

Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”Leo-området”

Av Svante Johansson

Inledning

Aktiemarknadsnämnden (”AMN”) tillkom i samband med den s.k. LEO-affären.¹ Med tanke härpå är det inte underligt att många av nämndens uttalanden behandlar frågor om eller i anslutning till incitamentsprogram och LEO-lagen, dvs. de regler som i nu gällande aktiebolslag (2005:551) (”ABL”) återfinns i 16 kap. Dessa uttalanden behandlas på annan plats i förevarande verk,² och skall därför inte behandlas här. Redan från början har AMN:s uppgifter definierats som betydligt vidare än bara LEO-frågorna. Denna artikel koncentreras på AMN:s uttalanden i frågor om emissioner som inte – varken enligt lag eller enligt god sed på aktiemarknaden – faller under LEO-reglerna och inte är en del av ett incitamentsprogram.³

AMN har aldrig tagit ett samlat grepp på vad god sed på aktiemarknaden kräver i samband med emissioner och det har måhända aldrig funnits anledning att ta ett helhetsgrepp på detta område. Det närmaste man kommer ett helhetsgrepp är initiativuttalandet 2002:2,⁴ som dock inte gör anspråk på någon fullständighet utan bara behandlar vissa utvalda frågor. På grund härav kommer även denna artikel att kryssa mellan de ämnen som behandlats av nämnden, dvs. frågor om prissättning av nyemitterade instrument, frågor om emissioner som sker med avsteg från aktieägarnas företrädesrätt samt frågor om information till aktieägarna i samband med emissioner. Avslutningsvis

¹ AMN:s tillkomst och historia behandlas av Johan Munck, Aktiemarknadsnämnden 25 år.

² Se Klaes Edhall och Emil Boström, Incitamentsprogram – något om rättsutvecklingen samt olika program- och hedgestrukturer över tid.

³ Fortsättningsvis talas om emissioner, varvid förutsätts, utan att det uttryckligen anges i texten, att det inte handlar om emissioner som faller under 16 kap. ABL.

⁴ Se nedan. Efter AMN 2002:2 har nämnden gjort åtminstone följande uttalanden i frågor rörande emissioner: 2003:20, 2003:33, 2004:15, 2006:18, 2006:48, 2007:9, 2009:13 och 2009:29.

nämns några udda frågor, som inte riktigt passar in under de övriga avsnitten samt finns en avslutning på artikeln.

Den legala grunden för aktiebolags emissioner finns i 11–16 kap. ABL. Här regleras fondemissioner, nyemissioner av aktier samt emissioner av teckningsoptioner och konvertibler. Dessa regler gäller givetvis även för de aktiebolag vars aktier eller andra finansiella instrument handlas på en reglerad marknad, s.k. aktiemarknadsbolag, och som omfattas av AMN:s verksamhet. I denna artikel kommer, för enkelhetens skull, huvudsakligen att talas om emissioner av aktier – utom, givetvis, i de fall framställningen behandlar ett AMN-uttalande som avser en emission av teckningsoptioner eller konvertibler.

Prissättning

ABL innehåller ett fåtal regler om prissättningen på nyemitterade finansiella instrument. Teckningskursen skall anges i förslaget till emissionsbeslut, 13 kap. 4 § första stycket tredje punkten ABL,⁵ och framgå av emissionsbeslutet, 13 kap. 11 § första stycket. Teckningskursen per nyemitterad aktie får som huvudregel inte understiga de tidigare aktiernas kvotvärde, 13 kap. 4 § tredje stycket. Därutöver är det generalklausulen i 7 kap. 47 § ABL⁶ som kan komma till användning vid felaktiga prissättningar. Vid företrädesemissioner sätts ofta teckningskursen relativt lågt jämfört med börskursen på bolagets aktier. Häremot kan knappast något invändas, utan betydelsen av generalklausulen visar sig så gott som uteslutande vid riktade emissioner.⁷

I AMN 1988:12⁸ var det fråga om prissättningen av nyemitterade aktier. Nämnden konstaterar att nämnden inte tar ställning till om en viss prissättning är förenlig med god sed på aktiemarknaden eller inte. Då, såsom i den i uttalandet behandlade situationen, de nyemitterade aktierna erbjuds stora aktieägare i bolaget,⁹ krävs emellertid särskild

⁵ Här bortses från möjligheten att till styrelsen delegera bl.a. beslutet om fastställande av teckningskurs, 13 kap. 5 § första stycket åttonde punkten ABL.

