

# **Generalklausulens tillämplighet vid riktningbeslut**

**Under vilka förutsättningar  
kan företrädesrätten åsidosättas  
utan att stå i strid med aktiebolagslagen  
eller god sed på aktiemarknaden**

Aksel Eilard

Kandidatuppsats i handelsrätt

HARH12

HT2015

Handledare

Niklas Arvidsson



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

# Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>Ämne och bakgrund</b>	<b>5</b>
1.1	Ämne och bakgrund	5
1.1.1	Aktiebolagets konstruktion och grundproblem	6
1.1.2	Generalklausulen och likhetsprincipen	6
1.1.3	Kapitalanskaffning	7
1.1.4	Röstvärdesutspädning	7
1.1.5	Substantiell utspädning	8
1.1.6	Företrädesemissioner	9
1.2	Syfte och frågeställning	10
1.3	Metod och material	11
1.4	Avgränsningar	12
1.5	Disposition	12
<b>2</b>	<b>Ökning av aktiekapital</b>	<b>13</b>
2.1	Fondemission	13
2.2	Apportemissioner	14
2.3	Riktade nyemissioner	14
2.3.1	Beslut om riktad nyemission	15
2.3.2	Röstvärdesutspädning	16
2.3.3	Ekonomisk utspädning	16
<b>3</b>	<b>Aktieägarskyddet</b>	<b>18</b>
3.1	Företrädesrätten	18
3.1.1	Primär företrädesrätt	18
3.1.2	Teckningsrätt och subsidiär företrädesrätt	18
3.2	Avvikelser från företrädesrätten – <i>tre klandergrunder</i>	19
3.2.1	Godtagbara skäl till avvikelse	21
3.3	Likhetsprincipen	22
3.4	Generalklausulen	22
3.4.1	De berörda parterna	23
3.4.2	Otillbörlighetsrekvisitet	25
3.4.3	”Företagsekonomisk riktighet”	25
3.5	AMN och begreppet god sed på aktiemarknaden	27
<b>4</b>	<b>Generalklausulen och AMN vid riktade nyemissioner</b>	<b>29</b>
4.1	Otillbörlighet genom emissionsrabatt	29
4.1.1	Emissionsrabatter enligt AMN	31
4.2	Rikttningsbeslut till befintliga aktieägare	32
4.3	Otillbörlighet i form av maktförskjutning	33
<b>5</b>	<b>Avslutande kommentarer</b>	<b>36</b>
5.1	Klandergrunden <i>emissionsrabatter</i>	36
5.2	Klandergrunden <i>maktförskjutning</i>	37
5.3	Klandergrunden <i>riktade emissioner till befintliga aktieägare</i>	37
5.4	Sammanfattande slutsatser	38

## Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag 2005:551
AMN	Aktiemarknadsnämnden
HD	Högsta domstolen
HovR.	Hovrätten
Jfr	Jämför
Kap.	Kapitel
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Regeringens proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
TR	Tingsrätten

## Sammanfattning

Uppsatsen behandlar förhållandet mellan de aktieägarskyddsregler, primärt generalklausulen i ABL, och en avvikelse från företrädesrätten enligt en bestämmelse i emissionsbeslutet. Syftet är att klargöra under vilka förutsättningar en riktad nyemission kan göras utan att stå i strid med generalklausulen eller den av Aktiemarknadsnämnden (AMN) stadgade *god sed på aktiemarknaden*.

Frågan om en riktad emissions tillåtlighet kretsar till stora delar kring om den eventuella fördel som den emissionen riktas till, kan anses vara av otillbörlig karaktär. Utredningen av otillbörlighetsrekvisitet i generalklausulen sker med hjälp av doktrin, och rör centrala begrepp från förarbetena.

Generalklausulens tillämplighet analyseras specifikt i tre typfall som ofta aktualiseras i samband med riktade nyemissioner av aktier. Dessa tre klandergrunder är: *emissionen sker med för stor emissionsrabatt*, *emissionen sker till en befintlig aktieägare* och *emissionen medför att styrkeförhållandena i bolaget förändras*.

I uppsatsens slutsatser konstateras att rättsläget på området förefaller något oklart och någon tydlig gräns vad som konstituerar en tillåten riktad nyemission respektive en otillåten finns inte. Generalklausulens tillämplighet avgörs helt och hållet genom otillbörlighetsrekvisitet vilket är ett i sammanhanget svårdefinierat begrepp. Det kan konstateras att någon tydlig gräns för vilka emissionsvillkor som anses strida mot generalklausulen inte finns, utan bedömningen bör istället göras utifrån de specifika omständigheter som omgärdar vart och ett av fallen.

# 1 Ämne och bakgrund

## 1.1 Ämne och bakgrund

Denna uppsats syftar till att redogöra för och beskriva de problem som kan uppstå för aktieägare vid riktade nyemissioner i aktiebolag. Här kommer att redogöras för vad gällande rätt stipulerar i fall där en emission avviker ifrån företrädesrätten till följd av ett rikttningsbeslut enligt 13 kap. 1 § 2 st. 2c ABL med utgångspunkt och generalklausulen.<sup>1</sup>

Svensk aktiebolagsrätt innehåller en rad olika skyddsbestämmelser för minoritetsägare i olika aspekter av ett aktiebolags verksamhet. De viktigaste av dessa torde vara likhetsprincipen<sup>2</sup> och generalklausulerna.<sup>3</sup> I det specifika fall som omfattar riktade nyemissioner är generalklausulen av särskilt stor betydelse för att tillförsäkra att en minoritetsägare inte blir utsatt för en nackdel till följd av en kontrollägares eventuella majoritetsmissbruk. Det förefaller viktigt att klargöra denna skyddsbestämmelses tillämpning i emissionssammanhang då konsekvenserna för en minoritetsägare kan bli mycket allvarliga både ur ett ekonomiskt och ett inflytelseperspektiv. Det faktum att det skett mer än fem gånger så många riktade nyemissioner än företrädesemissioner på senare år<sup>4</sup> gör även det att tillämpningen av generalklausulen i denna kontext blir aktuell.

Nedan kommer den potentiella intressekonflikten mellan nya och befintliga aktieägare att redogöras för samt hur den tar sig uttryck vid riktade nyemissioner. Vidare kommer processen för hur traditionella nyemissioner med företrädesrätt genomförs att avhandlas samt hur lagstiftaren tagit rätta på de utspädningseffekter som kan uppstå för aktieägare vid nyemissioner.

---

<sup>1</sup> 7 kap. 47 § ABL

<sup>2</sup> 4 kap. 1 § ABL

<sup>3</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 20

<sup>4</sup> Ibid. s. 230

### 1.1.1 Aktiebolagets konstruktion och grundproblem

Beslutsfattandet i svensk aktiebolagsrätt bygger på majoritetsprincipen. Detta innebär att den eller de aktieägare i ett bolag som företräder en majoritet av rösterna är berättigad(e) att fatta beslut för bolagets räkning – denne (dessa) innehar den s.k. förvaltningskompetensen. Stora delar av aktiebolagslagen kretsar kring att skapa maktbalans mellan olika intressenter i aktiebolag. En sådan intressekonflikt kan vara den mellan bolaget och dess borgenärer; en annan den mellan bolagets ledning och aktieägarna. Den intressekonflikt som för denna uppsats blir relevant är den som kan uppkomma mellan befintliga och nya aktieägare i samband med att bolaget emitterar nya aktier. Det finns i sådana situationer bl.a. en risk att maktstrukturen i bolaget förändras till följd av röstvärdesutspädning.<sup>5</sup> För att undvika situationer där minoritetsägare i aktiebolag blir mer eller mindre maktlösa i förhållande till en eller flera kontrollägare innehåller därför ABL en rad olika bestämmelser som syftar just till att tillvarata minoritetsägares intressen vid just riktade nyemissioner.

### 1.1.2 Generalklausulen och likhetsprincipen

Vid sidan av de specifika bestämmelser som skyddar var och en av intressenterna i respektive intressekonflikt finns i svensk aktiebolagsrätt även likhetsprincipen och två generalklausuler.<sup>6</sup> Likhetsprincipen stipulerar att alla *aktier* av samma slag har lika rätt i bolaget, med utrymme för vissa undantag.<sup>7</sup> Syftet med likhetsprincipen är att förhindra förändringar i aktiers andelsrelation.<sup>8</sup> Generalklausulerna å sin sida tar sikte på och förbjuder stämman respektive styrelsen, VD eller andra ställföreträdare för bolaget att fatta beslut som är *ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare*. 7 kap. 47 § ABL tar sikte på stämmobeslut och 8 kap 41 § ABL på beslut av andra organ än stämman, exempelvis styrelse, VD eller andra ställföreträdare för bolaget. Eftersom uppsatsen behandlar ämnet riktade nyemissioner vilka bygger på beslut fattade av stämman kommer därför fortsättningsvis endast bestämmelsen som omfattar just stämmobeslut att avhandlas. Med generalklausulen avses härfter alltså 7 kap. 47 § ABL.

---

<sup>5</sup> Se kap. 2.3.2

<sup>6</sup> 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL

<sup>7</sup> 4 kap. 2 – 5 §§ ABL

<sup>8</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 62

Generalklausulen tar inte rätta på ett specifikt problem inom aktiebolagsrätten utan fungerar snarare som en övergripande skyddsregel som kan komma att åberopas av aktieägare i många olika situationer. Vid sidan av dessa utgör även verksamhetssyftet och verksamhetsföremålet en viktig del av aktieägarskyddet. Dessa två förefaller dock inte bli nämnvärt relevanta i fall som omfattar riktade nyemissioner och kommer därför bara att nämnas i korthet.

### **1.1.3 Kapitalanskaffning**

Kapitalanskaffning kan ske på en rad olika sätt och är i sig en grundförutsättning för en fungerande aktiemarknad. Vanligtvis sker detta genom en av två metoder; den ena är genom traditionell belåning där bolag mottager kontanter eller andra tillgångar mot att bolaget åtar sig att återbetala med ränta eller andra premier gentemot borgenären, hit hör traditionella banklån och andra typer av försträckningar.<sup>9</sup> En annan form av kapitalanskaffning är nyemission. Om stämman fattar ett emissionsbeslut kommer bolaget att emittera *nya* aktier, på så vis ådrar sig inte bolaget några fordringar eller räntor i utbyte mot det nya kapitalet. Det uppstår alltså inte något fordringsförhållande mellan bolaget och aktietecknaren varför metoden är vanlig vid exempelvis företagsrekonstruktioner. Den outtalade motprestationen från bolagets sida, respektive förhoppningen hos en investerare, torde istället vara vinstutdelning och en positiv kursutveckling i enlighet med vinstsyftet.<sup>10</sup> En nyemission kan utgöras av antingen en företrädesemission där, som namnet antyder, befintliga aktieägare har företrädesrätt till de nya aktierna, eller genom emissionen riktas till en specifik grupp, individ eller andra rättssubjekt.

