

Utveckling av god sed på aktiemarknaden vid riktade kontantemissioner*

ALEXANDRA PARK LARSSON

Vad har hänt sedan år 2021?

Till en antologi som gavs ut år 2011 för Aktiemarknadsnämndens 25-årsjubileum bidrog Svante Johansson med en välbehövlig genomgång av nämndens uttalanden i frågor om emissioner som inte faller under 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551).¹ I artikeln konstaterade Johansson att något samlat grepp om vad god sed på aktiemarknaden kräver vid sådana emissioner inte hade tagits av nämnden, utom möjligen i initiativuttalandet AMN 2002:02 som endast behandlade vissa utvalda frågor utan anspråk på fullständighet.² Han behandlade nämndens praxis framför allt rörande prissättning av nyemitterade instrument, emissioner som genomförs med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och information till aktieägarna i samband med emissioner. Den generella (och försiktiga) slutsats som Johansson drog utifrån genomgången var att nämnden beträffande de nyssnämnda frågorna ”valt att lägga de krav som följer av god sed på aktiemarknaden ganska nära det som ändå gäller enligt aktiebolagslagen och andra tillämpliga normkällor”.³

* Har tidigare publicerats i Festskrift till Svante Johansson, Norstedts Juridik, Stockholm, 2024. Artikeln har genomgått akademisk expertgranskning (*peer review*).

¹ Johansson, S. (2011). Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”Leo-området”. I J. Munck & R. Skog (Red.), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi* (s. 141–150). Aktiemarknadsnämnden. Artikelns huvudsakliga fokus låg på emissioner av aktier, se s. 142.

² Johansson, S. (2011). s. 141.

³ Johansson tillade samtidigt att nämnden i ett tidigt skede av sin verksamhet inte verkade ha dragit sig för att göra rent aktiebolagsrättsliga analyser (AMN 1987:03 och 1987:04), vilket enligt hans mening ”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”. Nämnden övergick dock enligt Johansson snabbt till att enbart uttala sig om god sed i de uttalanden som behandlades i artikeln. Se Johansson, S. (2011). s. 149.

Ett särskilt värdefullt inslag i artikeln var Johanssons analys om de krav som då uppställdes vid kontantemissioner enligt god sed i förhållande till aktiebolagsrättsliga krav, med utgångspunkt i nämndens initiativuttalande AMN 2002:02.⁴ Han uppmärksammade bland annat att det nämnda initiativuttalandet gav upphov till tolkningsproblem vad gäller tillåtligheten enligt god sed av att rikta en kontantemission till vissa aktieägare i bolaget och huruvida god sed på denna punkt innebar något mer än förenlighet med aktiebolagslagen.⁵ I AMN 2002:02 uttalades följande (mina kursiveringar):

En kapitalökning genom en emission som sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och helt eller delvis riktas till vissa aktieägare i bolaget innebär alltid en risk för ett åsidosättande av den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen. Lagstiftaren har därför givit uttryck för en mycket restriktiv syn på sådana förfaranden. *Det finns i och för sig inte anledning att uppställa strängare krav från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. Principiellt sett måste dock 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.*

Under förutsättning att det från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter är tillåtet, dvs. att det föreligger objektiva skäl för förfarandet, anser nämnden det alltså även från synpunkten av god sed godtagbart att en nyemission riktas till vissa aktieägare i bolaget.⁶

De två ovan kursiverade meningarna var enligt Johansson ”knappast förenliga med varandra” och det var oklart om nämnden genom formuleringarna avsåg att skärpa kraven från synpunkten av god sed utöver vad som gällde enligt aktiebolagslagen.⁷ Utifrån nästföljande mening som innehöll ordet ”alltså” konstaterade Johansson trots allt att slutsatsen knappast kunde bli annan än att god sed på aktiemarknaden *inte* innebar något utöver de krav som uppställdes i aktiebolagslagen beträffande kontantemissioner som riktas till vissa aktieägare i bolaget.⁸ Han framhöll dock att när det gäller vissa andra frågor kopplade till kontantemissioner innebar god sed något mer än vad som följdes av aktiebolagslagen.⁹ Det gällde exempelvis kravet på att företrädesrätt för befintliga aktieägare alltid borde vara förstahandsalternativet

⁴ Johansson, S. (2011). s. 145 f.