⁶ Här bortses från de möjligheter som finns för styrelsen att fatta emissionsbeslut, 13 kap. 31–38 §§ ABL.

⁷ Se nedan under rubriken Riktade emissioner. Se S. Andersson, S. Johansson och R. Skog, Aktiebolagslagen. En kommentar Del II, med supplement 6, 2011, 13:1.2.

⁸ AMN 1988:12 behandlas även nedan under rubriken Riktade emissioner.

⁹ Egentligen handlade det om det emitterande bolagets moderbolags aktieägare; se vidare nedan under rubriken Riktade emissioner.

omsorg. Den värdering som ligger till grund för prissättningen bör alltid göras under medverkan av sådana – företrädesvis utomstående – experter att värderingen blir allsidig.

I initiativärendet 2002:2¹⁰ anför AMN att vid prissättningen vid riktade emissioner bör, förutsatt att börskursen ger uttryck för ett etablerat marknadsvärde på aktierna, avvikelser till aktieägarnas nackdel – utöver vad som kan hänföras till marknadsmässig emissionsrabatt¹¹ – inte ske, såvida det inte föreligger ”synnerligen starka och helt speciella skäl”.

En mycket speciell situation behandlades i AMN 2004:15. Bolaget hade där gjort en emission till en viss kurs, men p.g.a. ett förbiseende försummat att i tid anmäla emissionsbeslutet för registrering hos Bolagsverket (dåvarande PRV). Emissionsbeslutet hade därför förfallit och bolaget var skyldigt att till aktietecknarna återbetala inbetald emissionslikvid. En sådan återbetalning hade dock lett till att bolaget hamnade på obestånd. Bolaget frågade därför nämnden om det var förenligt med god sed på aktiemarknaden om bolaget skulle göra en kvittningsemission riktad till de aktietecknare bolaget var skyldigt att göra återbetalning till. Kvittningsemissionen avsågs att göras till samma kurs som den tidigare emissionen, vilken kurs avsevärt understeg börskursen på bolagets aktier vid frågetillfället. Med beaktande av de mycket speciella omständigheterna godtog AMN förfarandet.

Riktade emissioner

Vid fond-, kontant- och kvittningsemissioner (men inte vid apportemissioner) har, enligt ABL:s huvudregel, aktieägarna företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal aktier de tidigare äger, 13 kap. 1 §. Undantag från företrädesrätten kan, utom vid fondemissioner, göras bl.a. genom bestämmelse i emissionsbeslutet, 13 kap. 1 § andra stycket andra punkten c).¹² En emission som sker med avsteg från aktieägarnas företrädesrätt brukar ofta kallas för en riktad emission. Riktade emissioner innebär att aktieägarna utsätts för risken för utspädning, framförallt om teckningskursen sätts lågt. Om en emission riktas till enbart utomstående investerare, är måhända denna risk inte så stor, eftersom emissionsbeslutet (som huvudregel) fattas av aktieägarna. Lagen förhindrar dock inte uttryckligen att en emission

¹⁰ AMN 2002:2 behandlas närmare nedan under rubriken Riktade emissioner.

¹¹ Jfr AMN 2009:29.