### **1.1.4 Röstvärdesutspädning**

När ett bolag emitterar nya aktier ökar både antalet aktier och aktiekapitalet i bolaget enligt de av stämman fastställda emissionsvillkoren. Som ett resultat av detta kommer en aktieägare som inte deltar i nyemissionen se sin andel aktier minska i förhållande till det nya totala antalet aktier efter emissionen. En sådan effekt innebär att aktieägarens inflytande minskar i form av ett reducerat antal rösträtter i bolaget, detta

---

<sup>9</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s.204

<sup>10</sup> 3 kap. 3 § ABL

kallas röstvärdesutspädning. Utspädningen kan drabba en aktieägare mer eller mindre, avhängigt av hur många nya aktier som emitteras i förhållande till det tidigare totala antalet aktier. Röstvärdesutspädning är en av de eventuella nackdelar som kan drabba en befintlig aktieägare till följd av en riktad nyemission och där generalklausulen eventuellt vinna tillämpning.

### **1.1.5 Substantiell utspädning**

De utspädningseffekter som kan drabba aktieägare begränsas inte till röstvärdesutspädning utan omfattar även s.k. substantiell eller ekonomisk utspädning. För att attrahera placerare till en riktad nyemission sätts teckningskursen i regel något lägre än aktuellt marknadspris för aktien. Som en konsekvens av denna emissionsrabatt lider de aktieägare som inte deltar i emission en ekonomisk förlust,<sup>11</sup> vilket utvecklas vidare i avsnitt 2.3.3.

Frågan om varför överhuvudtaget emissionsrabatter ges då de ger icke-deltagande aktieägare en nackdel är befogad. Utan emissionsrabatter skulle det finnas mindre incitament för investerare att delta i nyemissionen. Vidare skulle det, om det rör ett aktiemarknadsbolag, gå att teckna aktierna på en börs till marknadspris, förutsatt att marknaden är likvid. Emissionsrabatter ges eftersom det ur ett företagsekonomiskt perspektiv är mycket viktigt att emissionen fulltecknas. För att möjliggöra fullteckning skapar man med emissionsrabatten bättre förutsättningar för en fulltecknad nyemission genom att erbjuda aktierna till en något mer attraktiv teckningskurs än till marknadspris.<sup>12</sup> Emissionsrabatter kan också ges för att attrahera en specifik investerare att delta i emissionen. Emissionsrabatten är dock lagreglerad till en minimigräns. ABL föreskriver att teckningskursen inte får understiga aktiens kvotvärde<sup>13</sup>, d.v.s. kvoten av aktiekapitalet genom antalet aktier.<sup>14</sup> Vad beträffar aktiemarknadsbolag vars aktier ”är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet” får

---

<sup>11</sup> Skog, 2009, s. 59

<sup>12</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 260

<sup>13</sup> 13 kap. 4 § 3 st. ABL

<sup>14</sup> 1 kap. 6 § ABL



teckningskursen sätts lägre än kvotvärdet, under förutsättning att differensen mellan kvotvärdet och teckningskursen tillskjuts av bolaget självt.<sup>15</sup>

Någon annan vägledning för prissättning vid nyemissioner ger inte nuvarande lagstiftning, vilket ger upphov till frågor kring emissionsrabattens storlek. Rabattens storlek torde vara en balansgång mellan ett bolags möjlighet att fullteckna en nyemission och en eventuell otillbörlig fördel för de teckningsberättigade vilka i sådana fall tillskansas den på bekostnad av andra aktieägare. För vidare resonemang kring *för stora emissionsrabatter* se avsnitt 4.1.

### 1.1.6 Företrädesemissioner

De tidigare nämnda utspädningseffekterna blir sällan verklighet för aktieägare då det är tal om företrädesemissioner, vilket anses vara det normala tillvägagångssättet.<sup>16</sup> Lagstiftaren har tagit rätta på utspädningseffekterna genom införandet av företrädes- och teckningsrätt. Företrädesrätten innebär i korta ordalag att befintliga aktieägare vid en nyemission har rätt att teckna nya aktier i proportion till deras befintliga innehav.<sup>17</sup> Denna bestämmelse kan ses som en del av minoritetsskyddet vid kapitalanskaffning.<sup>18</sup> Tanken är att den enskilde aktieägarens andel i bolaget skall öka procentuellt likvärdigt med det totala antalet aktier. På så vis bibehåller aktieägaren sitt inflytande i bolaget även efter en nyemission. Ett sådant förfarande bygger naturligtvis på att aktieägaren vill fortsätta investera i bolaget i fråga och att denne i sådana fall har ekonomiska resurser som tillåter detta. Skulle en befintlig aktieägare inte ha möjlighet att delta i en företrädesemission finns ytterligare ett skyddsnät som begränsar eller helt och hållet uppväger den ekonomiska förlust som emissionsrabatten resulterar i. Detta sker genom att de teckningsberättigade befintliga aktieägarna får s.k. teckningsrätter, se avsnitt 3.1.2.

Denna uppsats kommer dock inte att behandla ämnet företrädesemissioner i någon större utsträckning utan kommer i huvudsak att beröra riktade nyemissioner där man

---

<sup>15</sup> 13 kap 4 § 3 st. ABL

<sup>16</sup> 13 kap 1 § ABL

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Prop. 1973:93: s 40

istället gör avsteg från företrädesrätten och de skyddsmekanismer (företrädes- och teckningsrätt) som tidigare beskrivits blir satta ur spel.

## 1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med denna uppsats är att närmare granska de bestämmelser i ABL som avser att tillvarata minoritetsägares intressen vid riktade nyemissioner. I uppsatsen utreds och besvaras frågan om under vilka förutsättningar nuvarande lagstiftning tillåter en avvikelse från företrädesrätten för befintliga aktieägare utan att stå i strid med generalklausulen.

Att försöka bringa klarhet i hur generalklausulen skall tolkas vid riktade nyemissioner blir extra viktigt med tanke på den omfattande och kostbara juridiska process en aktieägare kan tänkas behöva driva för att hävda sin rätt genom klandertalan i ett sådant fall. Vidare är det viktigt att klargöra hur skyddet för minoritetsägare faktiskt fungerar och tillämpas vad beträffar bolag med ett koncentrerat ägande, exempelvis små- och familjeföretag. Det är i sådana fall vanligt att ägarkonstellationen utgörs av enbart en handfull ägare. Majoritetskravet om två tredjedelar om rösterna på stämman som krävs för att genomdriva ett riktningsbeslut kan i sådana fall med lätthet uppfyllas av en eller två enskilda aktieägare som i så fall på egen hand kan förändra styrkeförhållandena i bolaget totalt.

Vid analysen av generalklausulens tillämpning på riktningsbeslut framgår av doktrinen tre typfall där bestämmelsen kan komma att bli aktuell, vilka listas här nedan.<sup>19</sup> Generalklausulen kan förvisso komma att aktualiseras även i andra situationer men jag kommer ändå i stor utsträckning uppehålla mig vid de tre klandergrunder nedan.

- Nyemissionen genomförs till alltför stor rabatt
- Nyemissionen riktas till en befintlig aktieägare
- Nyemissionen medför att styrkeförhållandena mellan aktieägarna rubbas.

---

<sup>19</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 231

Samtliga av dessa situationer kan innebära en otillbörlig fördel för den eller de som emissionen riktas till på bekostnad av andra aktieägare eller hela aktieägarkollektivet. Det blir därför rimligt att ta utgångspunkt i dessa tre situationer vid bedömningen av generalklausulens tillämplighet.

En annan relevant frågeställning är hur aktiemarknadens självregleringsorgan skall vägas in i rättsläget. Får brott mot god sed på aktiemarknaden aktiebolagsrättslig verkan och blir generalklausulen överhuvudtaget tillämplig om nackdelen gentemot aktieägare inte är aktiebolagsrättsligt förankrad utan istället innebär brott mot god sed? Det talas i uttalanden från AMN om *objektiva skäl* och *illojalt syfte*. Dessa begrepp spelar sannolikt en stor roll i sammanhanget och jag kan därför inte avstå från att behandla dem, dock inte med samma grundlighet som huvudfrågan.

### 1.3 Metod och material

I uppsatsen tillämpas rättsdogmatisk metod. För att ta reda på gällande rätt i frågorna ovan kommer därför uteslutande rättskällor att användas.<sup>20</sup> I enlighet med rättsdogmatisk metod *skall* därmed lagtext beaktas; förarbeten och prejudikat *bör* beaktas; underrättsavgöranden, doktrin samt myndighetsuttalanden *får* beaktas.<sup>21</sup> En ingående analys av ABL:s uppbyggnad på området samt förarbeten till denna blir den primära källan. Vidare kommer även, om än i mindre omfattning, prejudicerande fall att användas. Doktrin som specifikt behandlar nyemissioner inom svensk aktiebolagsrätt verkar inte finnas i överflöd men i den mån det är befogat kommer även denna att användas. Framför allt propositionen till införandet av möjligheten att göra riktade nyemissioner i samband med grundandet av de *allmänna pensionsfonderna* (AP-fonderna)<sup>22</sup> kan komma att bringa klarhet i hur bestämmelsen är tänkt att fungera.<sup>23</sup>

Avseende emissionsrabatterna finns bristfälligt med material att finna i de traditionella rättskällorna varför det kan bli aktuellt att söka denna information i uttalanden från AMN. Sådana uttalanden är förvisso inte att klassa som en traditionell

---

<sup>20</sup> Sandgren, 2006, s. 39

<sup>21</sup> Peczenik, 2005 s. 249

<sup>22</sup> Prop. 1973/93: s. 71

<sup>23</sup> Skog, 2006, s. 59

rättskälla men bör ändå inkluderas då aktiemarknadsbolag ofta har en avtalsrättslig skyldighet att efterleva dess riktlinjer. Uttalanden från AMN kommer i rättskällevärde att jämföras med doktrin på området och därmed inte utgöra min primära grund för argumentation.

