

Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag



SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-598 191 91
Ordertel: 08-598 191 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss – hur och varför. Statsrådsberedningen (SB PM 2003:2, reviderad 2009-05-02)

– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som ska svara på remiss.
Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på
<http://www.regeringen.se/>

Tryckt av Elanders Sverige AB
Stockholm 2012

ISBN 978-91-38-23801-1
ISSN 0284-6012

Till statsrådet och chefen för Justitiedepartementet

Regeringskansliet uppdrog den 19 april 2010 åt undertecknad att som sakkunnig dels lämna förslag till hur Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/109/EG om rapporteringskrav och dokumentationskrav i samband med fusion och delning av aktiebolag ska genomföras i svensk rätt, dels överväga om regelverket för hur aktiekapitalet i ett aktiemarknadsbolag ökas bör förändras för att underlätta kapitalanskaffningen för sådana bolag. Den första delen av uppdraget avrapporterades i promemorian Ändringar i fusions- och delningsdirektiven – förslag till genomförandeåtgärder, Ds 2010:32. Den andra delen av uppdraget avrapporteras i förevarande promemoria. Uppdraget är därmed slutfört.

Stockholm och Göteborg den 1 september 2012.

Rolf Skog

Innehåll

1	Sammanfattning	5
2	Förslag till lag om ändring aktiebolagslagen (2005:551).....	7
3	Utredarens uppdrag och promemorians innehåll	19
3.1	Utredarens uppdrag	19
3.2	Promemorians innehåll.....	21
4	Huvuddragen i gällande rätt	23
4.1	Nyemission.....	23
4.1.1	Nyemission med företrädesrätt för aktieägarna	23
4.1.2	Nyemission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt.....	26
4.1.3	Aktieteckning utan företrädesrätt	30
5	Rättsläget i vissa andra länder såvitt avser aktieägarnas företrädesrätt	31
5.1	Inledning.....	31
5.2	De nordiska länderna	32
5.3	Tyskland	33

5.4	Frankrike	35
5.5	Storbritannien.....	36
5.6	Förenta staterna	38
6	Utredarens överväganden	41
6.1	Nyemissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt	41
6.1.1	Skäl för att avvika från företrädesrätten	43
6.1.2	Teckningsberättigade.....	44
6.1.3	Beslutsform	46
6.1.4	Emissionskurs	49
6.2	Vissa ändringsförslag från Bolagsverket	51
6.2.1	Begreppet ”fördelningsgrund”	51
6.2.2	Teckning genom betalning.....	52
6.2.3	Bestämmelserna om minskning av aktie- kapitalet	53
7	Författningskommentar	55
8	Ikraftträdande	59
9	Konsekvenser av förslagen.....	61

1 Sammanfattning

I promemorian diskuteras den aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga regleringen rörande i första hand börsbolags riktade emissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler. Utredaren konstaterar att den svenska regleringen i allt väsentligt överensstämmer med regleringen i andra EU-länder men att det på några punkter finns skäl till smärre ändringar och förtydliganden. Utredaren föreslår också att Kollegiet för svensk bolagsstyrning utarbetar en rekommendation rörande god sed på aktiemarknaden vid sådana emissioner. Förslagen kan förväntas minska den osäkerhet om innebörden av gällande rätt som i dag råder på de behandlade områdena och förbättra förutsättningarna för en effektiv och internationellt konkurrenskraftig riskkapitalförsörjning i svenskt näringsliv.

Vidare behandlas i promemorian vissa av Bolagsverket i en skrivelse till Justitiedepartementet föreslagna förenklingar i aktiebolagslagens regler om ökning respektive minskning av aktiekapitalet. Utredaren ställer sig med några smärre ändringar bakom förslagen. De innebär bl.a. att det i alla aktiebolag ska kunna beslutas att teckning av aktier, teckningsoptioner eller konvertibler i en emission, med eller utan företrädesrätt, ska kunna ske genom betalning. Förslagen kan förväntas sänka bolagens kostnader och förenkla Bolagsverkets ärendehantering.

2 Förslag till lag om ändring aktiebolagslagen (2005:551)

Härigenom föreskrivs i fråga om aktiebolagslagen (2005:551) dels att 13 kap. 4 och 13 §§, 14 kap. 4 och 15 §§, 15 kap. 4 och 15 §§ samt 20 kap. ska ha följande lydelse, dels att det i lagen införs två nya paragrafer, 20 kap. 9 a och 10 a §§, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

13 kap.

4 §¹

I förslaget enligt 3 § *skall* följande anges:

1. det belopp eller högsta belopp, som bolagets aktiekapital *skall* ökas med, eller det lägsta och högsta beloppet för ökningen,

2. det antal aktier, högsta antal aktier eller lägsta och högsta antal aktier som *skall* ges ut,

3. det belopp som *skall*

I förslaget enligt 3 § *ska* följande anges:

1. det belopp eller högsta belopp, som bolagets aktiekapital *ska* ökas med, eller det lägsta och högsta beloppet för ökningen,

2. det antal aktier, högsta antal aktier eller lägsta och högsta antal aktier som *ska* ges ut,

3. det belopp som *ska*

¹ Senaste lydelse 2007:566.

betalas för varje ny aktie (teckningskursen),

4. den rätt att teckna aktier som *aktieägarna* eller någon *annan skall* ha,

5. den tid inom vilken aktie-teckning *skall* ske,

6. *den fördelningsgrund som styrelsen skall tillämpa* för aktier som inte tecknas med företrädesrätt,

7. den tid inom vilken aktierna *skall* betalas eller, i förekommande fall, att teckning *skall* ske genom betalning enligt 13 § tredje stycket, samt

8. från vilken tidpunkt de nya aktierna *skall* ge rätt till utdelning.

Uppgifter som avses i första stycket 1–3 behöver inte anges i förslaget, om det föreslås att stämman *skall* besluta om ett sådant bemyndigande som avses i 5 § första stycket 8.

Teckningskursen enligt första stycket 3 får inte sättas lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde. I bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet får dock teckningskursen vara lägre, om ett

betalas för varje ny aktie (teckningskursen),

4. den rätt att teckna aktier som *samtliga aktieägare, en eller flera aktieägare* eller någon *eller några andra ska* ha,

5. den tid inom vilken aktie-teckning *ska* ske,

6. *hur styrelsen ska fördela* aktier som inte tecknas med företrädesrätt (*fördelningsgrund*),

7. den tid inom vilken aktierna *ska* betalas eller, i förekommande fall, att teckning *ska* ske genom betalning enligt 13 § tredje stycket, samt

8. från vilken tidpunkt de nya aktierna *ska* ge rätt till utdelning.

Uppgifter som avses i första stycket 1–3 behöver inte anges i förslaget, om det föreslås att stämman ska besluta om ett sådant bemyndigande som avses i 5 § första stycket 8.

Teckningskursen enligt första stycket 3 får inte sättas lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde. I bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet får dock teckningskursen vara lägre, om ett

belopp som motsvarar skillnaden mellan teckningskursen och aktiernas kvotvärde tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet av anläggningstillgångar. En sådan överföring eller uppskrivning *skall* ske innan beslutet om nyemission registreras.

Innebär förslaget enligt första stycket 4 en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, *skall* skälen till avvikelsen samt grunderna för teckningskursen anges i förslaget eller i en bifogad handling.

Teckningstiden enligt första stycket 5 får inte understiga två veckor, om aktieägarna *skall* ha företrädesrätt till de nya aktierna. I bolag som inte är avstämningsbolag räknas denna tid från det att underrättelse enligt 12 § har skett eller, om samtliga aktieägare har varit företrädda på den stämma som har beslutat om emissionen, från beslutet. I avstämningsbolag räknas tiden från avstämningsdagen.

belopp som motsvarar skillnaden mellan teckningskursen och aktiernas kvotvärde tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital i övrigt eller genom uppskrivning av värdet av anläggningstillgångar. En sådan överföring eller uppskrivning *ska* ske innan beslutet om nyemission registreras.

Innebär förslaget enligt första stycket 4 en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, *ska* skälen till avvikelsen samt grunderna för teckningskursen anges i förslaget eller i en bifogad handling.

Teckningstiden enligt första stycket 5 får inte understiga två veckor, om aktieägarna *ska* ha företrädesrätt till de nya aktierna. I bolag som inte är avstämningsbolag räknas denna tid från det att underrättelse enligt 12 § har skett eller, om samtliga aktieägare har varit företrädda på den stämma som har beslutat om emissionen, från beslutet. I avstämningsbolag räknas tiden från avstämningsdagen.

13 §

Teckning av nya aktier med anledning av ett beslut om

Teckning av nya aktier med anledning av ett beslut om

nyemission av aktier *skall* ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet. En kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 6-8 §§ *skall* vara fogade till teckningslistan eller hållas tillgängliga för aktietecknare på en plats som anges i listan.

Teckning får i stället ske i stämmans protokoll, om alla aktierna tecknas av dem som är berättigade till det vid den stämma där emissionsbeslutet fattas.

I *avstämningsbolag* får det bestämmas i *emissionsbeslutet* att teckning i fråga om hela eller en viss del av emissionen i stället *skall* ske genom betalning. I så fall *skall* beslutet samt en kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 6-8 §§ hållas tillgängliga för tecknarna hos bolaget.

nyemission av aktier *ska* ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet. En kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 6-8 §§ *ska* vara fogade till teckningslistan eller hållas tillgängliga för aktietecknare på en plats som anges i listan.

I *emissionsbeslutet* får det bestämmas att teckning i fråga om hela eller en viss del av emissionen i stället *ska* ske genom betalning. I så fall *ska* beslutet samt en kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 6-8 §§ hållas tillgängliga för tecknarna hos bolaget.

14 kap.

4 §²

I förslaget enligt 3 § *skall* följande anges om emissionsvillkoren:

1. det antal teckningsoptioner eller högsta antal

I förslaget enligt 3 § *ska* följande anges om emissionsvillkoren:

1. det antal teckningsoptioner eller högsta antal

² Senaste lydelse 2007:317.

teckningsoptioner eller lägsta och högsta antal teckningsoptioner, som *skall* ges ut,

2. den rätt att teckna teckningsoptioner som *aktieägarna* eller någon *annan skall* ha,

3. den tid inom vilken teckning av teckningsoptioner *skall* ske,

4. *den fördelningsgrund som styrelsen skall tillämpa* för teckningsoptioner som inte tecknas med företrädesrätt, samt

5. uppgift om huruvida teckningsoptionerna *skall* ges ut mot betalning.

Uppgifter som avses i första stycket 1 behöver inte anges i förslaget, om det föreslås att stämman *skall* besluta om ett sådant bemyndigande som avses i 5 § första stycket 8.

Innebär förslaget enligt första stycket 2 en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, *skall* skälen till avvikelsen samt, om teckningsoptionerna ges ut mot betalning, grunderna för teckningskursen anges i förslaget eller i en bifogad handling.

Teckningstiden enligt första stycket 3 får inte understiga två veckor, om aktieägarna

teckningsoptioner eller lägsta och högsta antal teckningsoptioner, som *ska* ges ut,

2. den rätt att teckna teckningsoptioner som *samtliga aktieägare, en eller flera aktieägare* eller någon *eller några andra ska* ha,

3. den tid inom vilken teckning av teckningsoptioner *ska* ske,

4. *hur styrelsen ska fördela* teckningsoptioner som inte tecknas med företrädesrätt (*fördelningsgrund*), samt

5. uppgift om huruvida teckningsoptionerna *ska* ges ut mot betalning.

