföra riktade emissioner till vilka villkor som helst. Att nyemittera aktier är ett förtroendeuppdrag där befintliga aktieägarnas bästa är ledstjärnan för handlandet. För att tillgodose minoritetsskyddet och förfördelade aktieägare bygger den amerikanska rättstillämpningen på att bolagsledningen har en "fiduciary duty" gentemot aktieägarna.¹⁴¹ Detta förtroendeuppdrag innebär bl.a. att befintliga aktieägare inte ska diskrimineras. Om nya aktier ska emitteras till ett lägre pris än rådande börskurs måste beslutet grundas på affärs-mässiga grunder.¹⁴² Om bolagsledningen inte beaktar detta riskerar förfarandet att bli ogiltigt då en derivativ talan (eller en grupptalan) kan föras mot bolaget.¹⁴³ Företagsledningens handlingsfrihet kommer då att bedömas enligt den s.k. "Business Judgment Rule". Bevisbördan övergår till företagsledningen som måste visa att nyemissionen genomfördes för bolagets bästa och inte för företagsledningen eller utvalda aktieägares bästa. Bolagsledningen ska inte gynna sig själva eller enskilda aktieägare framför hela bolagets bästa.¹⁴⁴ Amerikanska bolagsledningar har förhållandevis stor handlingsfrihet men "The Business Judgment Rule" sätter ramarna för vad som ryms inom företagsledningens ansvar gentemot samtliga aktieägare.

Amerikansk doktrin rörande företrädesrätt för befintliga aktieägare är kategorisk i sin syn på fenomenet. Följande citat är hämtat från boken Corporations (Second Edition, Cox & Hazen):

"Preemptive rights do not make sense in a public-issue corporation. In fact, their presence can severely hamper future financing. Accordingly, the charters of public companies typically eliminate such rights if the statutes of their domiciles do not do so."

Även den officiella kommentaren till MBCA stadgar att:

*"Issuance of shares at favorable prices to directors (but excluding other shareholders) or the issuance of shares on a non proportional basis for the purpose of affecting control rather than raising capital may violate that duty. **These duties, it is believed, form a more rational structure of regulation than the technical principles of traditional preemptive rights.**"*

Utöver de lagregler som redovisats och aktieägarnas möjligheter att beivra missbruk finns även i USA ett regelverk som begränsar företagets handlingsfrihet. Någon total frihet för bolagsledningen att själva fatta beslut om riktade emissioner finns alltså inte, även om beslutet kan motiveras. Börsernas regler begränsar bolagsledningens handlingsfrihet. Både Nasdaq och The New York Stock Exchange har regelverk som begränsar de bolag vars aktier är noterade. Regelverket stadgar att godkännande från aktieägarna krävs om nya aktier ska

¹⁴¹ Schwartz v. Marien 37 N.Y.2d 487, 373 N.Y.S.2d 122 N.Y. 1975.

¹⁴² Corporations – Second Edition, James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 2003 s. 500

¹⁴³ Corporations – Second Edition, James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 2003 s. 419

¹⁴⁴ Schwartz v. Marien 37 N.Y.2d 487, 373 N.Y.S.2d 122 N.Y. 1975.

emitteras och emissionen leder till en kapital- eller röstutspädning överstigande 20 %.¹⁴⁵ Därmed han de mest flagranta fallen av missbruk undvikas.

Aktiebolagets gemensamma nämnare, oavsett om det är etablerat i USA eller i Sverige är att skapa maximal avkastning till aktieägarna. Båda systemen skyddar och beivrar missbruk gentemot minoritetsägarna. Bolagsledningen får inte berika sig eller gynna närstående på bolagets bekostnad. Alla beslut måste fattas på affärsmässiga grunder. I Sverige uppnås detta genom aktiebolagslagens detaljreglering. I Nordamerika vilar ansvaret på bolagsledningen.

¹⁴⁵ Se Nasdaq OMX Stock market Listing Rules, 5635. Shareholder Approval.

5. Konsekvensanalys och slutsats

Frågan rörande kapitalanskaffningsmetod är mer komplex än vad den vid en första anblick ser ut att vara. Utöver lagstiftning och övrigt regelverk påverkar också kapitalanskaffningsmetoden ofta aktiemarknadsbolagets börskurs. Detta blir således ytterligare en parameter att ta hänsyn till. Undersökningar gjorda på nordamerikansk respektive brittisk aktiemarknad visar att börskurserna i medeltal stiger ca 3 – 4 % på nyheten om en riktad emission (även om den sker till rabatterat pris) respektive sjunker ca 3 % på nyheten om nyemission med företrädesrätt¹⁴⁶. Att av detta dra slutsatsen att sådana kursrörelser alltid äger rum vid dylika nyheter går naturligtvis inte att göra eftersom varje aktiemarknadsbolag är unikt och kursrörelserna är situationsberoende. Generellt kan dock konstateras att marknaden i allmänhet ser positivt på riktade emissioner. Konsekvensen blir därmed att befintliga aktieägare kan gynnas av att bolaget genomför riktade emissioner, trots att de får sitt kapital utspädd.

