



JURIDISKA FAKULTETEN

vid Lunds universitet

KARL KLACKENBERG

EMITTERA MERA – MEN TILL EN ELLER FLERA?

En rättsvetenskaplig studie om riktade nyemissioner i privata aktiebolag

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Uppsats på juristprogrammet

15 högskolepoäng

Handledare: Johan Adestam

Termin: HT 2014

Innehåll

1	INLEDNING	5
1.1	Introduktion till ämnet	5
1.2	Syfte och frågeställningar	6
1.3	Metod och material	7
1.3.1	Allmänt om metod och material	7
1.3.2	Behandling av Aktiemarknadsnämndens uttalanden	8
1.4	Avgränsningar	8
2	DEN RÄTTSLIGA REGLERINGEN AV RIKTADE EMISSIONER¹⁰	
2.1	Emission av aktier – en översikt	10
2.1.1	Allmänt om ökning av aktiekapital	10
2.1.2	Kontantemission	12
2.1.3	Apportemission	12
2.1.4	Kvittningsemission	12
2.2	Företrädesrätten	13
2.2.1	Primär företrädesrätt	13
2.2.2	Subsidiär företrädesrätt	14
2.3	Riktad emission – ett avsteg från företrädesrätten	15
2.3.1	Bakgrund till riktade emissioner	15
2.3.2	Skäl att rikta en nyemission	15
2.3.3	Utspädnings effekter för icke deltagande aktieägare	16
3	AKTIEÄGARSKYDD	18
3.1	Inledande kommentar om aktieägarskydd	18
3.2	Likhetsprincipen	18
3.2.1	Om likhetsprincipen	18
3.2.2	Rättsutvecklingen i doktrin och praxis	19
3.2.3	Avslutande kommentar	20

3.3	Generalklausulerna	21
3.3.1	Allmänt	21
3.3.2	Generalklausulens innebörd	21
3.3.3	Företagsekonomiskt försvarbart och otillbörlighetsrekvisitet	22
3.3.4	Rättsutvecklingen i HD	23
3.3.5	Rättsutvecklingen i hovrätten	25
4	PROBLEMATISKA OMRÅDEN VID INTRESSEAVVÄGNINGEN	26
4.1	Värdering av aktier	26
4.1.1	Värderingens betydelse	26
4.1.2	Tillvägagångssätt vid värdering i privata aktiebolag	27
4.1.3	Riskpremie och dess koppling till informationsasymmetri	27
4.2	Gränsdragning vid riktade nyemissioner	28
4.2.1	Utveckling i lagstiftning	28
4.2.2	Teckningskursens rabatt	29
4.2.3	Gränsdragningen rörande otillbörlighetsrekvisitet	30
5	ANALYS OCH SLUTSATS	32
5.1	Problematisering	32
5.1.1	Otillbörlighet	32
5.1.2	Värderingsproblematik	33
5.1.3	Rabattens storlek	33
5.1.4	Effekten av en osäkerhet	35
5.2	Avslutande kommentar	36

Summary

The thesis deals with the relationship between a rights issue in a private limited company and the Swedish Companies Act's protection rules of minority shareholders. The purpose is to critically examine how the arguments and reasons are made in a balancing of interests. The thesis is based on the following questions: *Which are the boundaries of what is legally to be considered a permissible as well as an impermissible rights issue in a private limited company? Is the current legislation sufficient?*

With the choice of method relating to legal dogmatics as well as certain interdisciplinary approach legislation, preparatory work, doctrine and case law has been examined. In a rights issue, existing shareholders of a corporation is legally entitled to preferential rights. A rights issue is a departure from this legal entitlement. Legislation regarding minority shareholder protection constantly has to be analysed and thought of to ensure the legality of the private limited company's actions.

On the basis of NJA 2000 p. 404 and NJA 2013 p. 1350, it can be concluded that the general provision's requisite of indecency shall be invoked by a disgruntled minority shareholder in the case of an unlawful rights issue.

A few elements have proved to be of additional interest to elucidate. The pricing of the new shares, the reasons for targeting the issue and how comprising the financial affects the rights issue leads to for the affected shareholders are all elements of large interest in the chapter of analysis.

In conclusion, the answers to the initial questions are that the legislative distinction seems unclear and that neither the legislative or judicial practice currently offers a clear answer. The general provision's requisite of indecency and its floating meaning tip the scale regarding the rights issue's admissibility.