Uppgifter som avses i första stycket 1 behöver inte anges i förslaget, om det föreslås att stämman *ska* besluta om ett sådant bemyndigande som avses i 5 § första stycket 8.

Innebär förslaget enligt första stycket 2 en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, *ska* skälen till avvikelsen samt, om teckningsoptionerna ges ut mot betalning, grunderna för teckningskursen anges i förslaget eller i en bifogad handling.

Teckningstiden enligt första stycket 3 får inte understiga två veckor, om aktieägarna *ska*

skall ha företrädesrätt till teckningsoptionerna. I bolag som inte är avstämningsbolag räknas denna tid från det att en underrättelse enligt 14 § har skett eller, om samtliga aktieägare har varit företrädade på den stämma som har beslutat om emissionen, från beslutet. I avstämningsbolag räknas tiden från avstämningsdagen.

Teckning av teckningsoptioner *skall* ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet. En kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§ *skall* vara fogade till teckningslistan eller hållas tillgängliga för tecknarna på en plats som anges i listan.

Teckning får i stället ske i stämmans protokoll, om alla teckningsoptionerna tecknas av dem som är berättigade till det vid den stämma där emissionsbeslutet fattas.

I *avstämningsbolag* får det bestämmas i *emissionsbeslutet* att teckning i fråga om hela eller en viss del av emissionen i stället *skall* ske genom betalning. I så fall *skall* beslutet samt en kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar

ha företrädesrätt till teckningsoptionerna. I bolag som inte är avstämningsbolag räknas denna tid från det att en underrättelse enligt 14 § har skett eller, om samtliga aktieägare har varit företrädade på den stämma som har beslutat om emissionen, från beslutet. I avstämningsbolag räknas tiden från avstämningsdagen.

15 §

Teckning av teckningsoptioner *ska* ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet. En kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§ *ska* vara fogade till teckningslistan eller hållas tillgängliga för aktietecknare på en plats som anges i listan.

I *emissionsbeslutet* får det bestämmas att teckning i fråga om hela eller en viss del av emissionen i stället *ska* ske genom betalning. I så fall *ska* beslutet samt en kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§

som anges i 8–10 §§ hållas tillgängliga för tecknarna hos bolaget.

hållas tillgängliga för tecknarna hos bolaget.

15 kap.

4 §³

I förslaget enligt 3 § *skall* följande anges om det lån som bolaget tar genom emissionen:

1. det belopp eller högsta belopp som bolaget *skall* låna eller det lägsta och högsta lånebeloppet,

2. konvertiblernas nominella belopp,

3. det belopp som *skall* betalas för varje konvertibel (teckningskursen) och räntefot,

4. den rätt att teckna konvertibler som *aktieägarna* eller någon *annan skall* ha,

5. den tid inom vilken teckning av konvertibler *skall* ske,

6. *den fördelningsgrund som styrelsen skall tillämpa* för konvertibler som inte tecknas med företrädesrätt, och

7. den tid inom vilken konvertiblerna *skall* betalas eller, i förekommande fall, att teckning *skall* ske genom betalning

I förslaget enligt 3 § *ska* följande anges om det lån som bolaget tar genom emissionen:

1. det belopp eller högsta belopp som bolaget *ska* låna eller det lägsta och högsta lånebeloppet,

2. konvertiblernas nominella belopp,

3. det belopp som *ska* betalas för varje konvertibel (teckningskursen) och räntefot,

4. den rätt att teckna konvertibler som *samtliga aktieägare, en eller flera aktieägare* eller någon *eller några andra ska* ha,

5. den tid inom vilken teckning av konvertibler *ska* ske,

6. *hur styrelsen ska fördela* konvertibler som inte tecknas med företrädesrätt (*fördelningsgrund*), och

7. den tid inom vilken konvertiblerna *ska* betalas eller, i förekommande fall, att teckning *ska* ske genom betalning

³ Senaste lydelse 2007:317.

enligt 15 § tredje stycket.

Uppgift som avses i första stycket 1 och 3 behöver inte anges i förslaget, om det föreslås att stämman *skall* besluta om ett sådant bemyndigande som avses i 5 § första stycket 6.

Innebär förslaget enligt första stycket 4 en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, *skall* skälen till avvikelsen samt grunderna för teckningskursen anges i förslaget eller i en bifogad handling.

Teckningstiden enligt första stycket 5 får inte understiga två veckor, om aktieägarna *skall* ha företrädesrätt till konvertiblerna. I bolag som inte är avstämningsbolag räknas denna tid från det att underrättelse enligt 14 § har skett eller, om samtliga aktieägare har varit företrädna på den stämma som har beslutat om emissionen, från beslutet. I avstämningsbolag räknas tiden från avstämningsdagen.

Teckning av konvertibler *skall* ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet. En kopia av bolagsordningen och, i förekommande

enligt 15 § tredje stycket.

Uppgift som avses i första stycket 1 och 3 behöver inte anges i förslaget, om det föreslås att stämman *ska* besluta om ett sådant bemyndigande som avses i 5 § första stycket 6.

Innebär förslaget enligt första stycket 4 en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, *ska* skälen till avvikelsen samt grunderna för teckningskursen anges i förslaget eller i en bifogad handling.

Teckningstiden enligt första stycket 5 får inte understiga två veckor, om aktieägarna *ska* ha företrädesrätt till konvertiblerna. I bolag som inte är avstämningsbolag räknas denna tid från det att underrättelse enligt 14 § har skett eller, om samtliga aktieägare har varit företrädna på den stämma som har beslutat om emissionen, från beslutet. I avstämningsbolag räknas tiden från avstämningsdagen.

15 §

Teckning av konvertibler *ska* ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet. En kopia av bolagsordningen och, i förekommande

fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§, *skall* vara fogade till teckningslistan eller hållas tillgängliga för tecknarna på en plats som anges i listan.

Teckning får i stället ske i stämmans protokoll, om alla konvertiblerna tecknas av dem som är berättigade till det vid den stämma där emissionsbeslutet fattas.

I *avstämningsbolag* får det bestämmas i *emissionsbeslutet* att teckning i fråga om hela eller en viss del av emissionen i stället *skall* ske genom betalning. I så fall *skall* beslutet samt en kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§ hållas tillgängliga för tecknarna hos bolaget.

fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§, *ska* vara fogade till teckningslistan eller hållas tillgängliga för tecknare på en plats som anges i listan.

I *emissionsbeslutet* får det bestämmas att teckning i fråga om hela eller en viss del av emissionen i stället *ska* ske genom betalning. I så fall *ska* beslutet samt en kopia av bolagsordningen och, i förekommande fall, kopior av de handlingar som anges i 8–10 §§ hållas tillgängliga för tecknarna hos bolaget.

20 kap.

1 §

Minskning av aktiekapitalet får ske för

1. täckning av förlust, om det inte finns fritt eget kapital som motsvarar förlusten,

2. avsättning till fond *att användas enligt beslut av bolagsstämman*, och

3. återbetalning till aktieägarna.

Minskning av aktiekapitalet får även ske enligt förbehåll i bolagsordningen. I så fall gäller 31–34 §§ i stället för 5–30 §§.

Av bestämmelserna i detta kapitel tillämpas endast 19–22 §§ vid sådan minskning av aktiekapitalet som avses i 19 kap. 6 § första stycket tredje meningen och 16 §.

9 a §

Innebär förslaget att aktiekapitalet ska minskas för återbetalning till aktieägarna utan indragning av aktier, ska följande uppgifter anges i förslaget:

- 1. det belopp som ska återbetalas per aktie, och*
- 2. den tid inom vilken återbetalningen ska ske.*

10 a §

I förekommande fall ska, i fråga om sådan minskning av aktiekapitalet som avses i 9 a §, förslaget om minskning av aktiekapitalet också innehålla uppgift om

- 1. avstämningsdagen eller bemyndigande för styrelsen att fastställa avstämningsdagen, om bolaget är avstämningsbolag, och*
- 2. bemyndigande för styrelsen eller den som styrelsen utser inom sig att innan återbetalning sker bestämma det belopp som aktiekapitalet ska minskas med och det belopp som ska återbetalas per aktie.*

Ett bemyndigande som avses i första stycket 2 får lämnas bara om aktierna är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska

samarbetsområdet. I avstämningsbolag ska ett bemyndigande enligt första stycket 2 utformas så att minskningsbeloppet och det belopp som ska återbetalas per aktie bestäms senast den dag som infaller fem vardagar före avstämningsdagen.

Avstämningsdagen enligt första stycket 1 får inte infalla senare än dagen före nästa årsstämma.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2014.

3 Utredarens uppdrag och promemorians innehåll

3.1 Utredarens uppdrag

Regeringskansliet uppdrog den 19 april 2010 åt undertecknad att som sakkunnig dels lämna förslag till hur Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/109/EG om rapporteringskrav och dokumentationskrav i samband med fusion och delning av aktiebolag ska genomföras i svensk rätt, dels överväga om regelverket för hur aktiekapitalet i ett aktiemarknadsbolag ökas bör förändras för att underlätta kapitalanskaffningen för sådana bolag.

Den första delen av uppdraget avrapporterades i promemorian Ändringar i fusions- och delningsdirektiven – förslag till genomförandeåtgärder, Ds 2010:32. I fråga om den andra delen av uppdraget, som avrapporteras i förevarande promemoria, anförs i uppdragsbeskrivningen följande.

Ett aktiebolag ska ha ett aktiekapital som syftar till att trygga bolagets förmögenhet. Regler om ökning av aktiekapitalet finns i 11–16 kap. aktiebolagslagen. En metod för ökning är att aktieägare eller andra tillskjuter pengar (kontantemission). Det kan ske genom att bolaget ger ut nya aktier mot omedelbar betalning (nyemission), genom att innehavare av teckningsoptioner, som bolaget har gett ut, tecknar aktier i bolaget mot betalning eller genom att innehavare av konvertibler, som bolaget har gett ut, byter ut konvertiblerna mot aktier i bolaget.

De befintliga aktieägarna har vid en kontantemission som huvudregel företrädesrätt till de nya aktier som ges ut i samband med en ökning av aktiekapitalet; aktierna ska fördelas bland dem i proportion till det antal aktier de sedan tidigare äger. Om företrädesrätten regleras på annat sätt i emissionsbeslutet (riktad emission), gäller inte denna huvudregel. Ett beslut av bolagsstämman om en riktad emission ska fattas med två tredjedelars majoritet.

Ett beslut om ökning av aktiekapitalet ska som huvudregel fattas av bolagsstämman. Styrelsen får dock besluta om nyemission och om emission av teckningsoptioner eller konvertibler med stöd av stämmans bemyndigande eller under förutsättning att stämman i efterhand godkänner beslutet. I samband med emissionsbeslutet får stämman bemyndiga styrelsen att besluta om ökningsbeloppet och om vissa andra villkor för emissionen.

Investor AB föreslår i en skrivelse till Justitiedepartementet att vissa emissionsfrågor när det gäller aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige (aktiemarknadsbolag), ses över (Ju 2009/8495/L1). I skrivelsen anför Investor AB följande. Antalet nyemissioner i aktiemarknadsbolag har ökat under senare tid. Det finns ett växande behov av att snabbt kunna få in nytt kapital. Från flera håll har det uppmärksamats att regelverket om framför allt emissioner med företräde för aktieägarna medför betydande tidsutdräkt och kostnader. Aktiemarknadsbolag har ofta en konkurrensnackdel i jämförelse med motsvarande bolag från andra europeiska länder. När det gäller riktade emissioner råder en relativt stor osäkerhet om vad som gäller i olika avseenden. En översyn av reglerna om emission skulle kunna resultera i en effektivare kapitalanskaffning, utan nackdel för de befintliga aktieägarna.