## 1.4 Avgränsningar

Eftersom uppsatsen enbart behandlar svensk aktiebolagsrätt finns det inga skäl att söka i rättskällor som ligger utanför just svensk aktiebolagsrätt. Jag kommer i uppsatsen inte att göra några utsvävningar i andra former än riktade kontantemissioner, annat än att i korthet nämna hur apportemissioner fungerar. Dessa kommer alltså inte enskilt att vägas mot generalklausulen vid nyemissioner.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen kommer att delas upp i fem kapitel där ett huvudämne med tillhörande underrubriker kommer att avhandlas i varje kapitel. Det första kapitlet i uppsatsen kommer att fungera som en inledning och innehålla bakgrund till ämnet, syfte och frågeställning samt metod och avgränsningar. Det andra kapitlet skall ge en överblick över själva emissionsförfarandet samt de utspädningseffekter som kan bli konsekvenserna av en riktad nyemission. Kapitel 3 avhandlar det skydd en aktieägare har när ett bolag beslutar att öka sitt aktiekapital. De skyddsbestämmelser som redogörs för i kapitlet är både i form av lagstiftning och rekommendationer från AMN. Den skyddsbestämmelse som här är av störst vikt och därför ges mest utrymme är generalklausulen och de rekvisit som hör den till. I kapitel 4 appliceras generalklausulen på riktade nyemissioner med utgångspunkt i de frågeställningar som nämnts i frågeställningen; *för stora emissionsrabatter, riktningsbeslut till befintlig aktieägare och förändringar i styrkeförhållandet efter en riktad nyemission*. I detta kapitel sker i huvudsak analysen som syftar till att bringa klarhet i hur generalklausulen tolkas vid riktade nyemissioner. Vid utredningen av generalklausulens tillämplighet sker i detta kapitel utredning av centrala begrepp för att klargöra gällande rätt. Det femte och sista kapitlet innehåller analys och egna slutsatser av det som nämnts i tidigare kapitel, också enligt de tre klandergrunder som utgör frågeställningens centrala del.

## 2 Ökning av aktiekapital

För att öka sitt aktiekapital kan ett bolag använda sig av en rad olika typer av emissionsförfaranden. Regelverket kring kapitalanskaffning finns i 11 – 16 kap. ABL där 13 kap. ABL avhandlar nyemissioner. Vid sidan av nyemissioner kan företag använda sig av många andra emissionsformer för att anskaffa kapital. Några av dessa är kvittningsemission, apportemission etc. Dessa faller dock utanför uppsatsens frågeställning om kommer därför bara att beröras översiktligt.

Beslut om ökning av aktiekapital genom nyemission kan som tidigare nämnts få stora konsekvenser för aktieägarna varför beslutet är förbehållet stämman.<sup>24</sup> Att sammankalla samtliga aktieägare till stämma för att fatta ett emissionsbeslut kan dock många gånger vara svårt och tidsödande. Lagstiftningen tillåter därför att styrelsen oberoende av stämman kan fatta emissionsbeslut om stämman antingen i förväg eller efter genomförandet bemyndigar styrelsen att genomföra emissionen.<sup>25</sup>

### 2.1 Fondemission

Vid sidan av nyemissioner kan ett företag också göra s.k. fondemissioner. En sådan innebär inte att något *nytt* kapital inflyter utan att tillgångar istället flyttas från fritt eget kapital till bundet eget kapital. En fondemission ger istället en högre kreditvärdighet då ett större bundet eget kapital är värdesatt bland bolagets borgenärer. Fondemissioner får ingen egentlig verkan för aktieägare varken vad gäller aktiernas värde eller röstvärde utan är snarare att betrakta som en bokföringsmässig åtgärd. Till trots för att det inte tillförs några nya medel är detta en viktig åtgärd eftersom en stärkt balansräkning i form av ett större bundet eget kapital kan möjliggöra annan finansiering. I likhet med nyemissioner har aktieägarna även vid fondemission rätt till de nya aktierna i förhållande till det gamla innehavet, denna rätt kallas fondaktierätt.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> 11 kap. 2 § ABL

<sup>25</sup> 13 kap. 5 § ABL

<sup>26</sup> Sandström, 2012, s.124

## 2.2 Apportemissioner

Apportemissioner avser inte kontanta medel utan sådan egendom som bolaget på ett eller annat sätt kan ha nytta av i sin verksamhet som den beskrivs i bolagsordningen.<sup>27</sup>

Apportemissioner är per definition riktade mot en specifik aktietecknare då en ”vanlig” aktieägare inte förväntas ha den specifika tillgången som bolaget behöver och gör därmed alltså avsteg från företrädesrätten.<sup>28</sup> Apportegendom regleras enligt samma bestämmelser som stadgas i ABL:s andra kapitel om bolagets bildande.<sup>29</sup> Apportemissioner är en av situationerna där lagstiftaren infört en avvikelse från företrädesrätten vilket redogörs för närmare i kap 3.2.

## 2.3 Riktade nyemissioner

Den i ABL stadgade företrädesrätten hos befintliga aktieägare går under vissa förutsättningar att åsidosätta om det finns skäl som medger det. Att åsidosätta företrädesrätten och istället rikta en emission till andra rättssubjekt än det befintliga aktieägarkollektivet leder som regel till en nackdel för de icke-deltagande aktieägarna. Riktade nyemissioner grundar sig ofta i att bolaget vill knyta värdefull kompetens eller penningstarka finansiärer till bolaget.

Riktade nyemissioner har inte alltid varit förenligt med svensk aktiebolagsrätt. I slutet av 1970-talet skedde en uppluckring av lagstiftningen där man släppte på den tidigare ovillkorliga företrädesrätten för befintliga aktieägare.<sup>30</sup> Detta för att i större utsträckning möjliggöra att emissionerna fulltecknades. Det hade tidigare inte varit ovanligt att företrädesemissioner inte fulltecknades, införandet av möjligheten att rikta emissioner var således ett tilltag från lagstiftaren för att underlätta kapitalanskaffningen inom svenskt näringsliv.<sup>31</sup> Ytterligare en bidragande orsak, menar Westermarck och Lagercrantz, var att låta de nyligen inrättade *Allmänna pensionsfonderna* (AP-fonderna) kunna gå in som aktieägare.<sup>32</sup> Lagförändringen blev dock långt mer generell än att omfatta enbart AP-fonderna.<sup>33</sup> Denna rättsliga uppluckring är kontroversiell på så vis att även om avvikelsen från företrädesrätten är

---

<sup>27</sup> Sandström, 2012, s. 113

<sup>28</sup> Ibid. s. 121

<sup>29</sup> 2 kap. 6 -7 §§ ABL

<sup>30</sup> Prop. 1973:93 s. 71.

<sup>31</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 213 samt Bergström & Samuelsson, 2012, s. 255

<sup>32</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 213

<sup>33</sup> Rodhe, 2000, s. 56

väl motiverad så innebär den de facto att särbehandling medges. Minoritetsskyddet verkar här ha fått ge vika för bolagets möjligheter till kapitalanskaffning.

### 2.3.1 Beslut om riktad nyemission

I tidigare aktiebolagslag kunde riktningsbeslut fattas med enkel majoritet fram till dess att aktiebolagslagen anpassades till EG:s krav år 1995.<sup>34</sup> I samband därmed infördes krav på kvalificerad majoritet - två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna för riktade emissioner vilket också är nu gällande pluralitetskrav.<sup>35</sup>

Genom en avvikelse från företrädesrätten kan stämman besluta att emissionen ska riktas till ett specifikt rättssubjekt. Dessa kan utgöras av andra juridiska eller fysiska personer. Vidare är det möjligt att rikta en emission till en befintlig aktieägare, även om ett sådant förfarande kompliceras något i förhållande till likhetsprincipen.<sup>36</sup>

Eftersom en avvikelse alltid leder till någon form av nackdel för de icke-deltagande aktieägarna ställer lagstiftaren som krav att skälen till avvikelsen läggs fram i emissionsförslaget tillsammans med grunden för teckningskursen.<sup>37</sup> Enligt lagmotiven kan utläsas att lagstiftaren kräver att det ska föreligga ”objektivt godtagbara skäl” till grund för avvikelsen från företrädesrätten.<sup>38</sup> De objektivt godtagbara skäl som lagmotiven förordar utvecklas inte närmare, inte heller ABL ger någon vägledning för vad som kan anses vara godtagbara skäl eller ej. Aktieägarna behöver själva ta ställning till om de angivna skälen i emissionsförslaget är förenliga med generalklausulen eller inte.<sup>39</sup> Även om lagmotiven inte ger någon konkret vägledning för vad som är att betrakta som objektivt godtagbara skäl nämner doktrinen på området ett antal skäl som enligt författarna kan anses godtagbara för ett riktningsbeslut.<sup>40</sup>

---

<sup>34</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 2015, 3.1, Lexino

<sup>35</sup> 4 kap. 2 § 2 st. ABL

<sup>36</sup> 4 kap. 1 § ABL

<sup>37</sup> 13 kap. 4 § ABL

<sup>38</sup> SOU 1971:15 s. 175.

<sup>39</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 223

<sup>40</sup> Se kap 3.2.1

### 2.3.2 Röstvärdesutspädning

I fall där riktade nyemissioner genomförs kommer åtminstone en av två utspädningseffekter att drabba den eller de aktieägare som inte deltar i emissionen. En befintlig aktieägars aktiepost i bolaget kommer att minska i förhållande till det totala antalet aktier i bolaget efter nyemissionen. Hur stor denna utspädning blir kommer an på hur många nya aktier som emitteras i förhållande till det gamla antalet. Denna nackdel kan få olika konsekvenser för olika aktieägare avhängigt av storleken på deras tidigare innehav. Skulle en nyemission få till följd att en tidigare aktieägars andel i bolaget krymper till under tio procent innebär det att denne går miste om de minoritetsrättighetsregler som finns i ABL.<sup>41</sup> En sådan ägarandelsminskning skulle även i förlängningen kunna innebära att den parten med mindre än tio procent kan riskera att mista hela innehavet med hänvisning till reglerna om tvångsinlösen av kontrollägaren.<sup>42</sup>

### 2.3.3 Ekonomisk utspädning

Icke-deltagande aktieägare ser ofta sitt innehav något devalverat efter en nyemission. Detta eftersom ett emitterande bolag normalt erbjuder en s.k. emissionsrabatt. Detta tilltag är för att attrahera placerare till emissionen och därigenom säkerställa att en emission blir fulltecknad. Teckningskursen för de teckningsberättigade blir som följd av emissionsrabatten inte densamma som det aktuella värdet på aktien. Av den anledningen ökar inte bolagets kapital proportionerligt med hur antalet aktier ökar.<sup>43</sup> Omfattningen av sådan ekonomisk utspädning beror på hur stor emissionsrabatt som erbjuds samt hur många aktier som emitteras. Den emissionsrabatt en nytecknare erbjuds är en slags riskpremie på grund av den informationsasymmetri som föreligger. En utomstående potentiell aktietecknare anses ha mindre information tillhanda än en befintlig aktieägare och kan därför inte fatta ett lika välgrundat affärsbeslut.<sup>44</sup>

Emissionsrabatter kan utgå både vid företrädesemissioner och vid riktade emissioner. Rabatterna vid riktade emissioner är dock som regel högre på grund av den nyss nämnda informationsasymmetri som gör att risken för en utomstående tecknare blir

---

<sup>41</sup> 7 kap 13 § 2 st., 10 kap 21-22 §§, 18 kap 11 § ABL

<sup>42</sup> 22 kap 1 § ABL

<sup>43</sup> Prop. 1973:93: s. 70

<sup>44</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 265



större än för de befintliga aktieägarna.<sup>45</sup> Ytterligare en bidragande orsak till asymmetrisk information och därmed större emissionsrabatter är om det emitterande bolaget är litet eller medelstort. Bergström och Samuelsson menar att det i sådana fall kan vara svårt eller kanske till och med omöjligt att kartlägga hur företaget presterat i det förflutna, vilket ger externa finansiärer ett mindre informationsunderlag än interna.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Ibid.