⁵ Johansson, S. (2011). s. 145 f.

⁶ AMN 2002:02.

⁷ Johansson, S. (2011). s. 145 f.

⁸ Johansson, S. (2011). s. 146.

⁹ Johansson, S. (2011). s. 149 f.

vid kontantemissioner, vilket innebär att ”sakliga skäl” krävdes för att kunna avvika från företrädesrätten.¹⁰

Två år senare gjordes en liknande genomgång av Erik Sjöman inom ramen för en större översikt över hur Aktiemarknadsnämnden förhållit sig till aktiebolagsrätten sedan nämnden bildades år 1986.¹¹ Sjöman redogjorde för hur nämnden gått från att i början göra rena aktiebolagsrättsliga bedömningar till att tydligt ta avstånd från att göra aktiebolagsrättsliga bedömningar beträffande emissionsfrågor som faller utanför 16 kap. aktiebolagslagen.¹² En uppföljning av 2013 års genomgång gjordes av Sjöman i *Festskrift till Rolf Skog*,¹³ där han liksom åtta år tidigare berörde nämndens uttalanden¹⁴ som på grund av många beröringspunkter mellan aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten oundvikligen aktualiserat tolkning av aktiebolagslagen trots att nämndens uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.¹⁵ Han noterade bland annat att nämndens behandling av emissionsfrågor utanför 16 kap. aktiebolagslagen sedan år 2013 utvecklats i riktning bort från det förhållningssätt som nämnden hade i initiativuttalandet AMN 2002:02 och några efterföljande uttalanden (AMN 2002:07, 2005:07 och 2006:48), där det gjordes en viss form av aktiebolagsrättslig bedömning och ”ett visst säkerhetsavstånd till det aktiebolagsrättsligt otillåtna påbjöds”.¹⁶ Utvecklingen var sannolikt en följd av dels uttalanden i prop. 2013/14:86¹⁷ vilka Sjöman ansåg förändrade ”i viss mån utgångspunkterna för bedömningen av en riktad emissions lagenlighet och utrymmet för att i kretsen av teckningsberättigade i en riktad kontantemission inkludera befintliga aktieägare”, dels Kollegiet för svensk bolagsstyrnings (Kollegiet) rekommendation om riktade

¹⁰ Johansson, S. (2011). s. 149 f.

¹¹ Sjöman, E. (2013). Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten. I M. Lundius, R. Boman & R. Skog (Red.), *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad: en vänbok till Johan Munck* (s. 215–242). Corporate Governance Forum. Se särskilt avsnitt 2 i den aktuella artikeln.

¹² Sjöman, E. (2013). s. 216–225.

¹³ Sjöman, E. (2021). Aktiemarknadsnämnden som lagtolkare. I R. J. Gilson, M. Isaksson, E. Lidman, J. Munck & E. Sjöman (Red.), *Festskrift till Rolf Skog – Festschrift in honour of Rolf Skog* (s. 1081–1108). Norstedts Juridik.

¹⁴ Som är offentliggjorda från nämndens bildande till år 2021.

¹⁵ Aktiemarknadsnämndens uppdrag innefattar också att efter delegation från Finansinspektionen respektive Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM meddela tolkningsbesked och dispens från vissa bestämmelser i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden respektive takeover-reglerna. Se Aktiemarknadsnämndens stadgar, § 14–15 b (tillgängliga på https://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/stadgar__44, hämtad 2024-02-05).

¹⁶ Sjöman, E. (2021). s. 1083–1086.

¹⁷ Se prop. 2013/14:86 s. 64–68.

emissioner som utfärdades år 2014 och som två år senare ersatte¹⁸ initiativuttalandet.¹⁹ Nämndens hållning på detta emissionsområde sedan år 2013 sammanfattades enligt följande: ”Nämnden förutsätter att varje nyemission är förenlig med aktiebolagsrätten, anser det vara styrelsens uppgift att tillse att så är fallet, men lägger ingen ytterligare god sed-dimension ovanpå själva laglighetsbedömningen”.²⁰