Det är av vikt att finansieringen av aktiemarknadsbolagen underlättas i så stor utsträckning som möjligt. Samtidigt är det nödvändigt att de befintliga aktieägarnas ställning i bolaget skyddas på ett ändamålsenligt sätt.

Aktiebolagslagen har varit i kraft i fyra år. Det finns skäl att nu göra en utvärdering och översyn av dessa bestämmelser.

Arbetet bör främst inriktas på aktiemarknadsbolagens behov av att skyndsamt, och på väsentligen likartade villkor som motsvarande bolag med säte i andra stater inom EU, skaffa kapital på kapitalmarknaden genom kontantemissioner.

Utredaren ska mot denna bakgrund

- utvärdera aktiebolagslagens bestämmelser om ökning av aktiekapitalet, särskilt mot bakgrund av vad som anförs i skrivelsen och med inriktning på aktiemarknadsbolagen,
- överväga om det bör göras några ändringar i regelverket,
- ta ställning till om eventuella ändringar bör göras även när det gäller andra aktiebolag än aktiemarknadsbolag,
- särskilt uppmärksamma rättsläget i de övriga nordiska länderna och i andra länder av intresse,
- utarbeta nödvändiga författningsförslag, och
- allsidigt belysa konsekvenserna av eventuella författningsförslag, särskilt i fråga om befintliga aktieägares intressen.

3.2 Promemorians innehåll

I promemorian redovisas i kap. 3 huvuddragen gällande rätt. Redovisningen tar sin utgångspunkt i aktiebolagslagens emissionsregler men omfattar även i sammanhanget relevant självreglering på aktiemarknaden. I kap. 4 redogörs kortfattat för rättsläget ifråga om emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt i dels Danmark, Finland och Norge, dels Tyskland, Frankrike, Storbritannien och Förenta staterna. Utredarens överväganden redovisas i kap. 5.

I kap. 6 finns en kommentar till författningsförslagen och i kap. 7 ett förslag till ikraftträdandetidpunkt.

Promemorian avslutas i kap. 8 med ett kort avsnitt om de ekonomiska konsekvenserna av förslagen.

4 Huvuddragen i gällande rätt

4.1 Nyemission

Ett aktiebolag kan öka sitt aktiekapital bl.a. genom en nyemission. Aktiekapitalet ökas då genom att nya aktier ges ut mot betalning med pengar eller annan egendom eller genom kvittning av fordran mot bolaget.

I det följande redovisas huvuddragen i reglerna rörande nyemission med respektive utan företrädesrätt för aktieägarna att teckna de nyemitterade aktierna. I linje med utredningsuppdraget tar redovisningen primärt sikte på reglerna för aktiemarknadsbolag. Det innebär inte någon avgörande avgränsning såvitt avser aktiebolagslagens emissionsregler eftersom dessa i allt väsentligt är desamma för alla aktiebolag. För aktiemarknadsbolagens vidkommande måste emellertid också relevanta delar av självregleringen på aktiemarknaden redovisas.

Redovisningen avser emissioner av aktier. Det ska emellertid påpekas att det finns en närmast identisk aktiebolagsrättslig reglering för emissioner av teckningsoptioner och konvertibler, se 14 och 15 kap. ABL.

4.1.1 Nyemission med företrädesrätt för aktieägarna

Vid nyemission där de nya aktierna ska betalas med pengar (kontantemission) eller genom kvittning är aktiebolagslagens

utgångspunkt att aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna (13 kap. 1 § första stycket ABL). Det innebär att varje aktieägare har rätt att teckna och tilldelas nyemitterade aktier i förhållande till det antal aktier denne innehar sedan tidigare. En aktieägare som innehar exempelvis en tiondel av aktierna i bolaget före nyemissionen, har rätt att teckna och tilldelas en tiondel av de nya aktierna. Företrädesrätten gäller inte vid apportemission och inte heller om annat föreskrivs i bolagsordningen, i bolagsstämmans emissionsbeslut eller följer av villkor som har meddelats vid en tidigare emission av teckningsoptioner eller konvertibler (13 kap. 1 § andra stycket ABL).

En aktieägare som inte själv kan eller vill delta i emissionen kan överlåta sin teckningsrätt till någon annan (11 kap. 5 och 8 §§ ABL). Förvärvaren har då rätt att teckna och tilldelas aktier i samma utsträckning som den överlåtande aktieägaren skulle ha haft och vid tillämpning av lagens bestämmelser anses förvärvarens teckning ske inom ramen för aktieägarnas företrädesrätt.

Finns det i bolaget aktier av olika slag och skiljer sig aktieslagen åt i fråga om rätten till andel i bolagets tillgångar eller vinst eller i fråga om röstvärde, måste det i bolagsordningen finnas en föreskrift som reglerar aktieägarnas företrädesrätt till nya aktier (4 kap. 3 § ABL). En sådan föreskrift kan innebära att samtliga aktieägare har företrädesrätt till aktier av samtliga emitterade slag (lika företrädesrätt) eller att aktieägare har företrädesrätt, inte till aktier av samtliga emitterade slag, utan till aktier av samma slag som han redan innehar (olika företrädesrätt). Regleras företrädesrätten på det sistnämnda sättet, dvs. som en företrädesrätt inom varje aktieslag, måste bolagsordningen också föreskriva att aktier som inte tecknas av de i första hand teckningsberättigade ska erbjudas samtliga aktieägare till teckning. I lagen talas om en primär företrädesrätt inom respektive aktieslag och en subsidiär företrädesrätt för alla aktieägare till de aktier som inte tecknas med stöd av den primära företrädesrätten.

Beslut om nyemission fattas som regel av bolagsstämman (11 kap. 2 § ABL). Beslutet kan emellertid också fattas av styrel-

sen under förutsättning av bolagsstämmans godkännande i efterhand eller med stöd av ett av stämman lämnat bemyndigande (13 kap. 31–38 §§ ABL).

Styrelsen eller, om förslaget väcks av någon annan, förslagsställaren ska upprätta ett förslag till emissionsbeslut (13 kap. 3 § ABL). Förslaget ska bl.a. ange aktiekapitalökningens belopp, antal aktier som ska emitteras, teckningskursen, den rätt att teckna aktier som aktieägarna eller någon annan ska ha, den tid inom vilken aktieteckning ska ske, hur styrelsen ska fördela de aktier som inte tecknas med företrädesrätt, den tid inom vilken aktierna ska betalas eller, i förekommande fall, att teckning ska ske genom betalning samt från vilken tidpunkt de nya aktierna ska ge rätt till utdelning (13 kap. 4 § ABL).

Förslaget till emissionsbeslut ska i aktiemarknadsbolag hållas tillgängligt för aktieägarna under minst tre (i övriga bolag minst två) veckor före bolagsstämman (13 kap. 39 a § respektive 9 § ABL).

Bolagsstämmans beslut fattas med enkel majoritet av de avgivna rösterna (7 kap. 40 § ABL). I bolag som inte är avstämningsbolag ska beslutet genast sändas till aktieägare, vars postadress är känd för bolaget, om aktieägaren ska ha företrädesrätt att delta i emissionen (13 kap. 12 § ABL). I avstämningsbolag underrättas en aktieägare som har företrädesrätt i stället genom den centrala värdepappersförvararens försorg om hur många teckningsrätter som har registrerats på dennes konto. Den senare ordningen gäller i aktiemarknadsbolag eftersom dessa också är avstämningsbolag.

Teckning av nya aktier med anledning av ett beslut om nyemission är i grunden en formbunden rättshandling. Teckning ska som regel ske på en teckningslista, som ska innehålla emissionsbeslutet och till vilken fogats bolagsordningen samt, i förekommande fall, vissa andra handlingar (13 kap. 13 § ABL). I avstämningsbolag får det emellertid i emissionsbeslutet bestämmas att teckning ska ske genom betalning. Så sker i praktiken alltid i aktiemarknadsbolag (bortsett från sådan teckning utan företrädesrätt som behandlas i avsnitt 3.1.3).

När teckningen har avslutats, ska styrelsen besluta om tilldelning till aktietecknarna (13 kap. 18 § ABL). Tilldelade aktier ska genast föras in i aktieboken. I avstämningsbolag ska anmälan genast göras till den centrala värdepappersförvararen om att styrelsen har fattat beslut om tilldelning.

Styrelsen ska inom sex månader från beslutet om nyemission av aktier anmäla beslutet för registrering i aktiebolagsregistret, såvida inte beslutet har upphört att gälla på grund av otillräcklig teckning (13 kap. 27 § ABL). I och med registreringen ökas aktiekapitalet (13 kap. 29 § ABL).

4.1.2 Nyemission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt

Aktieägarnas företrädesrätt till nya aktier vid kontantemissioner var enligt äldre rätt ovillkorlig. På förslag av Aktiebolagsutredningen infördes emellertid år 1973 en möjlighet att genomföra kontantemissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Avsikten med reformen var bl.a. att skapa möjligheter för bolag att vända sig till AP-fonden för riskkapitalanskaffning¹.

Företrädesrätten för aktieägarna kan åsidosättas på så sätt att emissionen riktas till vissa angivna rättssubjekt utanför aktieägarkretsen eller till viss eller vissa aktieägare. Emissionen kan också utformas så att någon företrädesrätt inte alls lämnas, utan aktieägare och utomstående får delta i emissionen på lika villkor.

Av förslaget till emissionsbeslut ska framgå vilka skälen är till avvikelsen samt grunderna för teckningskursen (13 kap. 4 § fjärde stycket ABL).

Beslut om emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt kan endast fattas i det enskilda fallet. Det är inte tillåtet att i exempelvis bolagsordningen ta in en föreskrift som generellt åsidosätter företrädesrätten. Beslutet ska fattas av bolagsstämman, men kan, i likhet med vad som är fallet i fråga

¹ Prop. 1973:93 s.71. Se även Kapitalmarknadsutredningen delbetänkande Näringslivets försörjning med riskkapital från allmänna pensionsfonden (SOU 1972:63) s. 73 f.

om emissioner med företrädesrätt för aktieägarna, också fattas av styrelsen under förutsättning av bolagsstämman godkännande i efterhand eller med stöd av ett av stämman lämnat bemyndigande. Stämman beslut är giltigt om det har biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid stämman (13 kap. 2 och 35 §§ ABL).

Aktiemarknadsbolag måste vid beslut om och genomförande av emissioner även beakta vad som inom ramen för självregleringen på aktiemarknaden bedöms vara god aktiemarknadssed. Det innebär att hänsyn måste tas till dels eventuella rekommendationer från självreglerande organ på aktiemarknaden, dels Aktiemarknadsnämndens uttalanden i ämnet.

I ljuset av den s.k. Leo-affären utfärdade Näringslivets Börskommitté (NBK), vars uppdrag var att verka för god sed på aktiemarknaden, år 1986 en rekommendation rörande emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Rekommendationen innebar bl.a. att beslut om sådana emissioner, om inte särskilda skäl talade däremot, skulle fattas av bolagsstämman, inte av styrelsen. Trots att huvudregeln i rekommendationen året därpå genom lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. lagfästes för det slag av emissioner som gav upphov till Leo-affären och föranledde rekommendationen, kom rekommendationen att kvarstå i nästan femton år. Den upphävdes emellertid år 2000 och har inte ersatts av någon ny rekommendation.