<sup>46</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 31

## 3 Aktieägarsskyddet

### 3.1 Företrädesrätten

Svensk aktiebolagsrätt innehåller som motpol till den tidigare nämnda majoritetsprincipen en rad olika bestämmelser som tillförsäkrar att även minoritetsägare skall få sin röst hörd och skapa en viss trygghet för placerare att investera i aktiebolag.<sup>47</sup> Om inget annat anges i emissionsbeslutet är företrädesemissioner standardförfarandet när ett bolag skall genomföra en nyemission. Detta framgår av 13 kap. 1§ ABL där företrädesrätten stadgas, med utrymme för vissa undantag vilka redogörs för i avsnitt 3.2. Företrädesrätten har en tydlig koppling till likhetsprincipen då den ger alla aktieägare, eller åtminstone alla aktieägare av samma aktieslag, rätt att utnyttja den särskilt förmånliga teckningskursen som ofta sätts i nyemissionssammanhang.<sup>48</sup>

#### 3.1.1 Primär företrädesrätt

När ett bolag fattat ett emissionsbeslut uppkommer frågan om vem eller vilka som är berättigade att teckna dessa. I 13 kap. ABL som behandlar nyemissioner klargör tydligt att befintliga aktieägare skall ha rätt att teckna nya aktier i bolaget i förhållande till deras tidigare innehav. En aktieägare som innehar 50 procent av aktierna i ett bolag skall således bli berättigad att teckna ytterligare 50 procent av de nya aktierna för att dennes innehav skall vara proportionellt lika stort även efter emissionen. Detta kallas för *primär företrädesrätt*. Denna bestämmelse tillförsäkrar därför att en befintlig aktieägare inte skall få sin andel i bolaget utspädd.

#### 3.1.2 Teckningsrätt och subsidiär företrädesrätt

Vid företrädesemissioner får teckningsberättigade aktieägare s.k. teckningsrätter vilka berättigar ägaren att teckna aktier förhållande till det befintliga innehavet till en bestämd teckningskurs i nyemissionen. Teckningsrätterna kan givetvis användas för egen räkning, men om det av en eller annan anledning inte är möjligt att teckna egna aktier finns också möjligheten att omsätta teckningsrätterna. Det pris en aktieägare i så fall får för sina teckningsrätter skall fungera som en slags kompensation för den

---

<sup>47</sup> Skog, 2006, s. 23

<sup>48</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 2015, 13 kap. 1§ Lexino

devalvering det befintliga innehavet drabbas av. Ofta är teckningsrätterna betingade med en i bolagsordningen stadgad *subsidiär företrädesrätt* vilken innebär att teckningsrätterna i första hand skall erbjudas andra befintliga aktieägare innan de kan omsättas på en fri marknad.<sup>49</sup> Inte sällan anger bolagsordningen att sådana teckningsrätter som inte utnyttjas av aktieägare i första hand skall erbjudas till andra aktieägare. En sådan bestämmelse kallas *subsidiär företrädesrätt*.

### 3.2 Avvikelser från företrädesrätten – *tre klandergrunder*

När väl ett emissionsbeslut är fattat kan emissionen antingen ske i form av en företrädesemission<sup>50</sup> eller med en avvikelse från företrädesrätten vilket i så fall gör emissionen till en *riktad* nyemission. Lagen medger avvikelse från företrädesrätten om;

1. *aktierna skall betalas med apportegendom, eller*

2. *företrädesrätten skall regleras på annat sätt till följd av*

3 *sl*-a. *sådana föreskrifter i bolagsordningen som avses i 4 kap. 3 §,*

4 *sl*-b. *villkor som har meddelats vid en tidigare emission av teckningsoptioner eller vid en tidigare emission av konvertibler, eller*

5 *sl*-c. *bestämmelser i emissionsbeslutet.*

6 *sl*-*Aktier som bolaget självt eller dess dotterföretag innehar ger inte någon företrädesrätt.*<sup>51</sup>

Vad beträffar apportemissioner förefaller det självförklarande varför en sådan inte kan genomföras med företrädesrätt till befintliga aktieägare. Av rent praktiska skäl är inte ett sådant förfarande möjligt då en aktieägare i allmänhet inte förväntas ha den typen av apportegendom som emissionen avser.<sup>52</sup>

I det andra exemplet avser lagstiftaren *olika företrädesrätt* vilket innebär att ett aktieslag har företräde framför ett annat vid nyemissioner. Sådana i bolagsordningen

---

<sup>49</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 257

<sup>50</sup> 13 kap. 1 § ABL

<sup>51</sup> 13 kap. 1 § 2 st. ABL

<sup>52</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 2015, 13 kap. 1 § 3.1 9 st. Lexino

intagna olikställningar kan också avse skillnader i röstvärde, rätt till utdelning och olika företrädesrätt vid nyemission. Dessa olikställningar framstår dock inte som relevanta i kontexten av uppsatsen då de ju utgör sådana inskränkningar i likhetsprincipen som står tillgänglig för en aktietecknare redan vid aktieteckning. En aktietecknare har på så vis godtagit dessa inskränkningar, vilka finns angivna i bolagsordningen.

Det fall som kommer att utredas närmare blir här alltså 13 kap. 1 § 2 st. 2 c ABL som avser en sådan avvikelse från företrädesrätten som härrör ur en bestämmelse i själva emissionsbeslutet. Beslut om avvikelser från företrädesrätten, som görs med hänvisning till sådana bestämmelser, måste fattas med minst två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde rösterna.<sup>53</sup> Pluralitetskravet kan anges högre än två tredjedelar i bolagsordningen men får aldrig inskränka den rätt som ABL i sig innehar.<sup>54</sup> Vid sidan om denna begränsning finns även här generalklausulen närvarande och stipulerar att emissionsbeslutet inte får innebära att någon bereds en otillbörlig fördel på en aktieägares bekostnad. En avvikelse från företrädesrätten på dessa grunder måste vara motiverat av *objektiva skäl som ligger i bolagets intresse*, enligt förarbetet till 1975 års lag.<sup>55</sup> I emissionsförslaget måste också skälen till avvikelsen finnas intagna<sup>56</sup> och det blir därför upp till den enskilde aktieägaren att göra bedömningen om skälen är godtagbara med hänsyn till generalklausulen.<sup>57</sup> Ett beslut som står i strid med bolagsordningen eller generalklausulen kan klandras och eventuellt undanröjas.<sup>58</sup> Ett emissionsbeslut fattat på vaga eller inga godtagbara grunder anses vara lättare att angripa med generalklausulen, då otillbörlighetsrekvisitet i större grad anses uppfyllt.<sup>59</sup>

Frågan varför ett bolag skulle välja att rikta en emission till en specifik tecknare och inte använda sig av företrädesemissioner är väl befogad med tanke på de konsekvenser en riktad emission skulle kunna få för befintliga aktieägare med generalklausulen och likhetsprincipen i åtanke. En anledning till att rikta emissioner är att de som regel är långt mindre tids- och kostnadskrävande än

---

<sup>53</sup> 13 kap. 2 § ABL

<sup>54</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 2015, 13 kap. 1 § Lexino

<sup>55</sup> Prop 1973:93, s. 129

<sup>56</sup> 13 kap. 4 § 4 st. ABL

<sup>57</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 223

<sup>58</sup> 7 kap. 50 § ABL

<sup>59</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 231

företrädesemissioner. Bolag kan på så sätt med kort varsel räddas ur en finansiell kris genom att inhämta kapital genom en riktad nyemission. I sådana fall är emissionsbeslutet motiverat av sakliga skäl och således sannolikt inte i strid med generalklausulen.<sup>60</sup> Detta förutsatt att en emission inte kunnat genomföras med företrädesrätt med hänsyn till den eventuellt korta tidsrymd som krävdes för att avhjälpa krisen. Riktade emissioner kan också anses nödvändiga i fall där en företrädesemission riskerar att inte bli fulltecknad av de befintliga aktieägarna.<sup>61</sup>

### 3.2.1 Godtagbara skäl till avvikelse

Westermarck och Lagercrantz menar att det de godtagbara skälen till en avvikelse från företrädesrätten kan delas in i två grupper.<sup>62</sup>

- Grupp 1 består av fall där ”syftet med nyemissionen överhuvudtaget inte kan tillgodoses genom en företrädesemission.”
- Grupp 2 består av fall där ”syftet i och för sig i allmänhet skulle kunna tillgodoses genom en företrädesemission men där en företrädesmission av olika anledningar bedömts inte vara lämpligt eller möjlig i det aktuella fallet.”

I grupp 1 kan alltså inte syftet med emissionen uppnås på andra sätt än genom en riktad emission. Bolagets primära syfte med emissionen är således inte att tillföra nytt kapital, vilket ju i sådana fall skulle kunna ha gjorts genom en företrädesmission. Bolagets huvudsakliga syfte torde i sådana fall istället vara att knyta nya och för bolaget strategiskt viktiga ägare eller uppnå en viss villkorad ägarspridning inför en börsintroduktion. I fallet där det enbart rör sig om att knyta nya strategiskt viktiga ägare till bolaget aktualiseras frågan huruvida en aktieägare kan bedöma en ny aktieägars strategiska betydelse för bolaget. Författarna poängterar också att det råder vissa skillnader mellan vad som anses godtagbart mellan privata och noterade bolag samt att de specifika förhållandena i det enskilda fallet har stor betydelse.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 214

<sup>61</sup> SOU 1971:15, s. 175.