¹² Se S. Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, 10 uppl. 2011, s. 96 ff.

riktas till enbart vissa av de gamla aktieägarna, i vilket fall gränserna sätts av generalklausulen, 7 kap. 49 §. Avseende denna situation anför i förarbetena till 1975 års ABL att det torde vara ”synnerligen ovanligt” att det kan åberopas sådana skäl att en kontantemission, utan att komma i konflikt med generalklausulen, kan riktas till endast vissa av aktieägarna.¹³

I AMN 1987:3 behandlades en speciell situation. Avsikten var att ett bolag skulle emittera skuldebrev förenade med teckningsoptioner.¹⁴ Emissionen, som utgjorde förlikningsvederlag i en uppkommen tvist, skulle riktas till enbart vissa av bolagets aktieägare och skedde på för tecknarna förmånliga villkor. Nämnden gör i detta fall en rent aktiebolagsrättslig analys och konkluderar att den aktuella emissionen, p.g.a. de särskilda omständigheterna, inte stod i strid med den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Därefter anför nämnden att det inte stod i strid med god sed på aktiemarknaden att rikta den aktuella emissionen till endast vissa aktieägare. Nämnden behandlar även frågan om en stor värdediskrepans mellan skuldebrev och teckningsoptioner stod i strid med aktiebolagslagen, men finner att så inte är fallet. På grund av den mycket speciella situationen i AMN 1987:3 är det som där anförts om riktade emissioner knappast av något mer allmänt intresse. Det är dock intressant att observera att nämnden, åtminstone i början av sin verksamhet, inte drog sig för att utföra rent legala analyser och dra slutsatser om innebörden av gällande rätt. Frågan om vad ett dylikt förhållningssätt skulle innebära för nämndens trovärdighet och position på marknaden, för det fall domstolarna vid en senare rättslig prövning skulle komma till ett annat resultat, har, så vitt är känt, inte ställts på sin spets.¹⁵

Redan i AMN 1988:12 synes nämnden ha övergått till att pröva framställda frågor ur enbart ett god sed-perspektiv, med undvikande av legala slutsatser. Det var i detta uttalande fråga om ett aktiemarknadsbolags onoterade dotterbolag som företog en emission som riktades till

¹³ Se LU 1973:19 s. 45. Se vidare S. Andersson, S. Johansson och R. Skog, Aktiebolagslagen. En kommentar Del II, med supplement 6, 2011, 13:1.2 med vidare hänvisningar.

¹⁴ Enligt då gällande aktiebolagslag kunde teckningsoptioner emitteras endast i förening med skuldebrev och det var, till skillnad mot vad som gäller idag, inte möjligt att emittera fristående teckningsoptioner.

¹⁵ Även i AMN 1987:4 gör nämnden en rent juridisk bedömning. Detta uttalande handlar om fördelningen av fria respektive bundna aktier mellan kontrollsubjekt och icke kontrollsubjekt. Eftersom hela systemet med fria och bundna aktier sedan länge avskaffats, framstår AMN 1987:4 som inte längre aktuellt.

vissa av moderbolagets aktieägare. Dotterbolagets emissionsbeslut behandlades av och godkändes på bolagsstämma i moderbolaget. En första fråga är om beslutet på moderbolagets bolagsstämma stred mot aktiebolagslagens generalklausul (numera 7 kap. 47 § ABL). Härom anför nämnden att det inte är en fråga som AMN har att pröva. ”Sådan prövning ankommer på domstol.” Nämnden anser dock att försiktighet skall iakttagas vid emissioner av det förevarande slaget, samt att god sed kräver att moderbolaget låter dotterbolagets beslut prövas av moderbolagets stämma.

I AMN 1993:1 ville ett bolag med ett mycket stort antal aktieägare och en låg aktiekurs, utforma villkoren för en nyemission så att ägare till varje påbörjat 100-tal aktier skulle få rätt att teckna 100 nya aktier. Sådana villkor innebär en olik behandling av aktieägarna, eftersom de som inte äger ett jämnt 100-tal aktier kommer att gynnas. Med tanke på de speciella omständigheterna, fann dock nämnden att den planerade emissionen inte stred mot god sed på aktiemarknaden.

I initiativärendet AMN 2002:2 anför nämnden att, vid kontantemissioner, företrädesrätt för de befintliga aktieägarna i förhållande till deras aktieinnehav i bolaget alltid bör vara förstahandsalternativet. Det innebär, enligt vad nämnden utvecklar i AMN 2007:9, att det i varje fall av riktade emissioner måste finnas, från bolagets sida sett, sakliga skäl till att avvika från företrädesrätten. I AMN 2009:29 hade bolagets styrelse övervägt en företrädesemission, men kommit till slutsatsen att det bästa för bolaget och dess aktieägare, under de rådande omständigheterna, var en riktad emission. AMN tog inte ställning till styrelsens bedömning att en riktad emission var bäst för bolaget och aktieägarna.