Under de senaste åren har en viss utveckling hunnit ske beträffande god sed på aktiemarknaden i fråga om riktade kontantemissioner, i riktning mot att god sed kräver något utöver förenligheten med aktiebolagslagen. I förevarande artikel redogör jag mot denna bakgrund för den aktiemarknadsrättsliga utveckling som skett sedan år 2021 i fråga om god sed vid riktade kontantemissioner i svenska noterade bolag.²¹

Krav på förhandsanalys och information – AMN 2021:41

Under sommaren år 2021 blev frågan om god sed vid riktade kontantemissioner föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning. I AMN 2021:41 ställdes frågan om ett visst arrangemang för att genomföra riktade kontantemissioner, där det emitterande bolaget skulle ersätta en tecknare för en eventuell kursförlust (så kallad förlustgaranti) när tecknaren under viss tid efter emissionen skulle överlåta aktierna, var förenligt med god sed på aktiemarknaden.²² Nämnden var inte beredd att behandla frågor om god sed i sammanhanget

¹⁸ Se AMN 2016:28.

¹⁹ Sjöman, E. (2021). s. 1083–1086. Kollegiet utfärdade år 2014 en rekommendation om riktade emissioner som gav uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid riktade kontantemissioner i noterade bolag (tillgänglig på https://regelmaknatten.se/userfiles/pdf/ regler_svenska/riktade_kontantemissioner/ASKs_rekommendation_om_riktade_kontantemissioner.pdf, hämtad 2024-02-25). Uttalanden om tolkning av rekommendationen i enskilda fall ankom enligt rekommendationen på Aktiemarknadsnämnden. Sedan 2021 förvaltas rekommendationen av Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK) som tagit över ansvaret från Kollegiet. Övertagandet innebär inte några materiella ändringar av rekommendationen. Rekommendationen gällde fram till den 1 september 2023 då ASK:s nya regler om riktade kontantemissioner trädde i kraft. Se avsnittet *God sed tydliggörs – Aktiemarknadens självregleringskommittés nya regler om riktade kontantemissioner* nedan.

²⁰ Sjöman, E. (2021). s. 1086.

²¹ Med svenska noterade bolag menas de aktiebolag vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad, Nasdaq Stockholm eller NGM Main Regulated, eller någon av handelsplattformarna Nasdaq First North Growth Market Sweden, NGM Nordic SME eller Spotlight Stock Market.

²² AMN 2021:41, under rubriken *Hemställan*.

när det aktuella arrangemanget enligt nämnden reste ”stora betänkligheter från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter”.²³ Uttalandet gjordes i stället på en mer principiell nivå om god sed vid riktade kontantemissioner. Efter en allmän genomgång av grundläggande aktiebolagsrättsliga bestämmelser om nyemissioner av aktier uttalade nämnden följande (mina kursiveringar):

Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade år 2014 en rekommendation rörande vad som i vissa hänseenden är god sed vid riktade emissioner. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden [sic] att uttala sig om tillämpning av rekommendationen.

I rekommendationen konstateras att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ska kontantemissioner i första hand genomföras med företrädesrätt för aktieägarna, men också att det från synpunkten av god sed normalt är godtagbart att en kontantemission genomförs med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, ”under förutsättning att det är aktiebolagsrättsligt tillåtet, dvs. att det på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten”. I rekommendationen ges också exempel på skäl som kan motivera en avvikelse från företrädesrätten.

Aktiemarknadsnämnden, som vid upprepade tillfällen uppmärksammats på viss *slentrianmässighet* på marknaden vid beslut om emissioner, erinrar om vikten av att bolag vid överväganden om kontantemissioner fullt ut beaktar rekommendationen, till såväl bokstav som syfte. Företrädesemissioner är, som också konstateras i rekommendationen, lagens huvudregel och riktade emissioner är en avvikelse från huvudregeln. Det är därför inte förenligt med rekommendationen att utan *erforderlig analys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission* besluta om en riktad emission. Enligt nämndens mening kräver god sed, oberoende av om emissionen beslutas av bolagsstämman eller styrelsen, att styrelsen tydligt *redovisar för aktieägarna hur den resonerat* när den kommit fram till att avvika från huvudregeln att kontanta nyemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna.²⁴

Aktiemarknadsnämnden tydliggjorde på så vis vad god sed i emissionssammanhang närmare innebar med utgångspunkt i Kollegiets rekommendation, utöver att rekapitulera vad rekommendationen angav som aktiebolagsrättsliga utgångspunkter. Enligt nämnden var en riktad kontantemission normalt godtagbar från synpunkten av god sed förutsatt att styrelsen innan förslaget eller beslutet om emissionen gjort en förhandsanalys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission för att förvissa sig om att en emission

²³ AMN 2021:41, under rubriken *Överväganden*.