Aktiemarknadsnämnden, som ska verka för god sed på aktiemarknaden, har gjort dels ett mer principiellt uttalande (AMN 2002:02) om riktade emissioner, dels några uttalanden i enskilda fall.

I principuttalandet konstaterar nämnden att en emission med företrädesrätt för aktieägarna alltid bör vara förstahandsalternativet vid kontantemissioner i aktiemarknadsbolag men utesluter inte att det kan finnas skäl att göra en riktad emission.

I principuttalandet adresserar nämnden också, mot bakgrund av ett uttalande av Lagutskottet i början av 1970-talet då reglerna

om emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt infördes, frågan om en emission kan riktas till en eller flera aktieägare i det emitterande bolaget. Nämnden anser att om det är tillåtet enligt aktiebolagslagen, är det också från synpunkten av god sed godtagbart att en nyemission riktas till vissa aktieägare i bolaget.

Har en aktieägare som själv kommer att ha rätt att teckna aktier i en riktad emission rätt att delta i bolagsstämmans beslutsfattande? Aktiebolagslagens svar är jakande. Lagens bestämmelser om jäv på bolagsstämma är begränsade till att gälla ansvarssituationer. I syfte att minska risken för att bolagsstämman i samband med en emission riktad till viss eller vissa aktieägare agerar på ett sätt som strider mot, eller av allmänheten skulle kunna uppfattas strida mot, kravet på likabehandling av aktieägarna bör emellertid dessa ägare, enligt principuttalandet, inte delta i stämmans beslutsfattande.

Principuttalandet anlägger inte några särskilda synpunkter på storleken av riktade emissioner och några särskilda restriktioner i det hänseendet följer för övrigt inte heller av aktiebolagslagen.

Aktiemarknadsnämnden har inte berört den fråga som behandlades i den ovan nämnda NBK-rekommendationen, dvs. bemyndiganden till styrelsen att besluta om riktade emissioner.

Vad gäller prissättningen konstaterar nämnden i principuttalandet att det i den aktiebolagsrättsliga litteraturen har antagits att en nyemission utan företrädesrätt för aktieägarna med framgång kan klandras med stöd av generalklausulen, om inte emissionskursen överensstämmer med aktiernas värde före emissionen eller åtminstone ligger mycket nära detta värde, exempelvis en marknadsmässig emissionsrabatt. Nämnden vill dock, heter det i uttalandet, för sin del inte utesluta att det vid en prövning enligt generalklausulen av riktade emissioner skulle kunna anses föreligga ett något större utrymme för att emittera till en kurs under gällande börskurs, om emissionen sker för att lösa en finansiell kris i bolaget än vid en emission under normala förhållanden. En åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen kan enligt

nämnden normalt inte anses förenlig med god sed på aktiemarknaden. I den mån börskursen ger uttryck för ett etablerat marknadsvärde på aktierna, bör därför avvikelser till de befintliga aktieägarnas nackdel inte ske annat än på synnerligen starka och helt speciella skäl. I ett senare uttalande gör nämnden en åtskillnad mellan börskurs och marknadsvärde och godtar att marknadsvärdet på aktierna i en riktad emission inte nödvändigtvis är detsamma som börskursen på aktierna ifråga utan kan vara lägre (AMN 2009:29).

Förutom aktiebolagslagen och vad som inom självregleringens ram uttalats om god sed på aktiemarknaden kan aktiemarknadsbolag som överväger en riktad emission också ha anledning att beakta de s.k. ägarpolicies som tagits fram av flera av de stora institutionella ägarna liksom av Aktiespararna. Flera av dessa policies ger uttryck för en restriktiv syn på kontantemissioner i aktiemarknadsbolag med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Ett exempel är Alecta, som i sin ägarpolicy skriver följande. ”Nyemissioner bör i första hand genomföras med företräde för bolagets befintliga aktieägare. I fall där styrelsen finner det befogat att avvika från befintliga aktieägares företrädesrätt [...], krävs utförlig motivering av styrelsen. Bemyndigande till styrelsen att besluta om riktade emissioner kräver utförlig motivering och beskrivning av i vilka situationer och under vilka villkor en sådan fullmakt ska användas.”

En annan stor institutionell ägare, Robur, skriver i sin ägarpolicy att bemyndigandebeslut måste vara utförligt motiverade, endast i undantagsfall omfatta riktade kontantemissioner och inte lämpligen överstiga tio procent av bolagets kapital. Nordea Fonder drar gränsen vid fem procent.

Även Aktiespararna ger i sin s.k. ägarstyrningspolicy uttryck för en restriktiv syn på emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt i allmänhet och till bemyndiganden för styrelsen att besluta sådana emissioner i synnerhet.

4.1.3 Aktieteckning utan företrädesrätt

Att en nyemission sker med företrädesrätt för aktieägarna innebär inte att endast aktieägare (eller de till vilka aktieägare överlåtit sina teckningsrätter) kan komma att teckna och tilldelas aktier i emissionen. Vid sidan av aktieteckningar med företrädesrätt kan det i emissionen också förekomma aktieteckningar utan företrädesrätt.

Aktieteckningar utan företrädesrätt avser den restpost aktier som kan komma att återstå, om en eller flera aktieägare inte utnyttjar sin företrädesrätt och inte heller överlåter teckningsrätten till någon annan som utnyttjar den. Om inte annat framgår av bolagsstämmans beslut eller föreskrift i bolagsordningen är det tillåtet att låta andra än aktieägare teckna aktier i restposten och att låta aktieägare teckna fler aktier än i förhållande till det antal de förut äger.

Sedan teckning avslutats ska styrelsen fördela aktierna först till dem som tecknat med företrädesrätt och därefter till dem som tecknat utan företrädesrätt. Om de aktieteckningar som görs utan företrädesrätt sammantaget högst uppgår till antalet aktier i restposten, kan varje teckningsberättigad aktietecknare tilldelas det antal aktier denne tecknat sig för. Har det emellertid skett en överteckning, ska restposten fördelas enligt den i emissionsbeslutet i enlighet med 13 kap. 4 § angivna fördelningsgrunden tillämpas. Styrelsen måste därvid beakta likhetsprincipen, generalklausulen och reglerna om jäv vid styrelsebeslut (Andersson, S. m.fl. Aktiebolagslagen. En kommentar, 13:18.1).

Det ska avslutningsvis påpekas att det faktum att det i en nyemission med företrädesrätt för aktieägarna förekommer att aktier tecknas utan företrädesrätt, av utomstående eller aktieägare, inte innebär att emissionen i den delen sker med avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt.

5 Rättsläget i vissa andra länder såvitt avser aktieägarnas företrädesrätt

5.1 Inledning

I alla länders aktiebolagslagar finns bestämmelser om nyemissioner av aktier. Det finns inte anledning att i detta sammanhang generellt gå in på vad dessa regler innebär. I enlighet med utredningsuppdraget ska här emellertid redovisas hur reglerna om aktieägarnas företrädesrätt ser ut i några länder som vi brukar jämföra oss med i aktiebolagsrättsliga sammanhang. Redovisningen avser förhållandena i Europa representerat av dels de nordiska länderna Danmark, Finland och Norge, dels Tyskland, Frankrike och Storbritannien. Dessutom redovisas förhållandena i Förenta staterna.

Vid en genomgång av rättsläget i Europa måste EU:s arbete för att harmonisera bolagsrätten inom gemenskapen hållas i minnet. I EG:s andra bolagsdirektiv², Kapitaldirektivet, finns bestämmelser om nyemissioner. Direktivet ska tillämpas på publika aktiebolag.

² Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga (EGT L 026, 31.1.1977, s. 1, Celex 31977L0091).

Enligt artikel 29 ska nyemissioner beslutas av bolagsstämman eller av styrelsen med stöd av ett av stämman lämnat bemyndigande. Vid kontantemissioner ska aktieägarna ha företrädesrätt till nya aktier i förhållande till det antal aktier de innehar. Vid apportemissioner kräver direktivet inte någon företrädesrätt för aktieägarna. Direktivet tillåter att företrädesrätten i det enskilda fallet åsidosätts genom beslut av stämman med kvalificerad majoritet. Direktivet medger också att stämman med samma majoritet bemyndigar styrelsen att, för en tid om maximalt fem år, besluta om emissioner med avvikelse från företrädesrätten.

Kapitaldirektivet är ett direktiv av s.k. minimikaraktär. Direktivet hindrar inte att medlemsstaterna uppställer strängare regler till aktieägarnas skydd, något som också klargjorts av EU-domstolen.

Kapitaldirektivet, som i dag är implementerat i alla medlemsstater, har bidragit till en likformighet i de europeiska ländernas reglering. De skillnader som finns mellan länderna gäller i första hand möjligheterna att avvika från företrädesrätten.

5.2 De nordiska länderna

I de nordiska länderna gäller sedan länge, och numera i enlighet med Kapitaldirektivet, att aktieägarna har företrädesrätt vid nyemission mot kontant betalning i publika aktiebolag. Samtliga länder medger emellertid också att en emission sker med avvikelse från företrädesrätten. Någon motsvarighet till den svenska självregleringen på aktiemarknaden finns inte i dessa länder.

I *Danmark* gäller att beslut om nyemission i aktieselskaber kan fattas av bolagsstämman eller av styrelsen med stöd av ett bemyndigande från stämman. Ett bemyndigande kan gälla upp till fem år. Aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna men företrädesrätten kan åsidosättas genom beslut av bolagsstämman med kvalificerad (2/3) majoritet. Stämman kan också i ett emissionsbemyndigande ge styrelsen rätt att avvika från företrädesrätten. Se 156 och 162 §§ aktie- och anpartsselskabsloven.

Regleringen av nyemissioner i *Norge* överensstämmer i stort med regleringen i Danmark. Beslut om nyemission i ett allmennaksjeselskap kan fattas av bolagsstämman eller av styrelsen med stöd av ett bemyndigande från stämman. Ett bemyndigande kan gälla upp till två år. Aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna men företrädesrätten kan åsidosättas genom beslut av bolagsstämman med kvalificerad (2/3) majoritet. Stämman kan också i ett emissionsbemyndigande ge styrelsen rätt att avvika från företrädesrätten. Se 10-4-5§§ allmennaksjelovent.

Även i *Finland* kan beslut om nyemission i publika aktiebolag fattas av bolagsstämman eller av styrelsen med stöd av ett, maximalt femårigt, bemyndigande från stämman. Aktieägarna har företrädesrätt till de nya aktierna men företrädesrätten kan åsidosättas genom beslut av bolagsstämman med kvalificerad (2/3) majoritet. Stämman kan också i ett emissionsbemyndigande ge styrelsen rätt att avvika från företrädesrätten. En riktad emission förutsätter enligt lagen att det från bolagets synpunkt finns vägande ekonomiska skäl för detta. I lagen uttalas vidare att det vid bedömningen av om det finns godtagbara förutsättningar för en riktad emission ska fästas särskilt avseende vid förhållandet mellan teckningspriset per aktie och vad som kallas det gängse priset. Se 9 kap. 1–4 §§ aktiebolagslagen.

5.3 Tyskland

Den tyska lagstiftaren har traditionellt haft en sträng syn på nyemissioner och frågan om aktieägarnas företrädesrätt. Beslut om nyemission i ett Aktiengesellschaft kan fattas av bolagsstämman eller av Vorstand med stöd av ett av stämman lämnat bemyndigande (§ 182 resp. 202 AktG). Aktieägarna har en lagstadgad företrädesrätt till nya aktier vid alla slags nyemissioner, även apportemissioner (§ 186 AktG).