<sup>62</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 237

<sup>63</sup> Ibid. s. 224

### 3.3 Likhetsprincipen

Likhetsprincipen utgör en hörnsten i svensk aktiebolagsrätt och omnämns redan i 1944 års aktiebolagslag.<sup>64</sup> Likhetsprincipen stipulerar att alla aktier har lika rätt i bolaget med undantag för bl.a. rätt till utdelning, röstvärde och företrädesrätt vid nyemissioner.<sup>65</sup> Bestämmelsen är en grundläggande princip och mycket värdefull som en del av minoritetsskyddet. Avvikelser från likställningen kan göras mellan olika aktieslag genom reglering i bolagsordningen. Förhållandet mellan aktieägare förblir på så sätt oförändrat, eller förändras på ett sådant sätt som är förenligt med villkoren i det bakomliggande kontraktet<sup>66</sup> - bolagsordningen - som tidigare jämfördes med ett slags köpekontrakt.

I likhet med generalklausulen tar likhetsprincipen sikte på och förbjuder en särbehandling. Likhetsprincipen omfattar en särbehandling av *aktierna* medan generalklausulerna istället likställer *aktieägarna* vilket torde vara en viktig distinktion. I bedömningen om en avvikelse från företrädesrätten enligt 13 kap. 1§ 2 st. C ABL är tillåten blir likhetsprincipens tillämpning tydlig. Så länge inte avvikelsen särbehandlar aktier av lika slag är en sådan åtgärd förenlig med likhetsprincipen.

### 3.4 Generalklausulen

Formuleringen i generalklausulen kan tyckas synnerligen bred och kan av den anledningen komma att bli tillämplig i många olika situationer. Värt att notera är att generalklausulen tar sikte på otillbörliga fördelar även för parter utanför bolaget ("annan"). Generalklausulen kan anses utgöra aktieägarnas sista försvarslinje för att tillförsäkra att en aktieägare inte blir särbehandlad gentemot en annan aktieägare eller någon utomstående. Vid sidan om de mer specifika minoritetsskyddsbestämmelserna som reglerar hur långtgående makt majoriteten har kan generalklausulen anses utgöra ett allmänt skyddsnät genom att inskränka stämmans beslutanderätt i situationer som faller under generalklausulens tillämpningsområde.<sup>67</sup> Generalklausulen tar sikte på att bereda *aktieägarna* ett skydd för majoritetsmissbruk medan likhetsprincipen, som

---

<sup>64</sup> SOU 1941:9 s. 77 och 301 samt Arvidsson, 2014, s. 275

<sup>65</sup> 4 kap. 2 -5 §§ ABL

<sup>66</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 62

<sup>67</sup> Samuelsson, 2015, 7 kap. 47 § p. 463, Lexino

tidigare nämnts, ger uttryck för *aktiernas* inbördes förhållanden.<sup>68</sup> Till trots för att både likhetsprincipen och generalklausulerna är väl omskrivna i den aktiebolagsrättsliga doktrinen förefaller förhållandet mellan principerna något oklart. Arvidsson menar att dessa oklarheter grundar sig i att de två principerna ofta blandas ihop. Arvidsson klargör vidare kring principerna att ”den ena uttalar sig om det inbördes förhållandet mellan medlemmarnas respektive rättigheter i associationen, medan den andra föreskriver ett på visst sätt villkorat förbud mot positiv särbehandling”.<sup>69</sup>

Det faktum att stämmobeslutet i fråga bara behöver vara *ägnat* att ge en otillbörlig fördel gör att beslutet i sig inte behöver verkställas för att generalklausulen skall vara tillämplig.<sup>70</sup> En åtgärd som blir vidtagen av stämman, vars innehållsliga tendens hade stridit mot generalklausulen, hade kunnat angripas med hänvisning till denna även om det faktiska utfallet blev ett annat eller över huvud taget inte realiserades.<sup>71</sup> I emissionsammanhang innebär det att rikttningsbeslutet kan klandras enligt 7 kap. 50 § ABL med hänvisning till generalklausulen redan innan emissionen genomförs.

### 3.4.1 De berörda parterna

De eventuellt otillbörliga fördelar där generalklausulen kan komma att åberopas kan i emissionsammanhang tillkomma antingen en aktieägare eller någon för bolaget utomstående, beroende på vem eller vilka emissionen riktas till. I andra änden av spektrat skall nackdelen tillkomma bolaget självt eller någon annan aktieägare. Frågan om en nyemission kan få till följd att bolaget självt utsätts för en nackdel är befogad. Vidare behöver i sådana fall utredas om en sådan nackdel för en kapitalassociation kan vara av annan karaktär än en rent förmögenhetsmässig. Om så är fallet menar Bergström och Samuelsson att en nackdel som tillkommer bolaget också, per definition, tillkommer samtliga aktieägare likvärdigt eftersom bolagets och aktieägarnas intressen sammanfaller.<sup>72</sup>

---

<sup>68</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s. 169

<sup>69</sup> Arvidsson, 2014, s. 275

<sup>70</sup> Samuelsson, 2015, 7 kap. 47 §, p 465, Lexino

<sup>71</sup> Dotevall, 1989 s. 286

<sup>72</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 2015, 7 kap. 47 §, 3.5.3, Lexino

Samuelsson framhåller dock att ”bolagsintresset inte är synonymt med varje aktieägars egenintresse”.<sup>73</sup> En till synes likvärdig nackdel för samtliga aktieägare i ett bolag skulle kunna skada de aktieägare som inte stödde beslutet i fråga på stämman, medan de aktieägare som varit drivande i beslutet kan komma att kompenseras på andra sätt.<sup>74</sup> Författarnas resonemang blir beroende av vad som läggs i begreppet ”nackdel” och i vilket egenskap någon tillfogas nackdelen. Man kan enkelt konstruera exempel där samtliga aktieägare drabbas lika av en nackdel från ett stämmobeslut men där en aktieägare kompenseras i egenskap av aktieägare i ett annat bolag. Hur en enskild aktieägars intresse kan skilja sig från bolagsintresset, eller det gemensamma aktieägarintresset, illustreras i följande exempel. Pondera att en kontrollägare i företag A driver igenom ett rikttningsbeslut till ett av denne helägt rättssubjekt – företag B. Rikttningsbeslutet får till följd att samtliga aktieägare, i företag A, inklusive kontrollägaren blir lika drabbade av en nackdel (röstvärdesutspädning och ekonomisk utspädning). Kontrollägaren som stod bakom beslutet kompenseras dock genom att denne äger det bolag som tecknade aktierna i företag A till en gynnsam emissionskurs.

Exemplet där en aktieägare gagnas på bekostnad av en annan aktieägare, är också ett fall som kan komma att bli tillämpligt vid tal om riktade nyemissioner, om emissionen riktas till en befintlig aktieägare. Vid sådana situationer skulle exempelvis den emissionsrabatt en extern aktietecknare får, kunna betraktas som en fördel på bekostnad av de aktieägare som inte deltar i emissionen och därför riskerar att se både sitt inflytande och sina aktiers värde minska.

Ett rikttningsbeslut kan innebära en otillbörlig fördel för antingen en utomstående tecknare till nackdel för en befintlig aktieägare eller om emissions riktas till en befintlig aktieägare; en otillbörlig fördel för en aktieägare till nackdel för en annan aktieägare. För- respektive nackdelen utgörs som nämnts i avsnitten 2.3.2 och 2.3.3, av röstvärdes- eller ekonomisk utspädning. Det förfaller svårt att finna en situation där ett rikttningsbeslut får som resultat en nackdel gentemot bolaget självt, och inte aktieägarkollektivet.

---

<sup>73</sup> Ibid.

<sup>74</sup> Ibid.



### 3.4.2 Otillbörlighetsrekvisitet

Otillbörlighetsrekvisitet är mycket centralt vid bedömningen av generalklausulens tillämplighet.<sup>75</sup> Rekvisitet är relaterat till den eventuella fördel som kan beredas en aktieägare eller annan som resultat av ett stämmobeslut. I uppsatsens kontext skall den otillbörliga fördelen vara ett resultat av ett rikttningsbeslut enligt 13 kap. 1§ 2st, 2 c. ABL. En åtgärd som är att betrakta som tillbörlig, är tillåten i den bemärkelsen att generalklausulen inte blir tillämplig. Stämmobeslut kan därför delas upp i åtgärder som är tillbörliga respektive otillbörliga. Någon strikt definition av vad som är tillbörligt respektive otillbörligt står inte att finna i lagen utan bedöms från fall till fall baserat på de bakomliggande skälen till emissionen.<sup>76</sup>

Frågan om vad som skall betraktas som otillbörligt kompliceras ytterligare genom att det i förarbetena anges att ”en åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig kan inte betecknas som otillbörlig även om åtgärden innebär en avvikelse från ’likställighetsprincipen’”.<sup>77</sup> Begreppet ’företagsekonomiskt riktig’ är således av stor betydelse för tillämpningen av generalklausulen vid riktade emissioner och kommer därför att granskas närmare i nästa avsnitt.

### 3.4.3 ”Företagsekonomisk riktighet”

Bedömningen av vad som är att betrakta som företagsekonomiskt riktigt kan tyckas svår att göra ur ett strikt rättsvetenskapligt perspektiv, då företagsekonomiska teorier inte är att betrakta som någon rättskälla. Det råder inte heller någon enighet inom doktrinen om hur en åtgärds företagsekonomiska riktighet ska avgöras. Rodhes ståndpunkt är att en sådan bedömning inte går att göras på grund av att *företagsekonomiskt riktig* och *försvarlig* som begrepp skulle sakna mening.<sup>78</sup> Han menar att begreppen saknar mening i den bemärkelsen att det inte går att utröna vad de innebär med hänvisning till att företagsekonomi inte ”kan ge några fasta normer”. Nerep, Adestam och Samuelsson menar å andra sidan att man vid den här typen av bedömningar bör använda sig av analogier som ständigt används vid tolkning av

---

<sup>75</sup> Nerep, 2003 s. 294

<sup>76</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 244

<sup>77</sup> Prop. 1973:93 s. 137

<sup>78</sup> Rodhe, 1995, s. 267

öppna rekvisit inom juridiken. De menar att bedömningen av en åtgärds företagsekonomiska riktighet måste utläsas genom verksamhetssyftet, då den gemensamma partsviljan hos samtliga aktieägare sammanfaller med bolagets i vinstmaximeringsprincipen.<sup>79</sup> På så vis menar de att det förefaller okontroversiellt att göra bedömningen om en åtgärds företagsekonomiska riktighet, baserat på den eventuella vinst som kan komma att beredas aktieägarna.<sup>80</sup> Med ett sådant resonemang innebär det att åtgärder som gagnar verksamhetssyftet i bolagsordningen, per definition också skulle vara företagsekonomiskt riktiga. En åtgärd som bereder bolaget vinst eller resulterar i en högre aktiekurs torde på så vis vara att betrakta som en företagsekonomiskt riktig handling och kravet på likhet skall i sådana fall enligt lagmotiven ge vika.<sup>81</sup> Förarbetsuttalandet<sup>82</sup> har emellertid blivit hårt kritiserat i doktrinen.<sup>83</sup> Nerep, Adestam och Samuelsson menar exempelvis att det förvisso inte råder något tvivel kring det faktum att bolagets intresse likställs med aktieägarnas men att den enskilde aktieägarens egenintresse inte är synonymt med bolagsintresset.<sup>84</sup> Skog går så långt som att hävda att den typ av aktieägarskydd som generalklausulen ger endast fyller en begränsad funktion med hänvisning till det i ABL och/eller bolagsordningen stadgade vinstsyftet. Han menar att en åtgärd som inbringar vinst eller resulterar i en kursuppgång är förenlig med vinstsyftet och att bolagets och aktieägarnas intressen sammanfaller samt att en sådan åtgärd som är till gagn för bolaget därför också per definition är till gagn för *samtliga* aktieägare, varför beslutet inte kan vara otillbörligt.