²⁴ AMN 2021:41, under rubriken *Överväganden*.

med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt över huvud taget är motiverad. Beslut om en riktad kontantemission fick med andra ord inte fattas – för att använda nämndens ord – slentrianmässigt. Därutöver skulle styrelsens resonemang bakom förslaget eller beslutet enligt nämnden *tydligt redovisas* för aktieägarna.

Krav på bolagsspecifik information – AMN 2022:36

Drygt ett år senare gjorde Aktiemarknadsnämnden uttalandet AMN 2022:36, där innebörden av informationskraven vid riktade kontantemissioner förtydligades ytterligare. Hemställan gjordes av Nasdaq Stockholm beträffande två noterade bolags (FUUD AB och Euroafrica Digital Ventures AB) informationsgivning kring skälen till att avvika från aktieägarnas företrädesrätt och bestämmandet av emissionskursen mot bakgrund av Kollegiets rekommendation och därmed god sed på aktiemarknaden.²⁵ I det aktuella uttalandet återgav nämnden först vad som uttalades i AMN 2021:41.²⁶ Därefter kom nämnden fram till att den av bolagen lämnade informationen till marknaden inte i något av de två fallen uppfyllde de krav som uppställdes enligt god sed på aktiemarknaden. Nämnden skrev följande (mina kursiveringar):

Vad först gäller, det av Nasdaq återopade kravet i Rekommendationen på en tydlig redovisning av hur styrelsen resonerat när den kommit fram till att avvika från huvudregeln, att kontanta nyemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna, kan enligt nämndens mening varken den av Fuud eller Euroafrica lämnade informationen till marknaden anses uppfylla det kravet. För att göra detta *måste redovisningen ge aktieägarna en möjlighet* att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av *förhållandena i det specifika bolaget*. Ett närmast *schablonmässigt* uttalande att avvikelsen från företrädesrätten är ett tids- och kostnadseffektivt sätt att skaffa kapital är därvid inte tillfyllest.

Vad därefter gäller rekommendationens, av Nasdaq återopade, krav på att informera om hur emissionskursen har bestämts och marknadsmässigheten i denna har säkerställts är den av Fuud lämnade informationen – att kursen ”grundar sig på en marknadsmässig bedömning av styrelsen” – i den mån den alls går att förstå, helt otillräcklig. Inte heller Euroafricas information – att styrelsen bedömt den aktuella teckningskursen vara ”marknadsmässig(t) för denna typ

²⁵ AMN 2022:36, under rubriken *Hemställan*.

²⁶ AMN 2022:36, under rubriken *Överväganden*. Se även föregående avsnitt.

av transaktion” ger aktieägarna någon uppfattning om hur marknadsmässigheten säkerställts. I båda fallen saknas, kort sagt, information om vad styrelsen grundar sin uppfattning på.²⁷

Information som offentliggörs vid en riktad kontantemission måste alltså enligt nämnden ge aktieägarna förutsättningar för att kunna bedöma de överväganden bakom beslutet som är specifika för bolaget i det enskilda fallet. Genom uttalandet blev det sålunda tydligt att nämndens markering mot *slentrianmässighet* som gjordes i AMN 2021:41 inte enbart avser hur själva besluten om en riktade kontantemission *fattas* utan även hur besluten *redovisas* för aktieägarna och marknaden.

Tre månader senare beslutade disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm att ålägga Euroafrica Digital Ventures AB att till Nasdaq Stockholm betala ett vite motsvarande fem årsavgifter för att ha brutit mot god sed på aktiemarknaden och därmed börsens regelverk för emittenter.²⁸

God sed tydliggörs – Aktiemarknadens självregleringskommittés nya regler om riktade kontantemissioner

Sommaren 2023 gav Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK) ut nya Regler om riktade kontantemissioner (Emissionsreglerna) som ersatte den rekommendation om riktade kontantemissioner som Kollegiet utfärdade år 2014.²⁹ Emissionsreglerna, som började gälla den 1 september 2023, ger uttryck för vad som är god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler i svenska noterade bolag.³⁰ I pressmeddelandet som ASK publicerade i samband med utgivandet uttalades att de nya reglerna inkorporerar Aktiemarknadsnämndens praxis på området och utökar kraven på informationsgivning i samband med riktade kontant-

²⁷ AMN 2022:36, under rubriken *Överväganden*.