Beslut om avvikelser från företrädesrätten kräver kvalificerad majoritet (3/4) på bolagsstämman. Därutöver har i rättspraxis

utvecklats omfattande krav på att en sådan avvikelse dels ska ligga i bolagets intresse, dels ska vara erforderlig för att uppnå det önskade resultatet samt att fördelarna för bolaget med att avvika från företrädesrätten ska väga tyngre än de nackdelar som avvikelsen innebär för aktieägarna. Kulmen på denna utveckling i praxis nåddes i det uppmärksammade Holzmann-målet år 1982, där Bundesgerichtshof konstaterade att för det fall bolagsstämman bemyndigar styrelsen att besluta om en nyemission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, så måste dessa krav vara uppfyllda redan vid tidpunkten för stämmans beslut. Se BGHZ 83, 319.

Holzmann- domen kritiserades från flera håll. Den skulle, enligt kritikerna, i praktiken omöjliggöra bemyndiganden för riktade emissioner och därmed kraftigt försvåra det tyska näringslivets möjligheter att anskaffa riskkapital. Senare rättspraxis har gått i en liberaliserande riktning.

Kritiken mot Holzmann- domen kan också ses som en del i ett ifrågasättande av de tyska reglerna om aktieägarnas företrädesrätt, ofta med hänvisning till kapitalmarknadens internationalisering och det faktum att det i Förenta staterna inte finns någon tvingande reglering om företrädesrätt. I ljuset av den diskussionen och, som ett uttryck för ambitionen att skapa flexiblare regler för de tyska företagen och därmed stärka det tyska näringslivets konkurrenskraft, upptogs år 1994 en bestämmelse i aktiebolagslagen om s.k. förenklad avvikelse från företrädesrätten i börsbolag. Bestämmelsen innebär i korthet att, om ett börsbolag beslutar om en riktad kontantemission motsvarande maximalt 10 procent av aktiekapitalet och aktierna emitteras till en kurs som "inte väsentligt" understiger marknadskursen, ska beslutet presumeras vara rättsligt korrekt (§ 186 Abs. 3 AktG).

5.4 Frankrike

I Frankrike har reglerna om nyemissioner i ett Société Anonyme traditionellt präglats av en långtgående formalism som syftar till att hindra att emissionsinstitutet missbrukas till fördel för bolagets större aktieägare och nackdel för minoritetsägare. Aktieägarna har företrädesrätt till nya aktier vid kontantemissioner och företrädesrätten kan bara åsidosättas av bolagsstämman med kvalificerad (2/3) majoritet. Bolagsstämman kunde intill relativt nyligen inte bemyndiga styrelsen att besluta om en emission med avvikelse från företrädesrätten.

På samma sätt som i Tyskland kom denna rigida inställning från lagstiftarens sida med tiden att utsättas för kritik. Den försämrade, menade också de franska kritikerna, näringslivets finansieringsmöjligheter. Kritiken resulterade i successiva lättnader i regelverket genom lagändringar, senast år 2004. Lagstiftaren har genom dessa reformer försökt behålla regler till skydd mot majoritetsmissbruk men samtidigt skapa ett större utrymme för börsbolag att göra emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt.

Beslut om nyemission med avvikelse från företrädesrätten kan numera således fattas inte bara av bolagsstämman utan också av styrelsen med stöd av ett bemyndigande från stämman. Bemyndigandet måste utnyttjas inom 18 månader.

En emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt ska ske antingen så att den riktas till namngivna rättssubjekt eller till en eller flera av stämman bestämda kategorier av investerare (exempelvis ”kvalificerade institutionella investerare”). En emission med avvikelse från företrädesrätten kan också utformas så att vem som helst, allmänheten, är teckningsberättigad.

Riktas emissionen till namngivna investerare eller av stämman bestämda kategorier av investerare kan bland dessa ingå aktieägare i bolaget. För att förebygga kränkningar av likabehandlingsprincipen, får emellertid i sådana fall dessa aktieägare inte delta i stämmans beslut.

Det ankommer på bolagsstämman att fastställa emissionskursen eller att ange på vilket sätt emissionskursen ska bestämmas, exempelvis genom s.k. book building (Art. L. 225-138 Code de commerce).

5.5 Storbritannien

Frågan om aktieägarnas företrädesrätt till nya aktier har varit mycket omstridd i Storbritannien. Den brittiska aktiebolagslagen saknade länge bestämmelser i ämnet och någon fast rättspraxis fanns inte. Emellertid intog stora brittiska institutionella investerare tidigt ståndpunkten att nyemissioner i börsbolag skulle genomföras som företrädesemissioner och krävde att bestämmelser av denna innebörd skulle tas in i börsens regelverk eller i lag. Frågan om företrädesrätten vid nyemissioner var i denna mening en av de allra första corporate governance-frågorna i det brittiska näringslivet.

Institutionernas krav hörsammades under 1970-talet av Londonbörsen som i The Listing Rules upptog en bestämmelse om att börsbolag i bolagsordningen skulle ha en föreskrift om företrädesrätt för aktieägarna vid kontantemissioner och att företrädesrätten inte fick åsidosättas annat än genom bolagsstämmobeslut. Kravet på lagstiftning uppfylldes sedermera genom lagändringar år 1980, men då i första hand för att tillgodose Kapitaldirektivets krav.

I dag styrs aktieägarnas företrädesrätt i brittiska börsbolag primärt av tre regelverk. Det *första* är aktiebolagslagen som i enlighet med direktivet föreskriver att aktieägarna ska ha företrädesrätt att teckna nya aktier vid kontantemissioner, men också tillåter att företrädesrätten åsidosätts genom ett bolagsstämmobeslut med kvalificerad (3/4) majoritet. Om styrelsen bemyndigas att besluta om emissioner av nya aktier, vilket är mycket vanligt i brittiska bolag, kan styrelsen också bemyndigas att besluta om en avvikelse från företrädesrätten och bemyn-

digandet kan ha en giltighetstid om upp till fem år (Sec. 561, 570 och 571 Companies Act 2006).

Den omfattande översyn av den brittiska aktiebolagslagen som relativt nyligen genomförts medförde inte några ändringar i reglerna om aktieägarnas företrädesrätt.

Det *andra* regelverket utgörs av Londonbörsens listningsregler, vilka numera uppställs av the UK Listing Authority. Listningsreglerna innebär – precis som lagen – att aktieägarna som huvudregel ska ha företrädesrätt till nya aktier vid en kontantemission men att bolagsstämman, eller styrelsen med stöd av ett stämmobemyndigande, kan åsidosätta densamma (UK Listing Rules 9.3.11).

Det *tredje* regelverket är ett utslag av brittisk självreglering. Företrädare för stora brittiska institutionella investerare, däribland National Association of Pension Funds och Association of British Insurers, bildade år 1987, tillsammans med andra aktörer i City och under Londonbörsens överinseende, ”The Pre-emption Right Group” med uppdrag att utarbeta riktlinjer om företrädesrätt vid kontantemissioner i brittiska börsbolag. Riktlinjerna, som gavs ut i en reviderad version år 2008, syftar till att underlätta för bolagen att göra riktade emissioner. Detta ska åstadkommas genom en dialog mellan bolagen och de större institutionella investerarna och genom att bolag och investerare rättar sig efter det materiella innehållet i riktlinjerna. Det senare innebär bl.a. att riktade emissioner normalt ska ses som rutinmässiga och accepteras av de institutionella investerarna, om emissionerna sammantaget inte motsvarar mer än 5 procent av bolagets aktiekapital på årsbasis och 7,5 procent på rullande tre-årsbasis, samt under förutsättning att ”emissionsrabatten” är högst 5 procent. Riktlinjerna utgör inte något hinder för större emissioner men då ska investerarna i varje enskilt fall utvärdera emissionsförslaget. Riktlinjerna innebär vidare att bolagsstämman ska kunna bemyndiga styrelsen att besluta om riktade emissioner men att sådana bemyndiganden inte ska ha en längre giltighetstid än till nästkommande ordinarie bolagsstämma. Vidare ska bolagen i årsredovisningen redogöra

för genomförda riktade emissioner med uppgift bl.a. om till vilken rabatt aktierna emitterades och vad emissionslikviden använts till. Se vidare *Disapplying pre-emption rights – A statement of principles*, The Pre-emption Group, July 2008.

5.6 Förenta staterna

I Förenta staterna slogs aktieägarnas företrädesrätt till nya aktier fast i rättspraxis redan i början av 1800-talet (Gray v. Portland Bank, 3 Mass. 364 [1807]). I ett välkänt rättsfall från år 1922 karakteriserade den amerikanska högsta domstolen aktieägarnas företrädesrätt till nya aktier som ”an equity that inheres in stock ownership under such circumstances as a quality inseparable from the capital interest represented by the old stock, recognized so universally as to become axiomatic in American corporation law” (Miles v. Safe Deposit and Trust Company, 259 U.S. 247, 252, 42 S.Ct. [1922]). Så småningom togs regler om företrädesrätt också in i flertalet delstaters aktiebolagslagar.

Efter klagomål från näringslivet över bl.a. svårigheten att upprätthålla en generell regel om företrädesrätt i bolag med flera aktieslag började systemet med företrädesrätt att luckras upp under 1930-talet. Då införde flera delstater i sina respektive aktiebolagslagar en möjlighet för bolagen att ”opt out”, dvs. att i bolagsordningen ta in en bestämmelse av innebörd att aktieägarna inte har företrädesrätt till nyemitterade aktier. Den konkurrens som finns mellan de amerikanska delstaterna på aktiebolagslagstiftningens område resulterade så småningom i att vissa delstater övergick till en ”opt in”-modell av innebörd att det inte föreligger någon företrädesrätt med mindre det i bolagsordningen finns en bestämmelse av sådan innebörd. I Delaware, där de flesta amerikanska börsbolag är inregistrerade, infördes en sådan reglering redan år 1967. Bland andra delstater som valt en ”opt in”-modell märks New York och Kalifornien.

Beslut om nyemission av aktier, med eller utan företrädesrätt, kan fattas av styrelsen utan något särskilt bemyndigande av

bolagsstämman. För bolag med aktier noterade på New York Stock Exchange eller NASDAQ OMX gäller dock att riktade emissioner som kan resultera i en minst 20-procentig utspädning av rösterna i bolaget måste beslutas av bolagsstämman.

I praktiken är emissioner med företrädesrätt ("rights issues") mycket ovanliga i amerikanska börsbolag.

6 Utredarens överväganden

6.1 Nyemissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt

Aktieägares företrädesrätt till nya aktier vid kontantemissioner är en grundläggande aktiebolagsrättslig regel i Sverige och andra europeiska länder. Den kommer, såvitt avser publika aktiebolag, också till uttryck i EU:s andra bolagsdirektiv (Kapitaldirektivet). Genom företrädesrätt till nya aktier ges varje aktieägare en möjlighet att skydda sin kapital- och röstandel vid ökning av aktiekapitalet genom nyemission av aktier. Motsvarande gäller i fråga om aktieägarnas företrädesrätt att teckna av bolaget utgivna teckningsoptioner och konvertibler.