En emission som riktas till endast vissa av de befintliga aktieägarna innebär, enligt vad nämnden framför i AMN 2002:2, en risk för åsidosättande av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen, varför lagstiftaren givit uttryck för en mycket restriktiv syn på sådana emissioner.¹⁶ Enligt AMN finns det ”i och för sig inte anledning att uppställa strängare krav från synpunkten av god sed på aktiemarknaden”. I nästa mening anför nämnden att det dock ”[p]rincipiellt sett måste /.../ gälla att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.”¹⁷ De två citerade meningarna är knappast förenliga med varandra och initialt framstår det som oklart huruvida nämnden velat skärpa förutsättningarna för aktiemarknadsbolag

¹⁶ Se ovan.

¹⁷ Se AMN 2002:7.

utöver vad som gäller enligt ABL eller om det är ABL:s nivå som skall gälla. I nästföljande stycke tillhandahåller emellertid nämnden själv en tolkning av det anförda. Där sägs att om det är aktiebolagsrättsligt tillåtet, anser nämnden det ”alltså” även från synpunkten av god sed godtagbart att en nyemission riktas till vissa aktieägare i bolaget. Den anvisade tolkningen är på intet vis självklar eller uppenbar, men slutsatsen kan knappast bli annan än att på denna punkt innebär god sed på aktiemarknaden inget utöver vad som följer av ABL. Nämnden pekar särskilt på att utrymmet för riktade emissioner av här diskuterad typ, kan vara större för det fall det emitterande bolaget befinner sig i finansiell kris.¹⁸ Det kan i detta sammanhang noteras att möjligheten att företaga riktade emissioner till externa institutionella placerare i praktiken har kommit av utnyttjas, särskilt i samband med den senaste ekonomiska bankkrisen, av flera stora och medelstora aktiemarknadsbolag.

De aktieägare till vilka en emission riktas, bör inte delta i stämans emissionsbeslut.¹⁹

Om en emission riktas till utomstående finns inte anledning att begagna samma restriktiva syn och nämnden anser i AMN 2002:2 att det i vissa fall gäller även om en aktieägare ingår i den grupp som emissionen riktas till, såsom då aktieägaren i fråga äger endast en obetydlig del av aktierna i bolaget.²⁰ I krissituationer förekommer att bolag gör först en riktad emission till vissa aktieägare, för att få in pengar snabbt, och sedan en företrädesemission där de som deltog i den riktade emissionen inte deltar. Under förutsättning att slutresultatet motsvarar vad som skulle blivit fallet vid en företrädesemission, står detta förfarande inte i strid med god sed på aktiemarknaden.²¹

Informationsfrågor

Lagregler om information till aktieägarna inför en nyemission finns i ABL. Om emissionsförslaget inte skall behandlas på en bolagsstämma där årsredovisningen skall behandlas, dvs. om förslaget inte skall behandlas på årsstämma, skall viss information, bl.a. senaste årsredovisningen och en redogörelse av styrelsen för händelser av väsentlig

¹⁸ Se AMN 2003:20, 2006:18 och 2006:48.

¹⁹ Se AMN 2002:2, 2003:20 och 2003:33.

²⁰ Se även AMN 2009:29.