Sammanfattning

Uppsatsen behandlar förhållandet mellan riktade nyemissioner i privata aktiebolag och aktiebolagslagens aktieägarskyddsregler. Syftet är att på ett kritiskt sätt granska vilka argument och motiv som framförs vid denna intresseavvägning. De frågeställningar som uppsatsen utgår från är därmed: *Var går gränsen för det som rättsligt ska anses vara en tillåten respektive otillåten riktad nyemission i ett privat aktiebolag? Är nuvarande lagstiftning tillräcklig?*

Med bakgrund av rättsdogmatisk metod såväl som en viss tvärvetenskaplig ansats granskas lagstiftning, förarbeten, doktrin samt rättsfall. Vid en nyemission har befintliga aktieägare i ett aktiebolag en lagstadgad företrädesrätt. En riktad emission är ett avsteg från denna företrädesrätt. Området är således minerad mark, med regler om aktieägarskydd ständigt närvarande som en yttre gräns för det privata aktiebolagets handlande.

Med ledning av framförallt NJA 2000 s. 404 samt NJA 2013 s. 1350 kan det konstateras att generalklausulens otillbörlighetsrekvisit är det som med fördel ska åberopas av en missnöjd minoritetsägare vid en otillåten riktning av emissionen.

Ett par aspekter har visat sig vara av extra intresse att belysa. Prissättningen av de nyemitterade aktierna, skälen till att överhuvudtaget rikta emissionen samt hur pass stora ekonomiska såväl som maktmässiga rubbningar emissionen medför för aktieägarna är alla aspekter av stor betydelse.

Sammanfattningsvis kan konstateras att svaret på de inledande frågorna är att en exakt gränsdragning förefaller oklar. Den får göras i det enskilda fallet. Varken lagstiftningen eller domstolspraxis erbjuder i dagsläget en gräns, utan låter generalklausulens otillbörlighetsrekvisit och dess svävande betydelse fälla avgörandet rörande den riktade nyemissionens tillåtlighet.

Förord

Då var man efter tre år framme vid slutet av grundterminerna vid juristprogrammet. En trevlig men lång resa som givit mer än den har tagit.

Tanken till denna uppsats väcktes under min tid som sommarnotarie vid Advokatfirman Vinge sommaren 2014, där jag snabbt insåg att rättsfrågan var för omfattande för att utreda över en eftermiddag. Här sitter man, sex månader senare, förhoppningsvis något klokare i ärendet.

Jag vill framförallt tacka min eminenta handledare Johan Adestam som erbjudit god feedback såväl som intressanta, mer rättsfilosofiska samtal.

Jag vill även passa på att tacka min familj och mina vänner som alltid finns där och stöttar mig, frågar hur det går för mig och ivrigt hejar på från olika håll och kanter. Det bör man göra oftare.

Genom eld mot fördjupningsterminerna.

Lund, januari 2015

Karl Klackenborg

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Ds	Departementsserien
EU	Europeiska unionen
HD	Högsta domstolen
JT	Juridisk Tidskrift
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
SFS	Svensk författningssamling
SOU	Statens offentliga utredningar
ÅRL	Årsredovisningslagen

1 Inledning

1.1 Introduktion till ämnet

De nordiska private equity-bolagen, i media benämnda som bolag i riskkapitalsektorn, har trots lågkonjunkturen och dess efterföljande restriktiva syn på kreditgivning varit mycket framgångsrika investerare på den nordiska marknaden. Merparten av private equity-fondernas innehav är privata, onoterade aktiebolag. Affärsmodellen bygger på att respektive fond antingen köper ut publika aktiebolag från börsen för att sedan bedriva dem i majoritetsägd privat regi, eller att fonden köper redan privata aktiebolag och bedriver dem i majoritetsägd privat regi – för att omkring 5–15 år senare avyttra nämnda bolag med vinst.

Denna affärsmodell väcker ett flertal frågor om införskaffande av kapital till privata aktiebolag. Anskaffningen av kapital sker inte sällan via riktade nyemissioner, som till sin natur är ett avsteg från den grundläggande principen om en företrädesrätt för nuvarande aktieägare att delta i en nyemission, som föreskrivs i 13 kap 1 § ABL. Nyemissionen kan t.ex. riktas till bolagets ledning i en strävan att binda värdefull kompetens till bolaget, eller till externa finansiärer eller övriga noga utvalda aktieägare.

Mot bakgrund av detta är ämnet idag mycket aktuellt och det finns därför ett intresse av att belysa ett antal frågor om hur intresseavvägningen mellan skyddet för minoritetsägare och bolagets behov av att anskaffa kapital genom en riktad nyemission bedöms. Det finns också anledning att utvärdera avsaknaden av lagstiftning. Är området idag tillräckligt reglerat och är gällande aktiebolagsrättslig lagstiftning tillräckligt förutsebar för aktörer på marknaden?