Företrädesrätten är emellertid inte ovillkorlig. I Sverige liksom i andra länder som vi i aktiebolagsrättsliga sammanhang brukar jämföra oss med kan bolaget i ett enskilt fall besluta att emittera aktier med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Av Kapitaldirektivet följer att ett sådant beslut måste fattas av bolagsstämman och att beslutet är giltigt endast om det biträds med kvalificerad röstmajoritet. Det är vidare möjligt för bolagsstämman att, med samma majoritet, bemyndiga styrelsen att besluta om en emission med avvikelse från företrädesrätten liksom för styrelsen att besluta om en sådan emission under förutsättning av bolagsstämmans godkännande i efterhand.

Från näringslivets sida hävdas ibland att de svenska reglerna om nyemissioner och särskilt emissioner med avvikelse från

aktieägarnas företrädesrätt är mer restriktiva än i andra länder och att svenskt näringsliv, särskilt aktiemarknadsbolag, på grund av detta skulle ha en konkurrensnackdel i fråga om anskaffning av riskkapital. Denna uppfattning reflekteras också i den skrivelse till Justitiedepartementet som föranlett utredarens uppdrag.

En genomgång av den svenska aktiebolagsrättsliga regleringen rörande nyemissioner i publika aktiebolag, särskilt aktiemarknadsbolag, och motsvarande reglering i andra europeiska länder ger inte stöd för att den svenska regleringen generellt skulle vara mer restriktiv än i dessa länder. En annan sak är att det i fråga om någon eller några detaljer kan finnas skäl att se över den svenska regleringen, något utredaren återkommer till nedan.

De i Sverige framförda synpunkterna är inte unika. Även i andra europeiska länder har näringslivet kritiserat den nationella regleringen rörande emissioner utan företrädesrätt för aktieägarna för att vara för restriktiv och försvåra framför allt snabbväxande företags riskkapitalanskaffning. Kritiken ska ses i ljuset av att en företrädesemission normalt tar väsentligt längre tid att genomföra (en eller ett par månader) och normalt är mer kostnadskrävande, bl.a. på grund av prospektkrav, än en riktad emission. En företrädesemission tar typiskt sett ett par månader att genomföra medan en riktad emission kanske kan placeras på kapitalmarknaden inom loppet av några timmar.

I Tyskland och Frankrike, som båda tidigare hade en mycket restriktiv syn på riktade emissioner, har diskussionen resulterat i reformer som underlättat för börsbolag att göra sådana emissioner. För svenskt vidkommande är enligt utredarens mening emellertid den diskussion som förts i Storbritannien av särskilt intresse, eftersom den påminner mycket om den svenska diskussionen och föranlett en omfattande offentlig utredning i ämnet. En av utredarens, Paul Myners, slutsatser var att den brittiska aktiebolagslagens regler om emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt inte är mer restriktiva än i andra stora europeiska länder, snarare tvärtom, och att kritikernas referenspunkt snarast verkar vara den amerikanska regleringen.

I Förenta staterna är för det första lagstiftarens syn på rollfördelningen mellan aktieägare och styrelse en helt annan än i Europa. Där är beslut om emission av aktier över huvud taget inte en fråga för bolagsstämman utan något som styrelsen kan besluta om. För det andra överlämnas till bolagen att i bolagsordningen reglera huruvida aktieägarna ska ha företrädesrätt vid nyemission av aktier. Det kan givetvis diskuteras om en sådan ordning skulle vara bättre för näringslivet och aktieägarna även i Sverige och andra europeiska länder men diskussionen blir såtillvida hypotetisk som länderna i EU, i fråga om publika aktiebolag, är bundna av Kapitaldirektivet. Den amerikanska ordningen är inte förenlig med direktivet.

Det ska i detta sammanhang också erinras om att styrelsen i ett amerikanskt bolag typiskt sett är underkastad ett väsentligt mer reellt hot om att aktieägarna ställer dem till svars för hur de förvaltar bolaget än vad som är fallet i de flesta europeiska länder, något som ofta anses sätta mer påtagliga gränser för styrelsens agerande än i Europa.

Det faktum att den europeiska synen på aktieägarnas företrädesrätt i grunden är annorlunda än den amerikanska hindrar emellertid givetvis inte att näringslivets synpunkter måste tas på allvar. Det finns, som redan sagts, anledning att pröva de olika momenten i den nuvarande regleringen för att se om de motsvarar näringslivets krav på effektiva kapitalförsörjningsmöjligheter.

6.1.1 Skäl för att avvika från företrädesrätten

Bedömning: Någon ändring i aktiebolagslagen i syfte att ange på vilka skäl ett aktiebolag kan besluta om en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt bör inte göras.

En skillnad mellan den svenska aktiebolagsrättsliga regleringen rörande emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädes-

rätt och motsvarande regler i vissa andra europeiska länder, exempelvis Finland, är att det i den svenska aktiebolagslagen inte finns något uttryckligt krav på att en avvikelse från företrädesrätten, för att vara förenlig med lagen, måste ligga i bolagets intresse. När rätten att göra emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt i början av 1970-talet infördes i aktiebolagslagen övervägdes att, som förutsättning för ett giltigt bolagsstämmebeslut om avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, uppställa ett krav på att detta var erforderligt för kapitalökningens genomförande eller eljest till nytta för bolaget. Eftersom en sådan föreskrift skulle bli tämligen obestämd och därför lätt kunna medföra tvister togs den inte upp i lagförslaget (SOU 1971:15 s. 175).

Enligt utredarens mening finns inte skäl att i dag göra någon annan bedömning i detta hänseende. Av styrelsens allmänna skyldighet att handla i bolagets och därmed aktieägarkollektivets intresse följer att styrelsen, när den överväger en nyemission, har att pröva om en sådan bäst sker som en emission i enlighet med lagens huvudregel, dvs. med företrädesrätt för aktieägarna, eller som en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Om styrelsen vid en sådan prövning finner att exempelvis utsikterna till att emissionen fulltecknas, kostnaderna för förfarandet inklusive eventuella emissionsgarantier och tidsaspekten inklusive exponeringen mot kurssvängningar på aktiemarknaden sammantaget och med tillräcklig styrka talar för att det ligger i bolagets intresse att göra en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, så lägger lagen inte några andra hinder i vägen för detta än vad som följer av generalklausulen.

6.1.2 Teckningsberättigade

Förslag: I aktiebolagslagen bör göras ett förtydligande, så att det inte råder någon oklarhet om att det i grunden är tillåtet att rikta en emission till aktieägare.

En emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt kan i fråga om vem eller vilka som ska vara berättigade att teckna de emitterade aktierna utformas på många olika sätt. När rätten att göra emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt infördes var motivet framför allt att möjliggöra för svenska storföretag att rikta emissioner till en eller ett fåtal utomstående investerare, exempelvis en pensionsfond. Fyrtio år senare, med en helt annan och mer utvecklade kapitalmarknad, är bilden väsentligt mer komplex. Det förekommer förvisso att emissioner riktas till en eller ett par, namngivna, externa investerare. Men det förekommer också att emissioner riktas till exempelvis en på visst sätt bestämd kategori investerare i vilken kan återfinnas en eller par investerare som också redan äger aktier i bolaget. Ett vanligt förfarande är att i ett slags auktion erbjuda kvalificerade institutionella placerare på den svenska eller internationella kapitalmarknaden att anmäla sitt intresse för att till visst pris teckna aktier i bolaget och att låta förfarandet pågå till dess "boken är full". Vidare förekommer det, inte minst i krissituationer, att en emission riktas till en eller ett par större aktieägare i bolaget eventuellt i kombination med att vissa externa investerare erbjuds att teckna aktier. Den senare varianten kan för övrigt också utformas så att emissionen riktas till en eller ett par av bolagets större ägare och därefter följs av en företrädesemission i vilken nämnda större ägare avstår från att delta. En helt annan typ av emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt är emissioner där var och en, aktieägare och andra, erbjuds att teckna.

Inför riksdagens behandling av de ändringar i 1944 års aktiebolagslag som möjliggjorde emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt uttalade lagutskottet att det torde vara "synnerligen ovanligt" att en kontantemission utan att komma i konflikt med generalklausulen kan riktas endast till vissa av aktieägarna (LU 1973:19 s. 45). Någon närmare motivering till uttalandet finns inte och det måste enligt utredarens mening av flera skäl anses passerat av tiden. För det första hade general-

klausulen en annan lydelse i den då gällande aktiebolagslagen. Generalklausulen i nu gällande aktiebolagslag ger knappast stöd för att se annorlunda på en emission riktad till en ägare än på samma emission riktad till någon utomstående. För det andra är, som ovan konstaterats, många emissionssituationer numera väsentligt mer komplexa än vad lagutskottet vid tiden för sitt uttalande sannolikt kunde föreställa sig.

Enligt utredarens mening finns det skäl att på denna punkt något förtydliga lagtexten, så att det inte råder någon oklarhet om att det i grunden är tillåtet att rikta en emission till aktieägare. Utredaren noterar att detta också är den ordning som gäller i samtliga de i kap. 3 studerade länderna.

6.1.3 Beslutsform

Bedömning: Det skulle vara till gagn för såväl näringslivet som aktieägarkollektivet om exempelvis Kollegiet för svensk bolagsstyrning tog initiativ till en rekommendation om emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. I en sådan rekommendation skulle kunna läggas fast under vilka förutsättningar en av bolagsstämman respektive styrelse beslutad emission av aktier, teckningsoptioner och konvertibler med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt ska anses stå i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden.

Beslut om nyemission med företrädesrätt för aktieägarna kan fattas av bolagsstämman med enkel majoritet medan beslut om en emission med avvikelse från företrädesrätten kräver kvalificerad majoritet.

I likhet med företrädesemissioner kan en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt beslutas av styrelsen under förutsättning av bolagsstämmans godkännande i efterhand eller med stöd av ett bemyndigande från bolagsstämman. Även i dessa fall kräver stämmans beslut kvalificerad majoritet.

Kravet på kvalificerad majoritet är inte ifrågasatt och följer för övrigt av Kapitaldirektivet.

Ett bemyndigande för styrelsen att besluta om en nyemission får inte sträcka sig längre än till nästkommande ordinarie bolagsstämma. På denna punkt är den svenska regleringen mer restriktiv än i vissa andra länder, exempelvis Storbritannien, där ett bemyndigande kan ha upp till fem års giltighetstid. Det är också vad Kapitaldirektivet tillåter. Utredaren har emellertid inte erfarit att den nuvarande begränsningen av giltighetstiden för emissionsbemyndiganden skulle innebära något problem. Tvärtom synes det vara en allmänt omfattad mening att aktieägarna bör ges möjlighet att årligen ompröva ett lämnat emissionsbemyndigande. Något skäl att på denna punkt ändra lagen finns inte.

En till utredaren från flera håll framförd synpunkt är att många, framför allt stora, börsbolag drar sig för att föreslå bolagsstämman att lämna ett bemyndigande till styrelsen att besluta om emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, eller att styrelsen i sådana bolag drar sig för att utnyttja ett redan lämnat sådant bemyndigande, trots att en avvikelse från företrädesrätten skulle förbättra bolagets kapitalanskaffningsmöjligheter.

Synpunkten vinner visst stöd i en kartläggning som utredaren låtit göra av samtliga vid årsstämman år 2011 lämnade emissionsbemyndiganden i bolag vilkas aktier är upptagna till handel vid NASDAQ OMX Stockholm. Bland bolag i segmentet Large Cap lämnade knappt 15 procent (7 av 47) bemyndiganden för styrelsen att besluta om emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och inte i något av dessa bolag utnyttjades bemyndigandet för en sådan emission. Bland bolag i segmentet Mid Cap var andelen bolag i vilka sådana bemyndiganden lämnades drygt 30 procent och bland bolag i segmentet Small Cap drygt 50 procent.