²¹ Se även AMN 2007:9.

betydelse för bolaget, som inträffat efter att årsredovisningen lämnades, 13 kap. 6 §. Viss ytterligare information skall fram om det handlar om en apport- eller kvittningsemission, 13 kap. 7 §.²² För aktiemarknadsbolag finns informationskrav i samband med emissioner även i punkterna 3.3.3 och 3.3.4 i NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter. Dessutom kan en emission utlösa ett krav på prospekt enligt reglerna i 2 kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, med innehåll enligt prospektdirektivet.²³

AMN 1987:8 gäller en sådan emission av konvertibla skuldebrev som idag skulle omfattas av 16 kap. ABL och faller därför egentligen utanför förevarande framställning. Eftersom de frågor som behandlas i uttalandet inte har någon anknytning till LEO-reglerna, skall det ändå kort omnämnas här. Situationen var att ett bolag låg i förhandlingar om förvärv av ett annat bolag. Det tilltänkta köparbolaget avsåg att hålla en bolagsstämma och där besluta om en emission, med avsteg från aktieägarnas företrädesrätt, av konvertibla skuldebrev. Emissionslikviden skulle, åtminstone delvis, användas till att finansiera det planerade företagsförvärvet. Eftersom förhandlingarna med motparten inte skulle vara avslutade vid tiden för bolagsstämman, var avsikten att aktieägarna skulle fatta emissionsbeslutet utan att ha fått information om vilket bolag som avsågs att förvärvas. Nämnden fann dock att det måste krävas att aktieägarna senast vid emissionsbeslutet får ”fullständig information om alla sådana med det tilltänkta företagsförvärvet sammanhängande förhållanden som kan väsentligt påverka marknadens värdering av bolagets aktier”. God sed på aktiemarknaden krävde därför att bolagsstämman förlades till en tidpunkt efter det att förvärvet offentliggjorts (eller frågan om förvärvet förfallit).

I AMN 1989:4 behandlades en fråga som i allt väsentligt motsvarar vad som behandlades i AMN 1987:8. Nämnden kom också fram till i relevant materiellt hänseende samma slutsats.

Vid alla riktade emissioner kräver god sed på aktiemarknaden, enligt vad som anförs i AMN 2002:2, att de skäl som ligger till grund för avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt offentliggörs redan i det första pressmeddelandet om emissionen.²⁴

²² Se S. Andersson, S. Johansson och R. Skog, Aktiebolagslagen. En kommentar Del II, med supplement 6, 2011, 13:7.1.

²³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG. De prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

²⁴ Se AMN 2007:9.

Övriga frågor

I AMN 1992:1 finner AMN att ett förfarande där styrelsen, vid en icke fulltecknad emission, fördelar aktier med avvikelse från teckningslistan (ett tillvägagångssätt som åtminstone idag knappast är förenligt med aktiebolagslagen) strider mot god sed på aktiemarknaden.

Vid infriandet av utställda emissionsgarantier finns stundom risken att garanten kan komma att p.g.a. sin garanti passera gränsen för budplikt (numera i 3 kap. lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden). I bl.a. AMN 2000:18, 2009:5, 2009:7, 2009:8 och 2010:18 meddelade AMN dispens från budplikten för det fall större aktieägare skulle komma att passera budpliktsgränsen p.g.a. sina emissionsgarantier.

I AMN 2009:13 hade ett bolag i en företrädesemission uppställt en vid och långtgående s.k. mac-klausul.²⁵ Klausulen hade följande lydelse: ”Företrädesemissionen är villkorad av att inga omständigheter har uppstått (före Teckningsperiodens utgång) som, enligt styrelsens rimliga bedömning, kan medföra att genomförandet av Företrädesemissionen väsentligen försvåras. Företrädesemissionen kan sålunda återkallas.” Nämnden pekade på att det aktuella villkoret var långtgående och otyligt och enligt sin ordalydelse gav styrelsen en i det närmaste fri möjlighet att avgöra om emissionen skulle genomföras eller ej. Ordalydelsen uteslöt inte ens att emissionen återkallades trots att börskursen översteg teckningskursen, vilket kunde leda till skada för investerare som i marknaden förvärvat teckningsrätter. Det uppställda villkoret stred därför mot god sed på aktiemarknaden. Ett villkor om återkallelse av en emission ska vara så utformat att det objektivt kan fastställas om det är uppfyllt eller ej.²⁶

Avslutning

AMN:s uttalanden på området för sådana emissioner som inte omfattas av reglerna i (nuvarande) 16 kap. ABL, uppvisar inte någon heltäckande bild och nämnden har inte heller någonsin hävdat att dess uttalanden avser att täcka alla frågor som kan tänkas uppkomma. Som en generell slutsats förefaller man dock kunna – med viss försiktighet –

²⁵ Förkortningen ”mac” brukar uttydas som ”material adverse change”.