En riktad nyemission resulterar förvisso inte i sig i vinst för aktieägarna, utan är till sin natur snarare ett tilltag för att tillförsäkra bolaget kapital som möjliggör fortsatt verksamhet eller expansion.<sup>85</sup> Det finns belägg för att riktade nyemissioner ofta får positiva effekter på aktiekursen.<sup>86</sup> Det förefaller dock långsökt att hävda att en avvikelse från företrädesrätten skulle vara motiverad genom en eventuell kursuppgång efter emissionens genomförande.

---

<sup>79</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 2015, 7 kap. 47 §, 3.2.3. 6 st. Lexino

<sup>80</sup> Ibid. 3.1 1st.

<sup>81</sup> Ibid. 3.2.3. 8 st. samt Prop. 1973:93 s.137

<sup>82</sup> Prop.1973:93 s. 137

<sup>83</sup> Rodhe, 1995, s. 247

<sup>84</sup> Nerep, Adestam & Samuelsson, 3.2.3 7 kap. 47 § 6 st., Lexino

<sup>85</sup> Bergström & Samuelsson, 2012, s.246

<sup>86</sup> Molin, 1996, samt Cronqvist & Nilsson, 2005, s. 375

Ett välkänt fall från Högsta domstolen (HD) behandlar bland annat generalklausulens tillämpning på grund av beslut som åsamkat minoritetsägare skada.<sup>87</sup> Fallet ger vägledning för hur otillbörlighetsrekvisitet tolkas i förhållande till företagsekonomisk riktighet. Situationen rör en situation där ett flygbolags styrelse beslutat att flytta över verksamheten till ett dotterbolag som till fullo ägdes av kontrollägaren i flygbolaget. En minoritetsägare i dotterbolaget motsade sig beslutet men blev på grund av sitt begränsade inflytande inte hörsammad på stämman. Minoritetsägaren hävdade då istället, efter att beslutet hade verkställts, att han lidit skada genom åtgärden. Genomförandet ansågs inte bara strida mot 8 kap. 13§ i 1975 års aktiebolagslag<sup>88</sup> (nuvarande 7:47 i 2005 års aktiebolagslag<sup>89</sup>) utan också mot det i bolagsordningen stadgade verksamhetsföremålet- och -syftet. Svaranden hänförde dock att beslutet var företagsekonomiskt riktigt och därför inte kunde anses vara otillbörligt. HD medgav att så kunde vara fallet men att det ändå måste stått klart för styrelsen att minoritetsägaren skulle lida skada av en sådan åtgärd och biföll därför kärandens talan. HD menar i domen att den skada som tillkommit minoritetsägaren i fallet har vållats uppsåtligt. Mot bakgrund av detta kan utläsas att undantag från den i förarbeten vedertagna principen om att beslut som bygger på företagsekonomisk riktighet inte kan betecknas som otillbörlig.

### 3.5 AMN och begreppet god sed på aktiemarknaden

Vid sidan av den lagstiftning som finns tillhanda på området finns också en del vägledning att finna från paraplyorganisationen *Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden*, i vilken både AMN och *Kollegiet för svensk bolagsstyrning* är medlemmar. Dessa två medlemmar har olika uppgifter vad gäller regleringen på aktiemarknaden. Kollegiet tar fram generella regler medan AMN fungerar som en slags rådgivare till vilken noterade bolag kan vända sig för vägledning i hur de skall förhålla sig i olika affärshändelser för att efterleva *god sed på aktiemarknaden*. Regler och rekommendationer från dessa organisationer kan inte ses som någon rättskälla i en strikt juridisk mening och är alltså inte rättsligt bindande.<sup>90</sup> Den av föreningen

---

<sup>87</sup> NJA 2000 s. 404

<sup>88</sup> Aktiebolagslag 1975:1385

<sup>89</sup> Aktiebolagslag 2005:551

<sup>90</sup> Sandström, 2012 s. 169

stadgade *god sed på aktiemarknaden* har ändå en viktig roll för hur aktiemarknadsbolag agerar på aktiemarknaden genom det avtalsrättsliga förhållandet som uppkommer i samband med en börsnotering. I noteringsavtalen med Nasdaq OMX förpliktas företagen att efterleva *god sed på aktiemarknaden*. Underlåtelse att göra så kan ytterst leda till avregistrering från börserna varför denna reglering är synnerligen viktig att ta hänsyn till.<sup>91</sup>

För aktiemarknadsbolag kan riktade nyemissioner alltså vara något mer komplicerat då de vid sidan av ABL:s bestämmelser också måste ta hänsyn till denna ”*god sed på aktiemarknaden*”. Även AMN har i uttalanden fastställt att företrädesemissioner skall vara förstahandsvalet vid emissioner och att en avvikelse från denna kräver *objektiva eller sakliga skäl*.<sup>92</sup>

---

<sup>91</sup> Ibid.

<sup>92</sup> AMN 2002:2 samt AMN 2007:9

## 4 Generalklausulen och AMN vid riktade nyemissioner

Redan vid fastställandet av emissionsvillkoren är det brukligt att styrelsen i samråd med eventuella juridiska rådgivare, så att säga, testar villkoren mot generalklausulen för att undvika besvärliga eftermälen.<sup>93</sup> I doktrinen kan som tidigare nämnts utläsas att det finns tre variabler som samtliga bör beaktas vid bedömningen av en riktad nyemissions eventuella otillbörlighet.<sup>94</sup> Dessa kommer att närmare granskas här nedan.

- De nya aktierna har getts ut med för stor rabatt
- Emissionen riktas till en befintlig aktieägare
- Styrkeförhållandena i bolaget rubbas till följd av emissionen

I nästkommande stycken kommer generalklausulen att appliceras på vart och ett av de ovan nämnda fallen för att vidare klargöra dess eventuella tillämpningsomfång.

### 4.1 Otillbörlighet genom emissionsrabatt

Den nackdel som kan uppkomma för icke-deltagande aktieägare är som nämnts i avsnitten 1.1.4 och 1.1.5 dels en ägarandelsutspädning och dels en ekonomisk utspädning. Så länge aktierna emitteras till en kurs som understiger det aktuella marknadsvärdet kommer icke-deltagande aktieägare se sitt innehav utspätt.<sup>95</sup> Den ekonomiska utspädningen kan närmast komma att liknas vid en värdeöverföring från de befintliga aktieägarna till de nya genom den emissionsrabatt som erbjuds. Eftersom emissionsrabatten är direkt kopplad till den eventuellt otillbörliga fördelen finns här anledning att utreda hur pass stor emissionsrabatt som kan utges utan att stå i strid med generalklausulen, m.a.o. vart gränsen för emissionsrabatters storlek går utan att utgöra en *otillbörlig* fördel för den som emissionen riktas till.

---

<sup>93</sup> Westermarck & Lagercrantz, 2013, s. 230

<sup>94</sup> Ibid.

<sup>95</sup> Skog, 2009, s. 55 ff.

En viss emissionsrabatt anses i många sammanhang vara en direkt nödvändig förutsättning för att emissionen över huvud taget skall kunna genomföras.<sup>96</sup> Johansson menar exempelvis att det är helt och hållet okontroversiellt att ge en viss rabatt vid riktade emissioner.<sup>97</sup> Den underkurs som rabatten resulterar i anses utgöra en slags riskpremie som en ny aktietecknare åtnjuter på grund av den informationsasymmetri som föreligger. På så vis kan en större rabatt godtas om investeringen är i ett riskfyllt bolag eller ett bolag som befinner sig i en finansiell kris.<sup>98</sup> Begreppet *finansiell kris* blir av den anledningen mycket intressant. Förarbetena ger ingen vidare vägledning för vad som är att klassa som en finansiell kris eller inte. Begreppet är likt 'företagsekonomisk riktighet' av mer eller mindre företagsekonomisk karaktär och torde därför bli en bedömningsfråga för domstol att ta ställning till.

För att över huvud taget försöka besvara frågan om hur stor emissionsrabatt som får utgå behövs givetvis någon slags måttstock att jämföra emissionskursen med. För aktiemarknadsbolag är den typen av jämförelse ett tämligen enkelt företag då aktiens börsvärde kan användas som referenspunkt vid fastställandet av emissionskursen.<sup>99</sup> Vad gäller privata bolag finns ju inget börsvärde att utgå ifrån då bolaget inte är noterat på någon börs. I sådana fall blir värderingsprocessen svårare vilket ofta resulterar i en undervärdering av aktiernas värde.<sup>100</sup>

Vidare vägledning kring emissionsrabatters storlek står att finna i doktrinen på området. Det råder viss enighet bland författarna kring hur stora emissionsrabatter som kan erbjudas utan att stå i strid med generalklausulen. Skog menar att emissionskursen åtminstone måste "ligga nära" det aktuella aktievärdet för att inte utgöra en otillbörlig fördel för aktietecknaren på befintliga aktieägares bekostnad.<sup>101</sup> Westermark och Lagercrantz menar att emissionsrabatter upp till tio procent "är svåra att angripa om det finns godtagbara skäl för en riktad emission".<sup>102</sup> De menar vidare att om det emitterande bolaget befinner sig i en finansiell kris kan sannolikt rabatter upp till 20 procent godtas. Även om det inte finns någon generell begränsning av

---

<sup>96</sup> Johansson, 2014, s 98

<sup>97</sup> Ibid. s. 99

<sup>98</sup> Skog, 2004 s. 25

<sup>99</sup> Sevenius, 2012, s. 41

<sup>100</sup> Johansson, 1990, s. 143 samt Bergström & Samuelsson, 2009, s. 31

<sup>101</sup> Skog, 2009, s. 58

<sup>102</sup> Westermark & Lagercrantz, 2013, s. 232

emissionsrabattens storlek är den generella uppfattningen inom doktrinen att rabatter upp till tio procent bör anses lämpliga om det finns fog för att emissionen inte kan genomföras utan ett riktningsbeslut. Större rabatter än så kan resultera i att rabatten utgör en otillbörlig fördel för aktietecknaren på aktieägarnas bekostnad.<sup>103</sup>

Två frågor uppstår utifrån vad som nu framkommit. För det första hur begreppet ”finansiell kris” ska tolkas. Detta begrepp är likt företagsekonomisk riktighet odefinierat i rättskällorna. För det andra hur en aktieägare kan ta ställning till om bolaget, i vilket denne innehar aktier, befinner sig i en finansiell kris eller inte.