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna rättsvetenskapliga uppsats är att ur ett kritiskt perspektiv undersöka ett antal problem och frågeställningar som uppkommer i samband med att svenska aktiebolag utför riktade nyemissioner, dvs. när enbart vissa utvalda aktieägare alternativt en utomstående finansiär får delta i en nyemission. Utgångspunkten är att en riktad emission i grunden är en avvikelse från aktieägarnas rätt till likabehandling. Ämnet omfattar således kontroversiella avsteg från väletablerade grundsatser inom aktiebolagsrätten.

Målet med uppsatsen är följaktligen att finna samt analysera eventuella gränsdragningar i regelverket. Det är ett område laddat med ett flertal motstående intressen, men var går gränsen och hur ska intressena vägas mot varandra i respektive situation?

De frågor som behandlas i uppsatsen är följande:

- *Var går gränsen för det som rättsligt ska anses vara en tillåten respektive otillåten riktad nyemission i ett privat aktiebolag?*
- *Är nuvarande lagstiftning tillräcklig? Behövs ytterligare lagstiftning eller klargöranden i rättspraxis för att rättssäkerheten för marknadens aktörer ska kunna tillgodoses?*

1.3 Metod och material

1.3.1 Allmänt om metod och material

I förevarande uppsats har den rättsdogmatiska metoden använts och enligt gängse metod har de traditionella rättskällorna undersökts. Rättskällevärdet antas i korthet innebära att svensk lag *ska* beaktas, att prejudikat och lagförarbeten *bör* beaktas samt att andra domar, doktrin och institutionella rekommendationer *får* beaktas.¹ Löpande i texten kommer analytiska inslag med egna åsikter att flikas in i förhoppning att erbjuda en mer levande och intressant läsoplevelse.

Intressant är att ta ställning till huruvida man företräder minoriteten, majoriteten, bolagets ledning eller en finansiärs perspektiv i förevarande fall. Uppsatsen ämnar till en början hålla en övergripande blick över gällande rätt, dvs. inte ta ställning för en viss sida i intresseavvägningen. *Partsperspektivet*, som bl. a. Westberg² problematiserar kring, används emellanåt i uppsatsen för att beskriva de problem och argument som anförs från båda sidorna av en intresseavvägning, samt på vilket sätt rättsreglerna kan ta hänsyn till denna avvägning.

När en utredning undersöker huruvida dagens rättsläge uppfyller de eftersträvansvärda kraven för rättssäkerhet, är det lämpligt att se till erkänd teori på området. Fullers rättssäkerhetskriterium³ är ett erkänt hantverk på området och kommer således att användas som utgångspunkt vid en bedömning av dagens rättsläge och dess förhållning till kriterier om rättssäkerhet.

¹ Peczenik, 1995, s. 33 ff. samt Peczenik, 2005 s. 249 ff.

² Westberg, 2004, s. 40 ff.

³ Fuller, 1954, s. 274.

1.3.2 *Behandling av Aktiemarknadsnämndens uttalanden*

Är självregleringsorganet AMN:s uttalanden en rättskälla som är genomgående för hela den svenska aktiebolagsrätten, även utanför aktiemarknaden och därmed för *privata* aktiebolag? AMN uttalar sig idag enbart om vad som skall anses vara god sed på aktiemarknaden.⁴

Ett uttalande om vad som uppfyller god sed på aktiemarknaden bör därmed samtidigt kunna uppfattas som ett uttalande om att förfarandet i fråga är förenligt med gällande aktiebolagsrätt. Denna tes stärks även ytterligare av tidigare uttalanden från AMN, där utgångspunkten för uttalanden alltid ansetts vara svensk aktiebolagsrätt.⁵

Uttalandena bör hanteras ur ett kritiskt perspektiv med en låg rättskällestatus, om någon alls, och bör inte likställas med avgöranden från exempelvis HD. Att undersöka AMN:s tidigare uttalanden motiveras av att dessa kan tillhandahålla exempel på situationer som kan uppkomma och argument som i sådana situationer kan tala för eller emot olika rättsliga lösningar, likt exempelvis underrättsavgöranden.

1.4 *Avgränsningar*

För att kunna skapa ett tillräckligt djup i utredningens analys måste det aktuella området väsentligt avgränsas. Uppsatsen ämnar enbart behandla svenska, icke marknadsnoterade aktiebolag. Det för riktade emissioner annars relevanta 16 kap ABL, om den s.k. Leo-lagen, faller utanför uppsatsens ram. Det är dessutom endast emissioner av aktier som kommer att hanteras, frågor rörande emission av konvertibler och teckningsoptioner hanteras således inte.

⁴ Johansson, 2011, s. 144.

⁵ AMN 2002:15, AMN 2003: 20 samt AMN 2006: 48.