Behovet av emissionsbemyndiganden med avvikelse från företrädesrätten är sannolikt större i mindre och snabbt växande bolag än i stora och mer ”mogna” bolag men statistiken kan

också tolkas som ett stöd för den framförda synpunkten att det, framför allt i de största bolagen, finns ett motstånd mot att föreslå stämman beslut om sådana emissionsbemyndiganden eller utnyttja ett redan lämnat sådant bemyndigande.

Om så är fallet, blir nästa fråga vad orsaken till detta motstånd är. Att förklaringen inte kan sökas i aktiebolagslagen är uppenbart eftersom den uttryckligen tillåter emissionsbemyndiganden och på den punkten inte gör någon skillnad mellan bolag av olika storlek. Enligt utredarens mening står förklaringen sannolikt att finna i en bland framför allt stora institutionella aktieägare allmänt restriktiv inställning till riktade emissioner i allmänhet och till bemyndiganden för sådana emissioner i synnerhet.

I merparten av de börsnoterade bolagen och särskilt i de största bolagen svarar institutionella investerare såsom pensionsfonder, aktiefonder och försäkringsbolag för en helt övervägande del av aktieägandet. Det är också i mycket stor utsträckning dessa institutionella investerare som bolagen måste vända sig till när bolagen behöver skaffa ytterligare riskkapital genom en nyemission.

Som framgått av redogörelsen för gällande rätt ger flera av de stora svenska institutionella ägarna i sina s.k. ägarpolicies uttryck för en restriktiv inställning till emissionsbemyndiganden, särskilt såvitt avser riktade emissioner. Detsamma gäller Aktiespararna.

Det ankommer givetvis inte på utredaren att ha synpunkter på ägarnas inställning till emissionsbemyndiganden. Värt att notera är dock att situationen starkt påminner om situationen i Storbritannien och att man där sökt lösningen på problemet i en självreglering, se kap. 3. I Sverige fanns, som också framgått av redogörelsen för gällande rätt, tidigare en rekommendation från Näringslivets Börskommitté som gav uttryck för god sed på aktiemarknaden i fråga om emissionsbemyndiganden. Rekommendationen togs, till synes utan några närmare överväganden, bort för drygt tio år sedan och har inte ersatts av någon ny. Enligt utredarens mening skulle det vara till gagn för såväl näringslivet som aktieägarkollektivet om exempelvis Kollegiet

för svensk bolagsstyrning, som tagit över Näringslivets Börskommittés arbetsuppgifter, tog initiativ till en ny rekommendation om emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. I en sådan rekommendation skulle, kanske med viss förebild i den brittiska självregleringen, kunna läggas fast under vilka förutsättningar en av bolagsstämman respektive styrelse beslutad emission av aktier, teckningsoptioner och konvertibler med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt ska anses stå i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden. Därmed skulle sannolikt också förutsättningar skapas för en viss omprövning av Aktiemarknadsnämndens praxis på området.

6.1.4 Emissionskurs

Bedömning: I lagen bör inte göras några ändringar i fråga om bestämmandet av emissionskursen vid emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt.

Varje nyemission som sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt medför en utspädning av aktieägarnas röstandelar i bolaget och en risk för att aktieägarna får vidkännas en ekonomisk utspädning. Huruvida en sådan utspädningseffekt uppkommer beror, enkelt uttryckt, på förhållandet mellan värdet på de emitterade aktierna och den kurs till vilka de emitteras samt på emissionens storlek. Om emissionskursen understiger de emitterade aktiernas värde kommer emissionen att medföra en förlust för de aktieägare som inte har rätt att delta i emissionen.³

³ Mer stringent uttryckt bestäms utspädningseffekten av teckningskursen och förräntningen på det genom emissionen tillskjutna kapitalet. Om det tillskjutna kapitalet kan ge en förräntning som precis motsvarar marknadens avkastningskrav är transaktionen neutral från de gamla aktieägarnas synpunkt. Ger det nya kapitalet en avkastning som överstiger marknadens avkastningsanspråk kommer emissionen att leda till en förlust för de gamla aktieägarna eftersom de själva avhämtat sig möjligheten att teckna. Hur stor förlusten blir beror givetvis också på hur stor emissionen är i förhållande till det ursprungliga antalet aktier.

I Aktiebolagsutredningens betänkande uttalades att en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt inte borde kunna göras till så låg kurs "att det uppenbart är fråga om partiell fondemission såtillvida att den innebär ett överflyttande av ett väsentligt värde från de äldre aktierna till de nya" (SOU 1971:15 s. 175). I sitt remissvar påpekade emellertid näringslivet att det vid nyemissioner var fast praxis att fastställa emissionskursen så att den innebar en viss favör för tecknaren i syfte att säkerställa emissionens genomförande. Näringslivet utgick, sade man, från att utredningens uttalande inte lade hinder i vägen för ett sådant förfaringsätt även vid riktade emissioner. Föredragande statsrådet konstaterade med anledning av näringslivets påpekande att han för egen del fann det vara "självkänt att en viss favör för tecknaren kan vara påkallad vid nyemission" (prop. 1975:103 s. 331).

I ljuset av förarbetsuttalandena anses emissionskursen i praktiken kunna fastställas så, att den innebär en viss favör för tecknarna i syfte att säkerställa emissionens genomförande.⁴ Någon generellt tillämplig gräns för vad som är en acceptabel sådan "emissionsrabatt" finns inte och torde inte heller kunna formuleras, det måste avgöras med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall.

Utredaren vill i detta sammanhang erinra om att börskursen vid en viss enstaka tidpunkt inte nödvändigtvis ger uttryck för aktiens marknadsvärde och att begreppet "emissionsrabatt" redan av det skälet bör användas med viss försiktighet. Det är vidare givetvis så att marknadspriset på en stor post nyemitterade aktier kan skilja sig från även ett korrekt bestämt marknadsvärde i den dagliga handeln med redan utgivna aktier. Om exempelvis en emission riktas till kvalificerade placerare på kapitalmarknaden och prissätts i ett korrekt genomfört auktionsförfarande finns normalt inte anledning att ifrågasätta att det priset är marknadspriset på aktierna, alldeles oavsett om det är lägre eller högre än börskursen på bolagets aktier.

⁴ Se bl.a. Johansson, S., Svensk associationsrätt i huvuddrag, 10 uppl. 2011, s. 99.

6.2 Vissa ändringsförslag från Bolagsverket

Bolagsverket har i en skrivelse till Justitiedepartementet (Ju2011/5134/L1), i förenklingssyfte, föreslagit vissa ändringar i aktiebolagslagen och aktiebolagsförordningen. Några av de förslagen ska här beröras.

6.2.1 Begreppet "fördelningsgrund"

Förslag: I aktiebolagslagens bestämmelser om kapitalökning förtydligas att det av emissionsförslaget ska framgå hur styrelsen vid övertäckning ska fördela aktier, teckningsoptioner och konvertibler, som inte tecknas med företrädesrätt.

I 13 kap. 4 § ABL anges vad ett förslag till beslut om nyemission ska innehålla. I punkten 6 stadgas att förslaget ska innehålla uppgift om "den fördelningsgrund som styrelsen skall tillämpa för aktier som inte tecknas med företrädesrätt". Bestämmelsen aktualiseras, som framgått i avsnitt 3.1.2, om de aktieteckningar som görs utan företrädesrätt, dvs. med avseende på aktier som återstår sedan tilldelning skett till dem som utnyttjat företrädesrätten, är fler än antalet aktier i restposten. Då ska styrelsen alltså tillämpa den av stämman angivna fördelningsgrunden. Enligt Bolagsverket har det visat sig att en hel del av verkets kunder inte förstår innebörden av bestämmelsen. Bolagsverket föreslår att bestämmelsens lydelse, i förtydligande syfte, ändras så att den anger att det av emissionsförslaget ska framgå "hur styrelsen ska fördela aktier som inte tecknas med företrädesrätt (fördelningsgrund)".

Enligt utredarens mening skulle det mot en sådan lydelse möjligen kunna invändas att den kan läsas på det sättet att det av förslaget ska framgå exakt hur fördelningen ska ske. Det är emellertid inte innebörden av bestämmelsen och behålls termen

fördelningsgrund är risken för en sådan tolkning trots allt begränsad. Bolagsverkets förslag bör därför genomföras.

6.2.2 Teckning genom betalning

Förslag: I aktiebolagslagens bestämmelser om kapitalökning bör göras en ändring av innebörd att alla aktiebolag kan besluta att nya aktier, teckningsoptioner och konvertibler ska kunna tecknas genom betalning.

Teckning av nya aktier med anledning av ett beslut om nyemission är i grunden en formbunden rättshandling. Teckning ska ske på en teckningslista, som ska innehålla emissionsbeslutet och till vilken fogats bolagsordningen samt, i förekommande fall, vissa andra handlingar (13 kap. 13 § ABL). I avstämningsbolag får det emellertid i emissionsbeslutet bestämmas att teckning ska ske genom betalning.

Bolagsverket anser att det kan övervägas att tillåta teckning genom betalning för alla bolag. Det skulle innebära en förenkling för såväl bolagen som Bolagsverket och enligt verket inte innebära några större risker eller nackdelar. Utredaren delar Bolagsverkets uppfattning. Begränsningen till avstämningsbolag torde gå tillbaka på att lagstiftaren i samband med införande av det kontobaserade aktiehanteringssystemet gjorde vissa förenklingar för just avstämningsbolagen utan att närmare överväga om motsvarande förenklingar också skulle kunna göras för övriga bolag. Det finns enligt utredarens mening inget som hindrar att lagen nu ändras så att även ett bolag som inte är avstämningsbolag kan erbjuda aktieägarna att teckna aktier genom betalning. I själva verket förekommer detta redan i dag utan lagstöd. Att aktieägarna vid en emission där teckning genom betalning tillåts måste informeras om emissionsvillkoren följer av lagen.

6.2.3 Bestämmelserna om minskning av aktiekapitalet

Förslag: I aktiebolagslagens bestämmelser om kapitalminskning bör förtydligas att minskning av aktiekapitalet kan ske för avsättning till fri fond.

I lagen bör införas bestämmelser om vad förslaget till minskningsbeslut ska innehålla om minskningen ska ske för återbetalning till aktieägarna utan indragning av aktier.

I 20 kap. 1 § ABL regleras de ändamål för vilka aktiekapitalet får minskas. Enligt första stycket 2 får minskning av aktiekapitalet ske för avsättning till ”fond att användas enligt beslut av bolagsstämman”. Bolagsverket säger i sin skrivelse att somliga läsare av bestämmelsen inte förstår att den åsyftar en ”fri fond” och föreslår att lydelsen ändras till ”fri fond att användas enligt beslut av bolagsstämman”.

Begreppet fri fond återfinns i 5 kap. 14 § årsredovisningslagen, i vilken bestämmelse begreppen fritt och bundet eget kapital definieras. I bestämmelsen sägs att under fritt eget kapital (eller ansamlad förlust) ska tas upp bl.a. fria fonder.

Den föreslagna lydelsen antyder, motsatsvis, att det skulle kunna finnas fria fonder som inte får användas enligt beslut av bolagsstämman, något som inte är fallet. Enligt utredarens mening är det bättre att i stället för nuvarande lydelse låta bestämmelsen ange att minskning av aktiekapitalet får ske för avsättning till ”fri fond”.