#### **4.1.1 Emissionsrabatter enligt AMN**

AMN:s inställning till emissionsrabatters storlek är något mer strikt i förhållande till generalklausulen. Enligt flera uttalanden menar de att till och med en sådan åtgärd som ”ligger i riskzonen” för att kunna angripas enligt generalklausulen normalt inte är förenlig med god sed på aktiemarknaden.<sup>104</sup> Man kan därför med fog anta att emissioner som enligt AMN genomförs i enlighet med god sed på aktiemarknaden också är aktiebolagsrättsligt tillåtna, åtminstone baserat på hur AMN tolkat generalklausulen. En viktig distinktion i sammanhanget är att vad som strider mot god sed på aktiemarknaden inte *alltid* behöver strida mot ABL men kontexten av emissionsrabatter har alltså AMN tagit en något striktare ställning än vad ABL påtvingar.

Vidare menar även AMN, likt Skog, att en nyemission som syftar till att rädda ett bolag ur en finansiell kris bör ge utrymme för en större rabatt än vad som normalt hade varit fallet.<sup>105</sup> Det uttalandet stärker behovet av en definition av begreppet ”finansiell kris”. Behöver bolaget riskera konkurs för att befinna sig i en finansiell kris? Den här frågan behandlas i de avslutande kommentarerna i avsnitt 5.1.

Som en generell regel menar också AMN att det åligger styrelsen att i den mån den kan, ska söka att minimera emissionsrabatten.<sup>106</sup>

---

<sup>103</sup> Ibid.

<sup>104</sup> AMN 2002:2, 2002:7, 2005:7 och 2006:48

<sup>105</sup> AMN 2002:2

<sup>106</sup> AMN 2009:29

## 4.2 Riktningensbeslut till befintliga aktieägare

Tillåtligheten av riktningensbeslut till befintliga aktieägare behandlades i förarbetena till 1975 års aktiebolagslag, där det framgår att godtagbara skäl att rikta en nyemission av aktier till en befintlig aktieägare framstår som ”synnerligen ovanliga”.<sup>107</sup> Vidare vägledning från propositionen om vad dessa eventuella godtagbara skäl skulle kunna vara ges inte. Doktrinen på området gör även den gällande att utrymmet att genomföra en sådan emission är ”ytterst begränsat”.<sup>108</sup> Vid en emission som riktas till utomstående blir nackdelen likvärdig för samtliga aktieägare men i fall där emissioner riktas till en befintlig aktieägare görs ett avsteg från principen om aktieägarnas rätt att behandlas lika. Resonemanget verkar grunda sig i likhetsprincipen.<sup>109</sup> Den allmänna uppfattningen i doktrinen verkar vara att en sådan åtgärd inte går att angripa med hänvisning till likhetsprincipen då beslutet är ”fattat med stöd av särskilda bestämmelser i ABL eller i bolagsordningen”.<sup>110</sup> Johansson menar exempelvis att utgångspunkten vid sådana riktningensbeslut som här avses endast i undantagsfall kan angripas med hänvisning till likhetsprincipen.<sup>111</sup>

Bortsett från riktningensbeslutet i sig, medför även effekterna av beslutet - om det verkställs - ytterligare inbördes förändringar i aktiernas röstmässiga relation samt en eventuell ekonomisk utspädning, m.a.o. maktförskjutning och ekonomisk utspädning. Sådana effekter är inte unika för fall där emissionen riktas till befintliga aktieägare, utan realiserar ofta även vid nyemissioner riktade till externa investerare. Vid en riktad emission till en eller flera befintliga aktieägare skall prövningen formellt sett göras på samma sätt som om den riktats till andra utomstående, d.v.s. objektivt godtagbara skäl krävs för avvikelser från företrädesrätten. Av förklarliga skäl bortfaller många av de gångbara argumenten för avvikelse om emissionen riktas till en befintlig aktieägare. Exempelvis att bolaget skulle behöva knyta nya strategiskt viktiga personer till bolaget. Inte heller att bolaget söker att vidga sin ägarkrets inför en börsintroduktion är ett gångbart argument.

---

<sup>107</sup> Prop. 1973:93 s.129

<sup>108</sup> Johansson, 1990, s. 143

<sup>109</sup> Westermark & Lagercrantz, 2013, s. 241.

<sup>110</sup> Ibid. s. 230

<sup>111</sup> Johansson, 1990, s.121



När en emission riktas till en eller flera befintliga aktieägare kan man ifrågasätta varför emissionsrabatter över huvud taget skall utgå. Emissionsrabatten skall avspegla den risk en investerare utsätter sig för när denne investerar i ett bolag. Rabattens storlek är ett resultat av den informationsasymmetri som föreligger. En sådan asymmetrisk information kan inte anses föreligga om den tilltänkte aktietecknaren redan är aktieägare i det emitterande bolaget. Risken blir då enbart större i den bemärkelsen att innehavet ökar.

### 4.3 Otilbörlighet i form av maktförskjutning

En nyemission med avvikelse från företrädesrätten får alltid en viss maktförskjutning till följd. Omfattningen av denna är avhängig av hur många aktier som emitteras i förhållande till det befintliga antalet aktier. Det finns inte i lag någon annan gräns för hur många nya aktier som kan emitteras. Begränsningen torde vara det i bolagsordningen angivna maximala antalet aktier som tillåts. För att emittera fler aktier än vad som där tillåts krävs alltså en ändring av bolagsordningen. Doktrinen på området menar att någon övre gräns för hur många aktier som emitteras inte finns såfram emissionen genomförs i ett lojalt syfte.<sup>112</sup> I fall där maktförskjutningen bara är marginell, menar dock Westermark och Lagercrantz att aktieägarna helt sonika får godta saken om det överhuvudtaget finns fog för ett riktningbeslut.<sup>113</sup>

Det finns dock exempel där en utspädning, räknat i procent, kan vara likvärdig för två aktieägare, men beroende på deras tidigare aktieposts storlek, få mycket olika konsekvenser. En aktieägare med en aktiepost om tio procent för vilken en rad olika minoritetsrättigheter står till handa, kan efter en riktad nyemission få se sitt innehav trängas under denna gräns vilket gör att aktieägaren går miste om många fundamentala rättigheter som aktieägaren tidigare kunde påkalla.<sup>114</sup> Ytterligare ett sådant viktigt tröskelvärde torde vara det vid 30 procent. Om en aktieägare ser sin andel i ett bolag krympa under 30 procent i bolaget fräntas denne möjligheten motsätta sig exempelvis ändring av bolagsordningen och beslut om avvikelse från företrädesrätten.<sup>115</sup> En aktieägare som blir av med dessa rättigheter till följd av en

---

<sup>112</sup> Westermark & Lagercrantz, 2013, s. 247

<sup>113</sup> Ibid. s. 244

<sup>114</sup> 7 kap. 13 §, 9 kap. 9§, 10 kap. 21§ etc. ABL

<sup>115</sup> 7 kap 42 §, 13 kap. 2 § ABL

riktad nyemission får en avsevärt försämrad maktposition i bolaget.<sup>116</sup> På motsvarande vis kan givetvis också en aktieägare uppnå ett ägande som överstiger 90 procent i bolaget vilket ger denne möjlighet till tvångsinlösen.<sup>117</sup> Att få möjlighet att tvångsinlösa resterande aktieägare och därigenom få total kontroll över bolaget kan givetvis vara en fördel. Frågan om fördelen är att klassa som otillbörlig eller inte, vilket är ett absolut krav för att generalklausulen skall vinna tillämpning, är inte lika självklar.

Rättsläget på området förefaller mycket oklart då det inte finns några avgöranden från högre rätt på området. Ett rättsfall från Stockholms tingsrätt behandlade dock en liknande situation där en apportemission i bolaget Saxon Lindström Förlags AB riktats till majoritetsägaren Stockholms Ångslups AB. Minoritetsägaren menade att motiven bakom beslutet var att tränga dennes innehav under tio procent i bolaget. Tingsrätten förbjöd beslutet från att verkställas.<sup>118</sup> Fallet ger dock ingen egentlig vägledning i frågan om hur stor maktförskjutning som kan godtas. Tingsrätten baserar snarare domen på de bakomliggande illojala motiven bakom stämmobeslutet.

Vidare ger ytterligare ett fall, denna gång från Göta hovrätt, viss vägledning för hur en eller flera kontrollägares eventuella maktmisbruk kan komma att vägas mot generalklausulen.<sup>119</sup> Fallet rör en familjestrid där tre barn ägde 25 procent av aktierna vardera och föräldrarna resterande 25 procent. Som konsekvens av vissa interna stridigheter i bolaget fattade barnen beslut om att en riktad emission riktad till dem själva. Emissionsvillkoren vad sådana att röstvärdesutspädningen hade resulterats i att föräldrarnas andel krympt under den gräns om tio procent där minoritetsrättigheterna aktiveras. Barnen skulle alltså efter emissionens genomförande kunnat tvångsinlösa föräldrarna och ta full kontroll över bolaget. Som skäl för avvikelse från företrädesrätten angav barnen att de var de enda som engagerade sig i bolaget och att en större andel i bolaget därför skulle öka deras engagemang ytterligare. Pappan hävdade dock att syftet istället var att förändra styrkeförhållandena i bolaget och helt och hållet beröva föräldrarna om deras inflytande. Göta hovrätt ansåg att de av barnen

---

<sup>116</sup> Westermark & Lagercrantz, 2013, s. 244

<sup>117</sup> 22 kap. 1 § ABL

<sup>118</sup> T 827/83 Stockholms tingsrätt

<sup>119</sup> T 2031/08 Göta hovrätt

angivna skälen till avvikelserna inte var godtagbara och att nyemissionen därför stred mot generalklausulen.