Ytterligare en central avgränsning görs gentemot EU-rätten. EU-kommissionens andra bolagsdirektiv⁶ är ett av flera bolagsdirektiv som syftar till att harmonisera europeisk bolagsrätt och är även det direktiv som reglerar nyemissioner. Då den svenska aktiebolagsrätten inom det aktuella området är harmoniserad med unionsrätten lämnas den utan vidare bearbetning och fördjupning.

⁶ Rådets andra direktiv 77/91/EEG den 13 december 1976.

2 Den rättsliga regleringen av riktade emissioner

Emissioner är ett led i ett aktiebolags kapitalanskaffning. Att emittera ytterligare aktier för att anskaffa kapital är ett alternativ till mer traditionella kreditåtaganden så som banklån eller utgivande av företagsobligationer. Istället för att belasta bolagets balansräkning med skuldsättning, medför en nyemission en ökning av bolagets aktiekapital (eget kapital) och därmed en förbättring av bolagets finansiella ställning.

2.1 Emission av aktier – en översikt

2.1.1 *Allmänt om ökning av aktiekapital*

De regler som huvudsakligen styr en ökning av aktiekapital via emissioner finns i 11-16 kap ABL. Andra regler, exempelvis de om bolagsstämma och bolagsordning i tidigare kapitel i ABL, kan även vara av relevans vid ett emissionsförfarande.⁷ I 13 kap 1 § ABL stadgas att aktiekapitalet i ett bolag kan ökas via en nyemission eller fondemission.

En fondemission regleras i 12 kap ABL och är en rent bokföringsmässig åtgärd, där bolagets fria kapital klassificeras om till bundet aktiekapital i balansräkningen. Finns tillgång utöver skulder och bolagets bundna kapital är det fritt eget kapital, 5 kap 14 § ÅRL. Det är således inte tal om en kapitalförskjutning till aktiebolaget, utan en renodlad omstrukturering av disponibelt kapital. Genomförandet av en fondemission får dock stor inverkan på bolagets fortsatta möjligheter att anskaffa kapital, detta då kreditgivare i viss utsträckning bedömer bolagets finansiella stabilitet

⁷ Gavatin, 1992, s. 57 ff.

utifrån aktiekapitalets storlek.⁸

I kontrast till fondemissionen är nyemission av aktier en handling som tillskjuter nytt kapital till ett aktiebolag. En nyemission kan te sig i olika former, exempelvis genom kontantemission, kvittningsemision eller en apportemission.

Beslut om nyemission fattas som utgångspunkt med enkel majoritet på bolagsstämman, 11 kap 2 § ABL. Övriga regler om ett aktiebolags tillvägagångssätt vid en nyemission stadgas i 13 kap ABL. Styrelsen i ett aktiebolag kan dock lägga ett förslag till bolagsstämman att besluta om nyemission, något som ofta är den normala startpunkten för en emissionsprocess.⁹ En styrelse har dessutom möjlighet att antingen besluta om emission med bolagsstämmans efterföljande medgivande, alternativt att styrelsen med bolagsstämmans bemyndigande kan besluta om emission i efterhand. Det finns således tre olika beslutsgångar att tillgå vid ett emissionsförfarande.¹⁰

Att ett aktiebolags bolagsordning tillåter en eventuell ökning av både det maximala antalet aktier såväl som det totala aktiekapitalet är ofta en förutsättning för nyemissionens giltighet.¹¹ Det minsta antalet aktier tillåts som minimum vara en fjärdedel av högsta antalet aktier föreskrivna i bolagsordningen. Det är något som inte sällan måste ändras innan en nyemission kan genomföras, ett tvång om ändring stadgas 11 kap 2 § ABL.

⁸ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 204 ff.

⁹ Sandström, 2010 s. 116.

¹⁰ Johansson, 2014, s. 233.

¹¹ Skog, 2013, s. 51.

2.1.2 Kontantemission

Denna form av emission är en traditionell ökning av ett aktiebolags egna kapital, nämligen att antingen en befintlig eller ny tillträd aktieägare tillskjuter kontanta medel till aktiebolaget. Beslut om kontantemission fattas med enkel majoritet.¹²

2.1.3 Apportemission

En apportemission innebär att aktiebolag tillförs annan egendom än kontanter, exempelvis en maskin, aktie eller ett patent. Ett exempel på dess praktiska användning är erläggandet av betalning vid ett företagsförvärv.¹³

Ett särskiljande drag för apportemission, i relation till övriga typer av emissioner, är att den till sin natur frånträder den företrädesrätt som föreskrivs i 13 kap 1 § ABL, mer om detta under avsnitt 2.2.1. Det har av lagstiftaren ansetts praktiskt komplicerat och icke önskvärt att samtliga aktieägare ska få en möjlighet att tillföra just den tillgång som bolaget förväntas vara i behov av.¹⁴

Centralt för den egendom som tillförs bolaget är att den ska inneha ett verkligt värde, dvs. medföra en nytta för mottagaren. Med ett krav på apportegendoms tillförda nytta i 2 kap 6 § ABL är det lagstiftarens målsättning att utesluta ett eventuellt missbruk via apportemissioner.