²⁸ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, 2022:07 *Euroafrica Digital Ventures AB* (2022-11-10). Beslutet är tillgängligt på https://www.nasdaq.com/docs/2022/11/10/2022-07_Euroafrica_Digital_Ventures_AB_Beslut.pdf (hämtad 2024-02-25). Det andra bolaget FUUD AB gick i konkurs innan disciplinnämnden hann påföra sanktion.

²⁹ Emissionsreglerna är tillgängliga på ASK:s hemsida: https://regelkommitten.se/riktade-kontantemissioner/gallande-regler__25 (hämtad 2024-02-25).

³⁰ Se ingressen till Emissionsreglerna.

emissioner.³¹ Det angavs också att de nya reglerna inte uppställer strängare materiella krav avseende själva tillåtligheten av att avvika från aktieägarnas företrädesrätt än Kollegiets rekommendation.³²

Krav enligt god sed och enligt aktiebolagslagen förtydligas

En synbar nyhet i Emissionsreglerna, jämfört med den tidigare gällande rekommendationen från Kollegiet, är en disposition som tydliggör god sed på aktiemarknaden i förhållande till lagkraven. Emissionsreglerna inleds med en genomgång av aktiebolagsrättsliga bestämmelser som gäller vid beslut om en riktad kontantemission.³³ Några väsentliga materiella ändringar har inte gjorts i denna del, förutom ett förtydligande vad gäller bedömningen av förenligheten med aktiebolagslagens generalklausul att ”[d]et är styrelsen som ansvarar för bedömningen av vad som utgör godtagbara skäl för att frånga aktieägarnas företrädesrätt såväl som för grunderna för teckningskursen och därmed för att emissionen inte strider mot generalklausulen”.³⁴ Vad som är god sed vid riktade kontantemissioner följer därefter i ett eget avsnitt.³⁵ Ett tredje och sista avsnitt innehåller de informationskrav som uppställs enligt god sed i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav.³⁶

Den tidigare skrivningen om företrädesemissioner som förstahandsalternativ och kopplingen till aktiebolagsrättslig tillåtlighet som förutsättning för förenligheten med god sed återfinns inte i de nya Emissionsreglerna:

Emissionsregler: Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden är det normalt godtagbart att nyemissioner genomförs med avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt om det utifrån omständigheterna i det enskilda fallet på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten.³⁷

³¹ Aktiemarknadens självregleringskommitté. *Pressmeddelande 2023-07-07: Regler om riktade kontantemissioner*. Tillgängligt på https://regelkommitten.se/år-2023/regler-om-riktade-kontantemissioner__210 (hämtad 2024-02-25).

³² Aktiemarknadens självregleringskommitté. *Pressmeddelande 2023-07-07: Regler om riktade kontantemissioner*.

³³ Se s. 1 f. i Emissionsreglerna (under rubriken *Bakgrund*).

³⁴ Se s. 2 i Emissionsreglerna (under rubriken *Bakgrund*). Övriga ändringar är av redaktionell karaktär i denna del.

³⁵ Se s. 2 f. i Emissionsreglerna (under rubriken *God sed*).

³⁶ Se s. 3 f. i Emissionsreglerna (under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

³⁷ Se s. 2 i Emissionsreglerna.