I 20 kap. 9 och 10 §§ ABL finns bestämmelser om vad ett förslag till beslut om minskning av aktiekapitalet, utöver vad som följer av 7 och 8 §§, ska innehålla om förslaget innebär att minskningen ska ske för återbetalning till aktieägarna genom att aktier dras in. Bestämmelserna behandlar inte det fallet att minskningen ska ske för återbetalning men utan indragning av aktier, något som förekommer i praktiken och då resulterar i ett lägre kvotvärde på aktierna. Bolagsverket föreslår att bestämmelserna kompletteras i det hänseendet. Enligt utredarens mening

bör så ske. Den nuvarande ”luckan” i lagen beror sannolikt på ett förbiseende från lagstiftarens sida.

7 Författningskommentar

Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (2005:551)

13 kap. 4 §

I paragrafen anges vad ett förslag till bolagsstämmobeslut om ökning av aktiekapitalet genom nyemission av aktier ska innehålla.

I första stycket 4 föreslås en ändring avsedd att tydliggöra att en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt kan ske inte endast till någon eller några utomstående investerare utan också till en eller flera aktieägare i bolaget. Huruvida en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt över huvud taget är tillåten eller inte får i det enskilda fallet bedömas enligt generalklausulen (7 kap. 47 § och 8 kap. 41 §).

I första stycket 6 föreslås en ändring avsedd att tydliggöra innebörden av den bestämmelsen.

13 kap. 13 §

I paragrafen anges hur teckning av nya aktier med anledning av ett beslut om nyemission ska gå till.

I tredje stycket föreslås en ändring av innebörd att det i alla aktiebolag ska vara tillåtet att besluta om teckning genom betalning. Detta är i dag tillåtet endast i avstämningsbolag.

14 kap. 4 §

I paragrafen anges hur teckning av nya teckningsoptioner ska gå till. De föreslagna ändringarna i första stycket 2 och 4 motsvarar

de föreslagna ändringarna i 13 kap. 4 §. För en kommentar hänvisas till kommentaren till den paragrafen.

14 kap. 15 §

I paragrafen anges vad ett förslag till bolagsstämmbeslut om emission av teckningsoptioner ska innehålla. Den föreslagna ändringen i tredje stycket motsvarar den föreslagna ändringen i 13 kap. 13 §. För en kommentar hänvisas till kommentaren till den paragrafen.

15 kap. 4 §

I paragrafen anges hur teckning av nya konvertibler ska gå till. De föreslagna ändringarna i första stycket 4 och 6 motsvarar de föreslagna ändringarna i 13 kap. 4 §. För en kommentar hänvisas till kommentaren till den paragrafen.

15 kap. 15 §

I paragrafen anges vad ett förslag till bolagsstämmbeslut om emission av konvertibler ska innehålla. Den föreslagna ändringen i tredje stycket motsvarar den föreslagna ändringen i 13 kap. 13 §. För en kommentar hänvisas till kommentaren till den paragrafen.

20 kap. 1 §

Paragrafen reglerar de ändamål för vilka aktiekapitalet får minskas. Enligt första stycket 2 i bestämmelsens nuvarande lydelse får minskning av aktiekapitalet ske för avsättning till "fond att användas enligt beslut av bolagsstämman". Genom den föreslagna lydelsen klargörs att bestämmelsen avser avsättning till fri fond. Att bolagsstämman kan disponera en fri fond behöver inte uttryckligen anges i bestämmelsen. Vad som avses med fri fond framgår av 5 kap. 14 § årsredovisningslagen.

20 kap. 9 a §

I 9 § uppställs vissa krav på innehållet i ett förslag till bolagsstämmbeslut rörande minskning av aktiekapitalet för det fall

minskningen ska ske för återbetalning till aktieägarna. Medan den paragrafen endast behandlar det fallet att aktierna i fråga ska dras in klargörs genom den föreslagna 9 a § vad som ska gälla för det fall minskningen ska ske utan indragning av aktier.

20 kap. 10 a §

Paragrafen kompletterar 9 a §. De föreslagna ändringarna har samma syfte som ändringarna i den paragrafen.

8 Ikraftträdande

Utredaren föreslår att ändringarna i aktiebolagslagen träder i kraft den 1 januari 2014. Det innebär, såvitt avser de materiella ändringarna, för det första att 13 kap. 13 §, 14 kap. 15 § och 15 kap. 15 § i ny lydelse kan tillämpas på emissionsbeslut som fattas den 1 januari 2014 eller senare. Det innebär vidare att de nya 20 kap. 9 a och 10 a §§ fr.o.m. samma datum ska tillämpas på beslut om sådan minskning av aktiekapitalet som däri avses. Några övergångsbestämmelser behövs inte.

9 Konsekvenser av förslagen

Utredarens förslag innebär i korthet vissa förtydliganden av bestämmelserna i aktiebolagslagen rörande emissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Vidare lämnas ett par förslag om förtydliganden i bestämmelserna i samma lag om minskning av aktiekapitalet.

Förslagen kan förväntas minska den osäkerhet om innebörden av gällande rätt som i dag råder på de ifrågavarande områdena, vilket i sin tur kan reducera kostnaden för berörda bolag och, i samband med registrering, Bolagsverket.

Förslagen har inte några andra konsekvenser på de områden som räknas upp i 15 § kommittéförordningen (1998:1474). Inte heller förutses några andra negativa effekter på samhällsfunktioner eller samhällsintressen.

Departementsserien 2012

Kronologisk förteckning

1. Nya regler om prospekt. Fi.
2. Specialist i allmänmedicin – en yrkeskvalifikation för läkare i allmänpraktik. S.
3. Rättssäkerhet och likabehandling i arbetslöshetsförsäkringen. A.
4. Revision i finansiella företag. Fi.
5. Behandling av personuppgifter vid Institutet för arbetsmarknads- och utbildningspolitisk utvärdering. A.
6. Patientörklighet i EU förslag till ny lag. S.
7. Fordonsrelaterade skulder. N.
8. Nationell samordning av hemslöjden – en översyn av Nämnden för hemslöjdsfrågor. Ku.
9. Karenstid för egenföretagare, m.m. S.
10. Blankning. Fi.
11. Kontrollköp – ålderskontroll vid försäljning av folköl, tobak och receptfria läkemedel. S.
12. En ny taltidningsverksamhet. Ku.
13. Ny bibliotekslag. Ku.
14. Skadestånd för miljöfarliga sjötransporter. Ju.
15. Bevakning ombord på svenska fartyg. N.
16. Genomförande av ändringsdirektiv 2011/62/EU. Förhindrande av förfalskade läkemedel i den lagliga försörjningskedjan. S.
17. Överflyttning av vissa utlänningsärenden till den ordinarie migrationsprocessen samt borttagande av automatiskt uppskov vid ansökan om nåd. Ju.
18. Convention on nuclear safety 2012 extra ordinary meeting. The Swedish National Report. M.
19. Kroatiens anslutning till Europeiska unionen. + Bilagedel. UD.
20. Inspektionen för vård och omsorg – en ny effektiv tillsynsmyndighet för hälso- och sjukvård och socialtjänst. S.
21. Ny myndighet för infrastrukturfrågor för vård och apotek. S.
22. Europarådskonventionen om ömsesidig rättslig hjälp i brottmål. Tillträde till det andra tilläggsprotokollet. Ju.
23. Svenska miljömål – preciseringar av miljökvalitetsmålen och en första uppsättning etappmål. M.
24. Utökad målgrupp för samhällsorientering. A.
25. Förstärkt skydd för arbetstagare med allmän visstidsanställning och vikariat. A.
26. Jobbstimulans inom det ekonomiska biståndet m.m. S.
27. Utvidgad målgrupp för etableringslagen. A.
28. Genomförande av blåkortsdirektivet. Ju.
29. En gemensam inlämningsfunktion för skogsägare. L.
30. Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom ekonomiska och monetära unionen. Fi.
31. App to date. Konsumenternas rättsliga ställning när varor eller tjänster betalas via telefonräkningen, m.m. Ju.
32. Internationella avvecklingsmekanismen för FN:s brottmålsribunaler. Ju.
33. Ändringar med anledning av förordningen (EG) nr 1223/2009 om kosmetiska produkter. S.
34. Sekretess i det internationella samarbetet. Ju.
35. Behöriga företrädare för myndigheter. S.
36. Hälso- och sjukvård till personer som vistas i Sverige utan tillstånd. S.
37. Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag. Ju.

Departementsserien 2012

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

- Skadestånd för miljöfarliga sjötransporter. [14]
Överflyttning av vissa utlänningsärenden till den ordinarie migrationsprocessen samt borttagande av automatiskt uppskov vid ansökan om nåd. [17]
Europarådskonventionen om ömsesidig rättslig hjälp i brottmål. Tillträde till det andra tilläggsprotokollet. [22]
Genomförande av blåkortsdirektivet. [28]
App to date. Konsumenternas rättsliga ställning när varor eller tjänster betalas via telefonräkningen, m.m. [31]
Internationella avvecklingsmekanismen för FN:s brottmålstribunaler. [32]
Sekretess i det internationella samarbetet. [34]
Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag. [37]

Utrikesdepartementet

- Kroatiens anslutning till Europeiska unionen. + Bilagedel. [19]

Socialdepartementet

- Specialist i allmänmedicin – en yrkeskvalifikation för läkare i allmänpraktik. [2]
Patientrörlighet i EU
förslag till ny lag. [6]
Karestid för egenföretagare, m.m. [9]
Kontrollköp – ålderskontroll vid försäljning av folköl, tobak och receptfria läkemedel. [11]
Genomförande av ändringsdirektiv 2011/62/EU. Förhindrande av förfälskade läkemedel i den lagliga försörjningskedjan. [16]
Inspektionen för vård och omsorg – en ny effektiv tillsynsmyndighet för hälso- och sjukvård och socialtjänst. [20]

- Ny myndighet för infrastrukturfrågor för vård och apotek. [21]
Jobbstimulans inom det ekonomiska biståndet m.m. [26]
Ändringar med anledning av förordningen (EG) nr 1223/2009 om kosmetiska produkter. [33]
Behöriga företrädare för myndigheter. [35]
Hälso- och sjukvård till personer som vistas i Sverige utan tillstånd. [36]

Finansdepartementet

- Nya regler om prospekt. [1]
Revision i finansiella företag. [4]
Blankning [10]
Fördraget om stabilitet, samordning och styrning inom ekonomiska och monetära unionen. [30]

Landsbygdsdepartementet

- En gemensam inlämningsfunktion för skogsägare. [29]

Miljödepartementet

- Convention on nuclear safety 2012 extra ordinary meeting.
The Swedish National Report. [18]
Svenska miljömål – preciseringar av miljökvalitetsmålen och en första uppsättning etappmål. [23]

Näringsdepartementet

- Fordonsrelaterade skulder. [7]
Bevakning ombord på svenska fartyg. [15]

Kulturdepartementet

- Nationell samordning av hemslöjden – en översyn av Nämnden för hemslöjdsfrågor. [8]
En ny taltidningsverksamhet. [12]
Ny bibliotekslag. [13]

Arbetsmarknadsdepartementet

Rättssäkerhet och likabehandling i arbetslöshetsförsäkringen. [3]

Behandling av personuppgifter vid Institutet för arbetsmarknads- och utbildningspolitisk utvärdering. [5]

Utökad målgrupp för samhällsorientering. [24]

Förstärkt skydd för arbetstagare med allmän visstidsanställning och vikariat. [25]

Utvidgad målgrupp för etableringslagen. [27]