2.1.4 Kvittningsemission

En annan typ av emission är den som sker genom kvittning¹⁵, nämligen när en fordringsägare erhåller nyemitterade aktier i bolaget i utbyte mot kvittning av sina fordringar.¹⁶ Motivet bakom lagligheten av en

¹² Bergström & Samuelsson, 2012, s. 256.

¹³ Sevenius, 2011, s. 278 ff.

¹⁴ Sandström, 2010, s. 118.

¹⁵ Beslut om aktietecknings kvittning mot en fordran föreskrivs i emissionsbeslutet, 13 kap 24 § ABL.

¹⁶ Skog, 2013, s. 51.

kvittningsemission är att den anses möjliggöra kapitalanskaffning och en lägre skuldsättningsgrad, utan att en borgenär behöver tillskjuta nytt kapital.¹⁷

Det som i praktiken sker är att bolaget konverterar skuld till eget kapital. En kvittningsemission är inte att förväxla med utgivande av mezzaninlån eller konvertibler, som till sin natur också har en omvandlande funktion från skuld till eget kapital.¹⁸ En kvittningsemission är en aktieemission, regler om konvertibler och dess emissioner hanteras istället i 15 kap ABL.

2.2 Företrädesrätten

2.2.1 Primär företrädesrätt

En central fråga vid en nyemission är vem som ska äga rätt till de nya aktierna. Vid en kontant- eller kvittningsemission är huvudregeln att befintliga aktieägare har företrädesrätt till nya aktier i förhållande till sin ägarandel i aktiebolaget. Denna legala rätt tillkommer aktieägaren enligt 13 kap 1 § ABL och kallas för den *primära företrädesrätten*.

Lagstiftaren har genom en regel om befintliga aktieägares företrädesrätt ämnat skapa vissa garantier för att reglerna om nyemission inte utnyttjas, dvs. att på ett otillbörligt vis rubba balansen mellan olika aktieägargrupper. Det kan exempelvis syfta till att ge alla aktieägare lika möjligheter att utnyttja den förmån som ligger i att en teckningskurs vid nyemission kan vara särskilt fördelaktig.¹⁹

Ett bolag med flera aktieslag, som ofta skiljer sig åt vad avser vinstutdelning, röstvärde samt företrädesrätt vid konkurs, måste reglera

¹⁷ Prop. 2004/05 s. 352.

¹⁸ Andrén, Eriksson & Hansson, 2003, s. 101 ff.

¹⁹ Prop. 2004/05:85, s. 675 ff.

dessa skillnader i bolagsordningen. Detta blir särskilt aktuellt rörande företrädesrätt vid nyemission – ska exempelvis en ägare av preferensaktier ha företrädesrätt även vid emission av B-aktier?

Vanligen formuleras i bolagsordningen²⁰ att aktieägarna antingen har företrädesrätt till aktier av samtliga emitterade slag (*lika företrädesrätt*), eller att en aktieägare enbart har företrädesrätt till det aktieslag den redan är innehar (*olika företrädesrätt*).²¹

2.2.2 Subsidiär företrädesrätt

Om en bolagsordning i ett aktiebolag föreskriver att en företrädesrätt vid en nyemission enbart uppkommer för nuvarande ägare av den emitterade aktiesorten, ska enligt 4 kap 3 § ABL det även föreskrivas en *subsidiär företrädesrätt*.²²

Denna företrädesrätt fungerar, praktiskt sett, så att vid det tillfälle då innehavarna av ett visst aktieslag, nämligen det som emitteras, väljer att inte teckna sig i första hand så tillfaller rätten att teckna till samtliga aktieägare i bolaget.²³

Det bör dock poängteras att en subsidiär företrädesrätt i många lägen *inte* aktualiseras, då aktietecknarna med primär företrädesrätt ofta tenderar att sälja sina teckningsrätter vidare till utomstående. På detta vis, menar Johansson, är lagtexten på området inte helt lyckad. Ett kringgående av den subsidiära företrädesrätten är därmed möjlig via marknaden för teckningsrätter genom försäljning till utomstående.²⁴

²⁰ Olika aktieslag stadgas i 4 kap 2 § ABL. De två alternativen möjliggörs av 4 kap 3 § ABL.