Den tidigare gällande rekommendationen: Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ska kontantemissioner i första hand genomföras med företrädesrätt för aktieägarna. Under förutsättning att det är aktiebolagsrättsligt tillåtet, dvs. att det på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten, är det emellertid även från synpunkten av god sed på aktiemarknaden normalt godtagbart att en kontantemission genomförs med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt.³⁸

Ändringen kan inte innebära att slentrianmässigt fattade beslut om att avvika från aktieägarnas företrädesrätt utan godtagbara skäl är förenliga med god sed och därmed lägre materiella krav än den tidigare gällande rekommendationen beträffande när en avvikelse från företrädesrätten är acceptabel.³⁹ Exempel på möjliga skäl till en sådan avvikelse som nämndes i den tidigare gällande rekommendationen finns fortsättningsvis i Emissionsreglerna, med ytterligare tillägg (kursiverade nedan):

Skäl till en sådan avvikelse kan exempelvis vara att en företrädesemission riskerar att inte fulltecknas, kostnaderna för förfarandet (inklusive eventuella emissionsgarantier), tidsaspekten (inklusive exponeringen mot kurssvängningar på aktiemarknaden), *att emissionen utgör en integrerad del i en transaktion, t.ex. ett förvärv eller samarbetsavtal*, eller önskan att i bolagets intresse få in en eller flera nya aktieägare, *t.ex. som bas för framtida kapitalanskaffningar eller aktieägarnas intresse att förbättra likviditeten i aktien*. Det kan också vara så att emissionen avser ett finansiellt instrument som befunnits särskilt lämpat för en viss typ av investerare.⁴⁰

I linje med AMN 2022:36 betonas särskilt i Emissionsreglerna att de skäl som motiverar avsteg från aktieägarnas företrädesrätt ska vara bolagsspecifika (mina kursiveringar):

Det faktum att riktade emissioner i allmänhet är mer tids- och kostnadseffektiva än företrädesemissioner kan från synpunkten av god sed i sig inte anses utgöra godtagbara skäl för att avvika från företrädesrätten, med mindre än att dessa faktorer på objektiva grunder är tillräckligt betydelsefulla *för bolaget i det enskilda fallet*.⁴¹

³⁸ Se s. 3 i Kollegiets rekommendation (se not 19 ovan).

³⁹ Se även not 31 ovan.

⁴⁰ Se s. 2 i Emissionsreglerna. Jfr s. 3 f. i Kollegiets rekommendation (se not 19 ovan).

⁴¹ Se s. 2 i Emissionsreglerna.

Det torde utifrån skrivningen inte vara tillräckligt från synpunkten av god sed att motivera en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt enbart med hänvisning till att en riktad kontantemission generellt är snabbare och billigare att genomföra än en företrädesemission. Skälen måste återspegla de förhållanden som är specifika för varje bolag, exempelvis varför det för det enskilda bolaget är särskilt viktigt att vinna tid och minska kostnader just här och nu.

Krav på att säkerställa marknadsmässighet vid prissättningen

Emissionsreglerna uppställer också, i likhet med den tidigare gällande rekommendationen,⁴² krav på att en marknadsmässig emissionskurs säkerställs vid en riktad kontantemission.⁴³ Det ankommer på styrelsen att ”med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall föreslå respektive besluta om tidpunkten för emissionen samt emissionsvillkoren, däribland emissionskursen, på ett sådant sätt att marknadsmässighet säkerställs”.⁴⁴ Några exempel på acceptabla metoder för att säkra en marknadsmässig emissionskurs anges i Emissionsreglerna. I de fall en emission ”prissätts inom ramen för ett, på ett adekvat sätt utformat och genomfört öppet anbudsförfarande (s.k. *book-buildingförfarande*)”, finns det normalt inte anledning att ifrågasätta marknadsmässighet, oavsett om det på detta sätt bestämda priset är lägre eller högre än aktuell börskurs på bolagets aktier.⁴⁵ Den närmare innebörden av ett *adekvat utformat* anbudsförfarande som framgår av Emissionsreglerna är (1) att förfarandet är offentligtgjort, (2) att det är möjligt för en större grupp investerare (t.ex. kvalificerade investerare) att anmäla intresse för att delta i emissionen och (3) att förfarandet har omfattat tillräckligt många deltagare för att ge ett rättvisande pris.⁴⁶

Någon särskild anledning att ifrågasätta att emissionspriset utgör marknadspris finns inte heller enligt Emissionsreglerna om priset bestämts genom förhandlingar på armlängds avstånd mellan bolaget och investerare, eller genom en oberoende värdering.⁴⁷ Det uttalas emellertid i Emissionsreglerna att särskild uppmärksamhet måste riktas mot att otillbörlig fördel för aktieägare till nackdel för annan aktieägare inte uppstår i allmänhet, och i synnerhet ”[...] när endast prisindikationer från aktieägare läggs till grund

⁴² Se s. 4 i Kollegiets rekommendation (se not 19 ovan).