Den relativa kostnaden för emissionsförfarandet spelar också en roll i hur marknaden reagerar på nyheten om (riktad)nyemission. Kostnaden är avhängig storleken på emissionen, komplexiteten och storleken på bolaget, om emissionen är riktad eller inte, hur stor eventuell rabatt som föreligger samt om emissionsgaranter används. Faktorerna påverkas dessutom av den generella marknadssituationen och den ekonomiska omvärldsstabiliteten. Många av kostnaderna är dock fasta varför kostnaderna relativt sett blir högre för ett litet bolag med mindre kapitalbehov än ett större bolag med stort kapitalbehov. En nyemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare är mer tidskrävande vilket i sig utgör en kostnad.

Samtliga medlemsstater i EU måste förhålla sig till andra bolagsdirektivet. Detta faktum i kombination med bolagens krav på flexibilitet har lett till att skillnaderna mellan länderna har minskat. Tyskland och Frankrike har en något rigidare syn på förfarandet medan Finland har anpassat sin lagstiftning efter kortast möjliga ledtid vid emissionsförfarandet. England är det land (av undersökta länder) i Europa som har den flexiblaste synen på regelverket och tillåter näst intill per automatik att bemyndigande ges till styrelsen att genomföra riktade emissioner, förutsatt att emissionerna inte är allt för stora. Sverige har å andra sidan också ett relativt tillåtande regelverk med endast små skillnader gentemot andra bolagsdirektivet. Att svenska aktiemarknadsbolag skulle ha en konkurrensnackdel gentemot andra europeiska länder ett direkt felaktigt påstående. Det är snarare så att svenska aktiemarknadsbolag har en fördel gentemot franska och tyska aktiemarknadsbolag. Bolag som verkar i Storbritannien lever ett något enklare liv sett ur emissionsteknisk synpunkt, med skillnaderna beror inte på lagstiftningen som sådan utan snarare på en tradition i synsättet på aktiemarknadsbolagens ställning i samhället.

¹⁴⁶ Pre-emption rights: Final Report, "A study by Paul Myners into the impact of shareholders' pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital". Februari 2005 (URN 05/679), s. 32

För svensk räkning förefaller en omotiverad diskrepans föreligga mellan bolagsledning och aktieägare. Om aktieägarna i svenska bolag inte vill ge bemyndigande till styrelsen att utföra riktade emissioner vid behov så ska sådana inte heller genomföras. Aktieägarna är de som bestämmer hur deras bolag ska förvaltas. Om styrelsen är övertygad om att bemyndigande att genomföra riktade emissioner är det bästa för bolaget är det styrelsens ansvar att övertyga aktieägarna att så är fallet. Lyckas man inte med detta ska bemyndigande inte heller ges. Aktieägarnas vilja är styrelsens lag – ett faktum som svenska styrelser i aktiemarknadsbolag måste inse. Diskrepansen mellan bolagsledning och aktieägarna aktualiserar en djupare problematik. Det är en grundläggande förutsättning som måste överbryggas innan lättnader i regelverket kan aktualiseras. En del av denna problematik benämns i litteraturen som agent- principal problemet.

Agentproblematiken innebär i detta sammanhang att bolagsledning i vissa situationer agerar i eget intresse framför aktieägarnas intresse. Typexemplet är när en företagsammanslagning inte genomförs eftersom stora delar av styrelsen då inte skulle få fortsatta styrelseuppdrag i bolaget. Ett annat exempel är när företagsledningen berikar sig med rundliga ersättningar på bolagets (och därmed aktieägarnas) bekostnad. Om bolagsledningen alltid handlade för bolagets bästa vid genomförande av riktade emissioner skulle inte några problem uppstå då bemyndigande till förfarandet efterfrågas. Eftersom bemyndigande inte rutinmässigt varken efterfrågas eller lämnas till svenska aktiemarknadsbolag blir konklusionen att fullt förtroende saknas för bolagsledning. Detta är en problematik som har två sidor.

1. Bolagsledningarna lyckas inte övertyga ägarna om att de agerar för aktieägarnas bästa.
2. Aktieägarna har inte tillsatt en styrelse som motsvarar kraven på effektiv bolagsförvaltning.