²¹ Skog, 2004, s. 12.

²² Johansson, 2014, s. 97.

²³ Skog, 1996, s. 16.

²⁴ Johansson, 2014, s. 97.

2.3 Riktad emission – ett avsteg från företrädesrätten

2.3.1 *Bakgrund till riktade emissioner*

Fram till 1973 fanns det en ovillkorlig företrädesrätt för befintliga aktieägare. Vid denna tidpunkt släppte man på detta absoluta krav till förmån för Allmänna Pensionsfonder och dess möjlighet att kunna göra kapitaltillskott i aktiebolag och därmed bli aktieägare.²⁵ De regler som infördes begränsades dock inte enbart till dessa fonder, utan lagstiftaren valde att luckra upp systemet i sin helhet. Emissioner har sedan dess, under vissa förutsättningar, kunnat riktas till befintliga såväl som utomstående aktieägare.

Beslut om en riktad emission fattas efter 1995 inte²⁶, likt en vanligt företrädesemission, med enkel majoritet. Istället krävs två tredjedelar av rösterna på bolagsstämman enligt 13 kap ABL.²⁷ Processen är alltså ett avsteg från den grundläggande princip behandlad under avsnitt 2.2.1. Beslut om riktad nyemission fattas enbart i det enskilda fallet, det är inget beslut som kan föreskrivas gälla löpande enligt bolagsordningen.²⁸

2.3.2 *Skäl att rikta en nyemission*

Skälen och motiven bakom att rikta en nyemission är många. Då lagstiftningen²⁹ uppställer ett krav på motivering till avvikelser från företrädesrätten är det av relevans att behandla motiven bakom en riktad nyemission.

²⁵ Prop 1973:93 s. 71.

²⁶ En harmonisering av EU-rätten har medfört ett krav på två tredjedelars majoritet.

²⁷ Främst 1-2 §§ i 13 kap ABL.

²⁸ Skog, 2004, s. 19.

²⁹ 13 kap 4 § 4 st. ABL uppställer krav på avvikelseförklaring. Ursprungliga rätten till avvikelser från företrädesrätt följer av 13 kap 1 § 2 st. punkt c ABL.

Ett motiv kan vara en finansiell kris som medför att ett aktiebolag inom en kort period behöver kapital. Tidsaspekten är således av relevans för bolaget när man beslutar om riktad emission, en process som är klart mindre tidskrävande än en reguljär företrädesemission. Då en riktad emission är mindre tidskrävande medför det vanligtvis även mindre administrativa kostnader under förfarandet. Slutligen bör noteras att en riktad nyemission ofta genomförs för att få in en aktieägare med en viss kompetens eller stark kassa, något som på sikt anses gynna bolaget.³⁰

Eftersom både en investering alternativt en finansiell kris med fördel ofta hanteras med brådska under en kortare tidsperiod, blir en riktad emission önskvärd och praktisk då kravet på skyndsamhet som handlingen uppställer uppfylls.³¹ Man har i förarbeten även pekat på att motivet bakom en riktad nyemission kan ligga i tryggheten att få emissionen fulltecknad. Vid en oriktad nyemission riskerar bolaget att inte få sin emission fulltecknad och därmed riskera syftet med emissionen att falla.³²

2.3.3 *Utspädningseffekter för icke deltagande aktieägare*

En riktad emission leder till en s.k. *utspädning* av dels befintliga aktieägares röstandel, såväl som dess kapitalandel i bolaget. De aktieägare som inte tillåts delta i emissionen får relativt sett till de nytecknande aktieägarna en mindre andel. En särskilt kritisk skiktgräns uppstår vid en ägarandel om tio procent av bolaget. I ett scenario där det exempelvis finns två ägare, varav minoritetsägaren späds ut och hamnar på en andel lägre än tio³³ procent (och majoriteten således ett >90 % ägande), finns risk att denne helt förlorar sin

³⁰ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 266, samt AMN 2002:2.

³¹ Gavatin, 1992, s. 59.

³² SOU 1971:15, s. 175.

³³ För tydliggörande exempel av ekonomisk utspädning, se Bergström & Samuelsson, 2012, s. 259 ff.

ägarandel i bolaget med bakgrund av reglerna om tvångsinlösen i 22 kap ABL.³⁴

Minoriteten är dock inte helt utan maktmedel i ett läge då den finner sig själv förfördelad vid ett beslut om en riktad nyemission. Det finns möjligheter för minoriteten att väcka en talan om klander med stöd av diverse minoritetsskydd, se vidare under avsnitt 4.1³⁵.