⁴³ Se s. 2 f. i Emissionsreglerna.

⁴⁴ Se s. 2 i Emissionsreglerna.

⁴⁵ Se s. 2 f. i Emissionsreglerna (en not i citatet har utelämnats, se not 46 nedan).

⁴⁶ Se not 1 (s. 3) i Emissionsreglerna.

⁴⁷ Se s. 3 i Emissionsreglerna.

för bestämmande av emissionskursen eller att aktieägare får stor tilldelning i emissionen i förhållande till nya investerare”.⁴⁸

Krav på information till aktieägarna och marknaden

Den största nyheten i Emissionsreglerna i förhållande till Kollegiets rekommendation är utökade informationskrav som återfinns i det sista avsnittet, närmare bestämt avseende vad som ska offentliggöras och på vilket sätt redovisningen ska ske i bolagets pressmeddelanden kring en riktad kontantemission.⁴⁹ Informationskravet avser specifikt (1) pressmeddelandet om styrelsens förslag om eller beslut rörande en riktad kontantemission och (2) pressmeddelandet rörande utfallet av emissionen.⁵⁰

Det förstnämnda pressmeddelandet ska enligt Emissionsreglerna, för det första, innehålla tydlig information om *skälen* till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt.⁵¹ I linje med Aktiemarknadsnämndens senaste uttalande i frågan (AMN 2022:36) föreskriver Emissionsreglerna att

[s]kälen ska redogöras för på ett sådant sätt att redogörelsen ger aktieägarna och marknaden en möjlighet att bedöma de överväganden styrelsen är skyldig att göra enligt aktiebolagslagen samt god sed på aktiemarknaden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget.⁵²

Om skälen till avvikelsen är tids- och kostnadseffektivitet bör det alltså framgå av pressmeddelandet ”varför tids- och kostnadsbesparingen, i förekommande fall tillsammans med andra skäl, motiverar avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt”.⁵³ I de fall en emission riktas till vissa specifika investerare ska valet motiveras i pressmeddelandet.⁵⁴ Utöver skälen till avvikelsen ska, för det andra, information om *hur* emissionskursen har bestämts eller ska bestämmas samt *hur* marknadsmässigheten säkerställts eller ska säkerstäl-

⁴⁸ Se s. 3 i Emissionsreglerna.

⁴⁹ Se s. 3 f. i Emissionsreglerna (under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵⁰ Se s. 3 i Emissionsreglerna.

⁵¹ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 1 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵² Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 1 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵³ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 1 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵⁴ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 1 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

las tydligt framgå av det förstnämnda pressmeddelandet.⁵⁵ Om bolaget har bestämt eller ska bestämma emissionskursen genom ett så kallat bookbuildingförfarande eller genom en oberoende värdering ska detta anges i pressmeddelandet.⁵⁶ Om något annat förfarande har använts eller ska användas ände nyss nämnda metoderna ska bolaget redovisa dels att så har skett eller ska ske, dels hur marknadsmässigheten säkerställts eller ska säkerställas genom förfarandet i det enskilda fallet.⁵⁷

Det framgår vidare av Emissionsreglerna att det andra pressmeddelandet, om utfallet av en riktad kontantemission, ska innehålla information om vilka som tecknat aktier i emissionen.⁵⁸ Kravet varierar dock beroende på vilket sätt emissionen genomförs. Om bolaget genomfört emissionen (a) genom ett på ett adekvat sätt utformat bookbuildingförfarande (som beskrivits ovan) är det enligt Emissionsreglerna tillräckligt att ange att teckningen har skett i enlighet med det nämnda förfarandet samt till vilka investerarkategorier aktietecknarna hör.⁵⁹ Om befintliga större aktieägare däremot tecknat en inte obetydlig andel av emissionen ska de aktieägarna anges i pressmeddelandet.⁶⁰ Vad som exakt avses med ”större aktieägare” och ”en inte obetydlig andel” framgår inte av Emissionsreglerna, och bedömningen måste göras i varje enskilt fall utifrån bolagets ägarstruktur och de tilldelningsprinciper som tillämpats vid det specifika emissionsförfarandet. I de fall (b) emissionen riktas till vissa på förhand bestämda investerare ska det i pressmeddelandet anges vilka dessa är.⁶¹ Om investerarkretsen omfattar en viss eller vissa befintliga aktieägare ska skälen till varför dessa fått teckna aktier i emissionen också anges i pressmeddelandet.⁶²