²⁶ Jfr, avseende villkor för fullföljande av offentliga uppköpserbudanden, punkt II.4 andra stycket i NASDAQ OMX Stockholms Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.

konkludera att AMN på det här behandlade området valt att lägga de krav som följer av god sed på aktiemarknaden ganska nära det som ändå gäller enligt ABL och andra tillämpliga normkällor. Med vissa undantag, varav några anmärks nedan, uppfyller med andra ord ett agerande som står i överensstämmelse med ABL:s krav, även det som fordras för att handla i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden.

En intressant observation är att AMN, i ett fåtal uttalanden som gjordes i början av nämndens verksamhet, förefaller inte ha dragit sig för att företa rent legala analyser och dra bestämda slutsatser avseende innehållet i och tillämpningen av gällande rätt.²⁷ Ett sådant arbetssätt föranleder betänkligheter, inte minst med tanke på de oklarheter som riskerar uppkomma för det fall domstolarna vid en senare prövning skulle komma till ett annat resultat. Så vitt kan utläsas av de uttalanden som behandlas i förevarande artikel, har nämnden också snabbt lämnat den inslagna vägen och övergått till att bedöma de aktuella frågorna ur endast ett god sed-perspektiv.

En annan sak som nämnden – med rätta – försöker undvika, är att överpröva bolagens affärsmässiga överväganden,²⁸ även om det givetvis är en mycket svår gränsdragning eftersom även ett på en affärsmässig bedömning grundat beslut kan vara regelvidrigt. I detta sammanhang skall noteras att nämnden på det här behandlade området – liksom på flera andra områden – vid ett flertal tillfällen valt att en approach som tar erforderlig hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet.²⁹ En sådan praktisk angreppsvinkel är sannolikt en nödvändighet för att den svenska självregleringen på längre sikt skall kunna fungera på avsett sätt.

Även om AMN, som nämnts ovan, ofta har funnit att god sed på aktiemarknaden i emissionsituationer inte innebär mer än vad som följer av ABL och andra explicita normkällor, finns det vissa undantag. Här skall tre sådana undantag nämnas.

- Vid kontantemissioner bör, enligt vad som anförs av nämnden, företrädesrätt för de befintliga aktieägarna i förhållande till deras aktieinnehav i bolaget alltid vara förstahandsalternativet, vilket innebär att det vid en riktad emission måste finnas sakliga skäl till att avvika från företrädesrätten.³⁰ Dessa krav förefaller som något längre gå-

²⁷ Se AMN 1987:3 och 1987:4.

²⁸ Se t.ex. AMN 1988:12.

²⁹ Se bl.a. AMN 1987:3, 1993:1, 2003:20, 2004:15, 2006:18 och 2006:48.

³⁰ Se AMN 2002:2 och 2007:9.

ende än ABL:s krav på att förslaget till emissionsbeslut skall ange skälen till den föreslagna avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt, 13 kap. 4 § fjärde stycket.

- Om en emission riktas till vissa av de befintliga aktieägarna, bör dessa aktieägare inte delta i stämmans emissionsbeslut.³¹ Någon motsvarande eller liknande regel finns inte i ABL.
- När bolag har haft för avsikt att låta aktieägarna ta ställning till en föreslagen emission, utan att aktieägarna kunnat – på grund av pågående förhandlingar – informeras om kommande företagsförvärv, har nämnden funnit att det aktiemarknadsrättsliga informationskravet medför att god sed på aktiemarknaden kräver att bolagsstämman förläggs till en tidpunkt då aktieägarna kan få fullständig information om alla sådana med det tilltänkta företagsförvärvet sammanhängande förhållanden som kan väsentligt påverka marknadens värdering av bolagets aktier. Något liknande krav finns inte i ABL och inte heller – åtminstone inte uttryckligt – i NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter.

³¹ Se AMN 2002:2, 2003:20 och 2003:33.