³⁴ Se även ytterligare minoritetsregler som med 10 % ägarandel ger möjligheter, exempelvis att kalla till extrastämma enligt 7 kap 13 § 2 st. ABL, påkallande av särskild granskare enligt 10 kap 21-22 §§ ABL, samt påyrkan om vinstutdelning, 18 kap 11 § ABL. Dessa kontrollverktyg för minoriteten riskerar att gå förlorade vid en utspädning av ägarandelar i bolaget.

³⁵ Skog, 2013, s. 55.

3 Aktieägar skydd

3.1 Inledande kommentar om aktieägar skydd

Majoritetsprincipen är grundläggande i svensk bolagsrätt. Den aktieägare som vid bolagsstämma kontrollerar majoriteten av rösterna kommer följaktligen att besluta i de flesta aktuella frågorna för bolaget. Motivet bakom denna princip ligger i att bolaget ska förvaltas effektivt och vara beslutskraftigt. Sandström menar att reglerna existerar i syfte att hindra majoritetsägaren från att, enkelt uttryckt, spela ett ”*ojust spel*”.³⁶

Aktieägar skyddet vid riktade nyemissioner bygger till stor del på kravet om kvalificerad majoritet för stämmobeslut³⁷ som avviker från aktieägarnas primära företrädesrätt, principen om likabehandling samt de två generalklausulerna. Det kan tydliggöras genom att det kvalificerade majoritetskravet i regel ställer upp ett första skydd, som vidare backas av likhetsprincip såväl som generalklausul i det läge då storägarna har en kvalificerad majoritet.³⁸

3.2 Likhetsprincipen

3.2.1 Om likhetsprincipen

Principen om likabehandling kommer främst till uttryck i 4 kap 1 § ABL och är den princip som syftar till att aktier i aktiebolag ska likställas. Det avser främst de skyldigheter och rättigheter som är hänförligt till aktierna

³⁶ Sandström, 2010, s. 196.

³⁷ För en närmare redogörelse, se avsnitt 2.3.1.

³⁸ Prop. 1973:93 s. 83.

och *inte* aktieägarna³⁹, således kan inte spörsmål rörande exempelvis bolagets beslut om anställningar eller inköp av maskiner angripas med stöd av likhetsprincipen.⁴⁰

Avsteg från likhetsprincipen tillåts införas i bolagsordningen genom att olika aktieslag så som A-aktier, B-aktier och preferensaktier föreskrivs. Likhetsprincipen får i ett sådant läge den betydelsen att det i bolagsordningen angivna förhållandet mellan aktieslagen ska respekteras. Skillnaden mellan aktieslagen rörande exempelvis vinstdelning och röstvärde får inte vara relaterat till aktieägaren, utan enbart till aktien.⁴¹

3.2.2 Rättsutvecklingen i doktrin och praxis

Likhetsprincipen är som ovan konstaterat en grundläggande associationsrättslig princip, men dess innebörd är inte helt klar.⁴² Praxis från HD rörande hur ägarna till ett aktiebolag i realiteten ska tolka och eventuellt göra avsteg⁴³ från likhetsprincipen är spretig. I målet NJA 1977 s. 393 uttalar HD, enligt tolkning av Pehrson⁴⁴, att en olik behandling mellan ägare kan vara tillåten trots att den inte är medgiven i bolagsordningen – närmare bestämt då ”*detta är av sakliga skäl motiverat*”.

Rättsfallet har flitigt debatterats i doktrin. Nial, Johansson, Rodhe, Skog⁴⁵ samt Åhman⁴⁶ ställer sig alla skeptiska till Pehrsons slutsats av rättsfallet. Johansson uttalar att ett avsteg från likhetsprincipen kan göras såvitt det avser att ”*avvärja en allvarlig kris för bolaget*”, men godtar inte den mer

³⁹ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 63.

⁴⁰ Nerep, 2003, s. 290.

⁴¹ Johansson, 2014, s. 158.

⁴² Åhman, 1997, s. 792.

⁴³ Förslagsvis vid en riktad nyemission.

⁴⁴ Pehrson, 1987, s. 501.

⁴⁵ Skog, 2013, s. 248.

⁴⁶ Åhman, 1997, s.

generella inskränkningen som Pehrson uttalat.⁴⁷ Rodhe och Skog anser även de att Pehrsons ståndpunkt är orimlig. De är av åsikten att likhetsprincipen med ett sådant ställningstagande helt åsidosätts.

Vidare har HD i det mer aktuella NJA 2013 s. 1250 behandlat en fråga om bl. a. likhetsprincipen kan aktualiseras i ett läge då en aktieägare motsätter sig stämmobeslut om likvidation, ett beslut som de facto åsamkade nämnda aktieägare ekonomisk skada. Övriga aktieägare åsamkades inte skada i samma utsträckning och således medförde beslutet i praktiken olika konsekvenser för aktieägarna.