Mot den bakgrunden står det klart att en nyemission inte kan genomföras om avsikten de facto är att förändra styrkeförhållandena i bolaget. En sådan förutsättning är givetvis att det faktiska syftet bakom emissionen kommer fram. Det förefaller dock enkelt att konstruera fall där en kontrollägare kan maskera syftet med en riktad nyemission för att emissionen skall bli av tillbörlig karaktär. Ett sådant exempel skulle kunna vara att hävda att en specifik individ är av särskilt stor strategisk betydelse för bolaget. Man kan ställa sig frågan om *en aktieägare i allmänhet* kan avgöra om den tilltänkta investeraren är så värdefull för bolaget som en kontrollägare hävdar.

Med bakgrund av ett fall från Göta Hovrätt<sup>120</sup> kan man också ställa sig frågan om inte, i vissa situationer, flera aktieägare som utsätts för en nackdel till följd av en riktade nyemissioner - i juridisk mening – bör betraktas som ett kollektiv. I fallet ägde föräldrarna 25 procent av bolaget (antagligen 12,5 procent vardera) och de tre barnen 25 vardera. Av omständigheterna i fallet tycks det som att konflikten rör två parter med föräldrarna på ena sidan och de tre barnen som tillsammans representerade 75 procent av aktierna på andra sidan. Hade föräldrarna istället betraktats som aktieägargrupp hade deras gemensamma andel eventuellt inte krympt under tio procent och utgången i målet blivit en annan. Johansson delar uppfattningen om närstående aktieägares uppträdande som ett kollektiv, och menar att en eller flera majoritetsägare måste anföra ”särskilt starka skäl för att en riktad nyemission som förpassar en *minoritetsaktieägargrupp* under tioprocentgränsen inte ska anses vara i strid med generalklausulen”.<sup>121</sup>

---

<sup>120</sup> T 2031/08 Göta hovrätt

<sup>121</sup> Johansson, 1990, s. 519

## 5 Avslutande kommentarer

Med utgångspunkt i de tre klandergrunder som nämnts i frågeställningen i avsnitt 1.2, finns det alltså en rad olika faktorer som påverkar den eventuella otillbörliga fördel som kan bli resultatet av en riktad nyemission. Eftersom otillbörlighetsrekvisitet är ett absolut krav för att generalklausulen skall vinna tillämpning är begreppet av mycket stor betydelse. Den vägledning som förarbetena till lagen ger försvårar dock i min mening tolkningen av begreppet. Av förarbetena utläses att *företagsekonomisk riktighet* eliminerar otillbörlighet.

Begreppet företagsekonomisk riktighet är, även det, påfallande diffust; vissa författare menar att åtgärder som ligger i linje med verksamhetssyftet är att betrakta som företagsekonomiskt riktiga; andra menar att begreppet helt saknar mening inom juridiken. De rättsfall som behandlar ämnet kan inte anses ge någon egentlig vägledning kring hur begreppet skall tolkas då utgången av fallen präglats av andra omständigheter som påverkat utgången; illojalt syfte.

Eftersom syftet med uppsatsen är att utreda minoritetsägares skydd vid rikttningsbeslut finns anledning att inta en minoritetsägares perspektiv, och analysera de tre klandergrunderna var för sig.

### 5.1 Klandergrunden *emissionsrabatter*

Här verkar de flesta inom doktrinen vara överens om i vilken storleksordning en emissionsrabatt kan ges. Rabatter någonstans mellan fem och tio procent har visat sig svåra att angripa med hänvisning till generalklausulen. Detta kompliceras dock något av att både Westermarck och Lagercrantz samt AMN uttrycker att ännu större emissionsrabatter kan utgå om det emitterande bolaget befinner sig i en finansiell kris. Begreppet finansiell kris är dock odefinierat i rättskällorna och förefaller som ett begrepp som, oavsett definition, kan vara svårt för *en aktieägare i allmänhet* att granska och värdera.

## **5.2 Klandergrunden *maktförskjutning***

Mot bakgrund av HD-domen som refereras i avsnitt 3.4.3 verkar det finnas ytterligare ett rekvisit att beakta vid bedömningen om en riktad emissions tillåtlighet. I fallet ansåg HD att emissionsbesluten inte var förenliga med generalklausulen till trots för att beslutet ansågs vara företagsekonomiskt riktigt. HD anförde istället att emissionerna inte var lagenliga, baserat på att de bakomliggande motiven var av illojal karaktär. Av fallet att döma väger alltså de faktiska motiven bakom beslut om riktade nyemissioner tyngre än den i förarbeten framlagda principen om att företagsekonomisk riktighet eliminerar otillbörlighet. På så vis har HD här avvikit från den i lagmotiven klara och entydiga principen om att kravet på likhet skall ge vika för vinstsyftet.

Maktförskjutningar av mindre storlek som förorsakats av riktade nyemissioner, som det finns objektiva skäl att genomföra utan företrädesrätt, utgör förvisso en nackdel för de som drabbas, men anses inte kunna angripas med hänvisning till generalklausulen.

## **5.3 Klandergrunden *riktade emissioner till befintliga aktieägare***

Förarbetena till ABL gör gällande att sådana nyemissioner som riktas till befintliga aktieägare med hänvisning till objektiva skäl, är synnerligen ovanliga. Doktrinen på området säger i mångt och mycket samma sak; en sådan emission kan endast genomföras i undantagsfall, vilket verkar grundas i likhetsprincipen. Att de godtagbara skälen till att rikta en emission till en befintlig aktieägare är långt färre än till en investerare utanför bolaget förefaller obestridligt.

I övrigt skall prövningen göras på samma sätt som om emissionen riktats till en utomstående, men som här nämnts förefaller det svårt att motivera ett sådant riktningsbeslut.

## **5.4 Sammanfattande slutsatser**

Man kan klart konstatera att minoritetsägares ställning i fall som omfattar riktade nyemissioner är svag. Det verkar finnas många möjligheter för en kontrollägare att kringgå den lagstiftning som syftar till att tillvarata minoritetsägares intressen. Det rekvisit som enligt rättspraxis väger tyngst i bedömningen av en riktad nyemissions tillåtlighet är det bakomliggande syftet. Såvida inte syftet är av illojal karaktär, eller åtminstone inte framstår vara av illojal karaktär, kan en kontrollägare motivera ett rikttningsbeslut på många grunder, som för en minoritetsägare kan vara svårt att granska och värdera.

## Abstract

This thesis aims to discuss the relationship between minority shareholder's rights Swedish Companies Act with regard to directed share issues based on a deviation from the statutory preferential rights.

The thesis purpose is to critically examine the current legal framework surrounding new share issues. Furthermore the thesis will clarify the circumstances under which a directed share issue is viable without infringing on the general clause or "good practice on the capital market".

Whether a directed share issue is lawful according to Swedish Companies Act is determined through analysing the likely advantage the target investor could benefit from. If such a benefit is deemed inappropriate, the general clause is applicable and the share issue could therefore be unlawful.

The applicability of the general clause is analysed specifically in three cases which all could be actualised when a directed share issue is decided; 1) *the issue discount is regarded as too big*, 2) *the share issue is directed to an existing shareholder* and 3) *directed share issue is causing the power relationship to shift*.

Lastly one can state that the legal position in this matter is very uncertain. There seems to be no clear line for what constitutes an unlawful directed share issue. The general clause applicability is completely dependent on what constitutes an *inappropriate advantage*. The term is hard to define based upon the sources of the law. The permissibility of a directed share issue seems to be determined by the specific circumstances surrounding the directed share issue.

# Käll- och litteraturförteckning

## Litteratur

Bergström, Claes, Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*, tredje upplagan, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2009

Bergström, Claes, Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*, fjärde upplagan, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2012

Dotevall, Rolf: *Skadeståndsansvar för verkställande direktör och styrelseledamot*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1989.

Johansson, Svante: *Bolagsstämma, Ak*, avh. Stockholm, 1990

Johansson, Svante, Nial, Håkan: *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, elfte upplagan. Norstedts Juridik AB, Vällingby 2014

Nerep, Erik, Adestam, J, Samuelsson, Per: *Aktiebolagslagen – en kommentar*, 7 kap. 47 §, Lexino 2013-02-01, Karnov Group Sweden AB, Stockholm, 2012

Nerep, Samuelsson: *Aktiebolagslagen – en kommentar*, Lexino, Karnov Group Sweden AB, Stockholm, 2012

Nerep, Erik: *Aktiebolagsrättslig analys – ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2003

Rodhe, Knut: *Inledning till associationsrätten*, sjätte upplagan, Fritzes, Stockholm, 1995

Rodhe, Knut: *Aktiebolagsrätt*, nittonde upplagan. Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2000

Samuelsson, Per: *Konkurrerande modeller för bolagsstyrning. I: Liber amicorum Reinhold Fahlbeck (red: B. Nyström, A. Westregård & H.-H. Vogel)*. Juristförlaget Lund, 2005



Sandgren, Claes: *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare – Ämne, material, metod och argumentation*, andra upplagan Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2006

Sandström, Torsten: *Svensk aktiebolagsrätt*, fjärde upplagan, Nordstedts Juridik AB, Vällingby, 2012

Sevenius, Robert: *Börsrätt*, fjärde upplagan, Studentlitteratur AB, Lund, 2012

Skog, Rolf: *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, ingår i antologin Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda (red) Skog, Rolf*, Stockholm Centre for Commercial Law, Uppsala, 2004

Skog, Rolf: *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag, SCCL:s, skriftserie nr 2, Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*. Stockholm, 2004

Skog, Rolf: *Rodhes Aktiebolagsrätt*, tjugoundra upplagan, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2009

Skog, Rolf: *Rodhes Aktiebolagsrätt*, tjugoförsta upplagan, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2006

Westmark, Dennis, Lagercrantz, Monica: *Om nyemission*, första upplagan, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2013

## **Artiklar**

Arvidsson, N, *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper. En analys i ljuset av NJA 2013 s. 1250*, Juridisk Tidskrift, 2014-15, nr. 2

Cronqvist, H, Nilsson, M., *The choice between rights offerings and private equity placements*, Journal of Financial Economics, 2005 vol. 78,

Molin, J, *Essays on corporate finance and governance*, Stockholm. Ak. Avh. HHS, 1996

Peczenik, A. *Juridikens allmänna läror*, Svensk Juristtidning, 2005

## **Rättsfallsregister**

### **Högsta domstolen**

NJA 2000 s. 404

### **Hovrätt**

T 2031/08 Gota hovrätt

### **Tingsrätt**

T 827/83 Stockholms tingsrätt

## **Offentligt tryck**

Aktiebolagslag (2005:551)

AMN 2002:2

AMN 2002:7

AMN 2007:9

AMN 2005:7

AMN 2006:48

AMN 2009:29

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

SOU 1941:9 Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.

SOU 1971:15 Förslag till lag om aktiebolag m.m.