⁵⁵ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 2 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵⁶ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 2 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵⁷ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt 2 under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵⁸ Se s. 3 i Emissionsreglerna (under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁵⁹ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt a under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁶⁰ Se s. 3 i Emissionsreglerna (se punkt a under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁶¹ Se s. 4 i Emissionsreglerna (se punkt b under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

⁶² Se s. 4 i Emissionsreglerna (se punkt b under rubriken *Information i samband med beslut om en riktad kontantemission samt utfallet därav*).

Utveckling i riktning mot transparens

Genomgången av god sed på aktiemarknaden avseende frågor om riktade kontantemissioner visar en successiv utveckling mot ökad transparens genom större fokus och krav på informationsgivning i samband med beslut om sådana emissioner. Rena aktiebolagsrättsliga bedömningar, resonemanget kring säkerhetsmarginal till det aktiebolagsrättsligt otillåtna eller den uttryckliga kopplingen till den aktiebolagsrättsliga tillåtligheten som förutsättning för förenligheten med god sed, vilka funnits i Aktiemarknadsnämndens tidigare uttalanden och den tidigare gällande rekommendationen, återfinns inte längre i de nya Emissionsreglerna eller i de uttalanden som nämnden gjort de senaste åren. Det synes dock tveksamt, givet vad ASK uttalat i samband med offentliggörandet av Emissionsreglerna,⁶³ om detta ska förstås som att en sådan säkerhetsmarginal inte längre ska tillämpas.

Vid den tidpunkt då Johansson gjorde sin genomgång förefaller god sed på emissionsområdet ha inneburit något som är *lika med och utöver* vad som följer av aktiebolagslagen. Analysen håller sannolikt även i dag. En nyemission som genomförs med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt är enligt gällande Emissionsregler normalt godtagbar från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ”om det utifrån omständigheterna i det enskilda fallet på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten”.⁶⁴ Ansvar att förvissa sig om att så är fallet ligger på bolagets styrelse. Beslutet om en riktad kontantemission ska först *föregås* av en analys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission i ljuset av förhållandena i det *enskilda* bolaget. Emissionskursen ska därutöver bestämmas på ett sätt som säkerställer *marknadsmässighet*, vilket det också ankommer styrelsen att ansvara för. Innehållet av förhandsanalysen, det vill säga de bolagsspecifika skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt, och själva prissättningsförfarandet ska enligt Emissionsreglerna *tydligt redovisas* på ett sätt som ger aktieägarna och marknaden en möjlighet att bedöma de överväganden som låg bakom beslutet och grunderna för teckningskursen i förhållande till omständigheterna i det enskilda bolaget. Emissionsreglerna innefattar också krav på information till aktieägarna och marknaden om vilka som tecknat aktier i den genomförda riktade kontantemissionen.

⁶³ Se avsnittet *God sed tydliggörs – Aktiemarknadens självregleringskommittés nya regler om riktade kontantemissioner* ovan.

⁶⁴ Se s. 2 i Emissionsreglerna.

Under de senaste åren, genom såväl Aktiemarknadsnämndens uttalanden AMN 2021:41 och AMN 2022:36 som ASK:s nya Emissionsregler vilka inkorporerar nämndens nyssnämnda praxis, har konturerna av god sed på aktiemarknaden vid riktade kontantemissioner, i förhållande till de aktiebolagsrättsliga kraven, blivit tydligare med ökat fokus på informationsgivning. Emissionsreglerna trädde i kraft den 1 september 2023, och på samma sätt som när det gällde tillämpningen av den tidigare gällande rekommendationen ankommer det på nämnden att i enskilda fall uttala sig om tolkning och tillämpning av Emissionsreglerna. Några nämnduttalanden i fråga om tolkning av det nyssnämnda regelverket har i skrivande stund inte ännu gjorts. Hur konturerna kommer att arta sig får framtiden visa.