I teorin är problematiken lätt att lösa. Bolagsstyrelsen måste visa att de agerar för aktieägarnas bästa. Det handlar om att kontinuerligt informera och engagera aktieägarna i företagsförvaltningen. Förtroende och tillit måste skapas genom att förklara hur de resonerar kring olika strategier och ställningstaganden. Lyckas inte styrelsen med detta har de ett pedagogiskt problem eller så fullgör de helt enkelt inte det uppdrag de fått av aktieägarna. Aktieägarna måste å andra sidan ta sitt ansvar och ställa relevanta krav på de styrelser som tillsätts. Ägarna måste informera sig om företagsförvaltningen. Först därefter går att avgöra om styrelsen fullgör sitt uppdrag enligt ägarnas önskemål. Om så inte sker så har fel styrelse tillsatts och ägarna har inte tagit sitt ägaransvar om styrelsen får fortsätta att verka.

I praktiken är det inte alltid så enkelt. Företagsledning och styrelse måste ta hänsyn till både likabehandlingsprincipen och insiderlagstiftning samtidigt som ägarna kan ha olika perspektiv på sitt ägande. Flera av de genomgångna ägarpolicyerna understryker dock att ett kontinuerligt informationsutbyte med bolagen är en eftersträvt värde och grundläggande faktor för hur de som institutionell placerare ställer sig i kapitalstruktureringsfrågorna. Eftersom lagstiftningen i de nordiska länderna är relativt likartad och svensk lagstiftning är både enkla-

re och liberalare jämfört med både tysk och fransk lagstiftning så kan det inte sägas att svenska bolag har någon direkt konkurrensnackdel ur denna aspekt. De engelska bolagen har en fördel i detta sammanhang eftersom synen på riktade emissioner där skiljer sig avsevärt mot övriga europeiska länder. Det bör dock understrykas att den engelska lagstiftningen inte är mer tillåtande än den svenska. I England verkar istället ett högre förtroende för bolagsledningarna (alternativt en liberalare tradition) leda till att bemyndigande av riktade emissioner accepteras i hög utsträckning. Det finns inget som hindrar svenska aktiemarknadsbolag till ett ökat informationsutbyte med ägarna samtidigt som ägarstyrningen av bolagen blir tydligare. Ett sådant förhållande skulle underlätta för de svenska aktiemarknadsbolagen att genomföra riktade emissioner. Lagstiftningen så som den är konstruerad utgör inget bekymmer för en sådan tillämpning av regelsystemet.

En förbättrad relation och ökad samsyn mellan bolagsledning och ägare skulle gynna samtliga parter eftersom bolagsledning skulle få större befogenheter rörande aktiemarknadsbolagens kapitalstruktur, vilket i sin tur skulle leda till en effektivare företagsförvaltning, som i förlängningen leder till högre vinster för ägarna.

Tankar och förslag rörande avskaffandet av den lagstadgade företrädesrätten kan vid en första anblick te sig lockande men är i realiteten orealistiska. Den lagstadgade företrädesrätten fyller flera viktiga funktioner, inte minst som en viktig signal till bolagsledningarna. Att alla aktieägare ska värderas lika rätt är en viktig grundprincip som är en av stöttepelarna för förtroendet på aktiemarknaden. Att i det svenska systemet införa en motsvarighet till den amerikanska "Business Judgment rule" som en form av ersättning eller komplement till företrädesrätten är en utopi i europeisk aktiebolagsrätt. För att möjliggöra en sådan utveckling krävs för det första ett kraftigt förändrat kapitaldirektiv. För sådana förändringar krävs konsensusbeslut. Ett sådant beslut, beaktat synen i medlemsstater såsom Frankrike och Tyskland, är i nuläget orealistiskt. Den tyska regleringen stadgar exempelvis fortfarande företrädesrätt för befintliga aktieägare även vid apportemission. De förändringar av svensk lagstiftning som i dagsläget är möjliga att genomföra är en förkortning av kallelsetiderna från nuvarande två veckor till en vecka (likt finlands aktiebolagslag stadgar). Att understiga minimitiderna som stadgas i kapitaldirektivet synes däremot orealistiska.

Vad som anses vara god sed på aktiemarknaden påverkar såväl bolagsledningars som aktieägares agerande. För undanröja eventuell osäkerhet för vad som bör ses som god sed på aktiemarknaden bör aktiemarknadsnämnden publicera ett nytt initiativärende rörande nyemissioner. Det uttalandet bör speciellt beröra bemyndigandesituationerna. Inspiration kan med fördel hämtas från brittiska Pre-Emption Group och Paul Myners rapport om företrädesinstitutet. Ett uttalande från aktiemarknadsnämnden inspirerat av den brittiska synen på företrädesrätten i allmänhet och bemyndigandesituationerna i synnerhet, tror jag skulle bidra till ett förändrat synsätt till fördel för företagsförvaltning och därmed också aktieägarna och samhället i stort.

6. Källförteckning

Litteratur

Alexander Hamilton Frey., 1929: *Shareholders Pre-Emptive Rights*, Yale Law Journal.

Andersson, Sten & Johansson, Svante & Skog, Rolf, 2008: *Aktiebolagslagen En kommentar, del I, II, III*, Norstedts Juridik

D. Kersaw, 2009: *Company Law in Context*

Gustavsson, Martin & Lindström, Peter, 2010: *Garanter vid nyemissioner, Förutsättningar och kostnader*, Magisteruppsats, Uppsala universitet, Företagsekonomiska institutionen.

Henry S. Drinker, Jr., 1930: *The Preemptive right of shareholders*, Harvard Law Review.

James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 2003: *Corporations – Second Edition*, Aspen Publishers

Skog, Rolf, 2004: *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag*, Stockholm Centre for Commercial Law, Jure

Direktiv

77/91/EEG

68/151/EEG

Offentligt tryck

Svenskt

Ju 2009/8495/L1

SOU 1971:15

Prop 1973:93

Prop 1975:103

Prop. 2004/05:85

Justitiedepartementet, Ds 2007:35, Skärpta Fusionsregler, Rolf Skog

Utländsk

Financial Services Authority Report to HM Treasury on the implementation of the recommendations of the Rights Issue Review Group, April 2010

A Report to the Chancellor of the Exchequer: by the Rights Issue Review Group, November 2008

Pre-emption rights: Final Report, "A study by Paul Myners into the impact of shareholders' pre-emption rights on a public company's ability to raise new capital". Februari 2005 (URN 05/679)

Praxis

AMN 2002:2

C-42/95 Siemens AG v. Henry Nold

The Supreme Court Of The State Of Delaware, No. 36, 2006

Schwartz v. Marien 37 N.Y.2d 487, 373 N.Y.S.2d 122 N.Y. 1975.

3 Mass. 364, 1807 WL 789 (Mass.), Gray v. Portland Bank

24 Bedell 285, 186 N.Y. 285, 78 N.E. 1090, Stokes v. Continental Trust Co. of city of New York. 1906.

BGH, Beschluss vom 11. 6. 2007 - II ZR 152/ 06; OLG München

BGH, Beschluss vom 21. 11. 2005 - II ZR 79/ 04; OLG Celle

Muntliga källor

Hans Lind, Bolagsverket

Internet

Professor lic.jur. Søren Friis Hansen, Juridisk Institut, Syddansk Universitet, Tiden er til kapitalforhøjelser, 27 mars 2009, Internet:

<http://www.shareholders.dk/art/templates/nyhedsbrev.aspx?articleid=398&zoneid=1>
tillgänglig 2011-04-13.

Pre-Emption Group

<http://www.pre-emptiongroup.org.uk/aboutus/index.htm>
tillgänglig 2011-05-15

Model business corporation act annotated: model business ...,4 ed, Vol 1, American Bar Association. S. 6-203.

Internet: <http://books.google.se/books?id=u69utOvnQ4kC&pg=SA6-PA203&lpg=SA6-PA203&dq=delaware#v=onepage&q=delaware&f=false>

tillgänglig 2011-04-05

Övrigt

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Svensk kod för bolagsstyrning, 2010-02-01

Nasdaq OMX Stock market Listing Rules

Stockholmsbörsen – Regelverk för emittenter

AktieTorget, Villkor för anslutning, 2010-04-01

FSA Listing Rules

FFFS 2007:7

Pre-emption Group – Statement of principles, July 2008

Näringslivets Börskommitté, Regelverk 1986

Ägarpolicys

Aktiespararnas ägarstyrningspolicy, februari 2010

AFA Försäkring, Ägarpolicy, 2005-06-02

Alecta Pensionsförsäkring, Ägarpolicy, 2009-12-08

AMF Fonder, Ägarpolicy, 2008-12-16

Första AP-fonden, Ägarpolicy, 2009-12-14

Andra AP-fonden, Ägarpolicy, December 2009

Tredje AP-fonden, Ägarpolicy, 2010-10-12

Fjärde AP-fonden, Ägarpolicy, 2011

Folksam SAK, Riktlinjer för extern bolagsstyrning, 2006-03-23

Handelsbanken Fonder, Ägarstyrningspolicy, 2010-02-01

Nordea Fonder, Riktlinjer för ägarstyrning, 2009-11-25,

SEB Fondbolag, Ägarpolicy, 2010-02-23

Skandia Liv, Ägarpolicy, 2005-12-19

Swedbank Robur Fonder, Ägarpolicy, 2009-06-03