Arvidsson konstaterar i en nyligen utgiven artikel⁴⁸ att HD tar fasta på att likvidationsbeslutet i sig var ”formellt detsamma” för samtliga aktieägare samt att likhetsprincipen då inte satts åt sidan. En likabehandling av samtliga aktier har i strikt mening brukats. Arvidsson menar vidare att rättsfallet undanröjer mycket av den förvirring och sammanblandning med generalklausulerna som följde efter 1977 års rättsfall och därefter i juridisk doktrin.

Av prejudikatet följer att likhetsprincipen kan konstateras ha en strukturell funktion. Med det menas en formell och strikt språklig tillämpning om likhet rörande aktier i bolaget, som enbart tar sikte på hur medlemmarnas rättigheter i associationen förhåller sig till varandra – inte dess innehåll och effekter. Vad ett beslut eller en åtgärd reellt sett leder till har ingen betydelse för likhetsprincipens tillämpning. En reell olikbehandling regleras istället av generalklausulerna, se avsnitt 3.3.

3.2.3 Avslutande kommentar

Argumentation rörande avsteg från likhetsprincipen vid en riktad nyemission i exempelvis tider av finansiell kris som förts i doktrin torde

⁴⁷ Johansson, 1990, s. 124.

⁴⁸ Arvidsson, 2015, s. 266.

bl.a. i ljuset av NJA 2013 s. 1250 enligt min mening istället hänförs till generalklausulen som är ämnad att ta sikte på en reell olikbehandling. Vid en riktad nyemission behandlas alla aktier enligt dess strikta ordalydelse lika. Således bör en missnöjd aktieägare istället angripa en olovlig nyemission med generalklausulerna som redogörs för nedan.

3.3 Generalklausulerna

3.3.1 Allmänt

I ABL finns två stycken generalklausuler. De återfinns i 7 kap 47 § vad avser stämmobeslut, samt 8 kap 41 § ABL avseende styrelsebeslut och annan företrädare för bolaget. Då beslut om en riktad nyemission fattas på bolagsstämma är det den förstnämnda generalklausulen som främst är av relevans, även om ett beslut rörande en riktad nyemission kan delegeras till styrelsen.⁴⁹

3.3.2 Generalklausulens innebörd

Bestämmelsen i fråga innebär att en bolagsstämma inte får företa en rättshandling som är ägnat att ge *otillbörlig fördel* åt en aktieägare eller någon annan, som är till nackdel för bolaget eller annan aktieägare.⁵⁰

Lagstiftaren ansåg inte likhetsprincipen som tillräcklig, utan ville ge minoritetsskyddsreglerna det ett bredare tillämpningsområde.

Generalklausulen kan sammanfattningsvis konstateras vara ett *villkorat förbud mot en positiv särbehandling* av aktieägare.⁵¹

Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna ställs på sin spets i motivuttalandena till aktiebolagen, där det stadgas att ett beslut som

⁴⁹ Nerep & Samuelsson, 2012, 7 kap 47 §.

⁵⁰ Andersson & Sten, 2009, 7 kap 47 §.

⁵¹ Arvidsson, 2014, s. 275.

är förenligt med lag (dvs. likhetsprincipen) aldrig kan vara otillbörliga.⁵² I ett scenario då en riktad nyemission inte strider mot likhetsprincipen skulle stämmobeslutet då inte gå att angripa med associationsrättsliga aktieägarskyddsregler. En sådan slutsats förefaller enligt doktrinen orimlig. I doktrin menar man nämligen att detta är den stora skillnaden mellan de två skyddsreglerna, dvs. att generalklausulen även tar sikte på de ekonomiska effekterna av en åtgärd och inte enbart åtgärden *som sådan* – följaktligen bör åtgärden trots en konformitet med likhetsprincipen kunna angripas av generalklausulen.⁵³

3.3.3 Företagsekonomiskt försvarbart och otillbörlighetsrekvisitet

Ett cirka 40 år gammalt motivuttalande⁵⁴ till aktiebolagslagen fastslog att en åtgärd som ligger i bolagets intresse och är företagsekonomiskt riktig eller försvarlig inte kan betecknas som *otillbörlig*, även i det fall då åtgärden innebär en avvikelse från generalklausulen. Uttalandet har skapat stora oklarheter och meningsskiljaktigheter i tillämpning såväl som i doktrin.

Rohde och Skog menar på att uttalandet leder till en olämplig tolkning, att en strikt tolkning av motivuttalandet leder till slutsatsen att en god gärning för bolaget medför ett tillåtet fränsteg från ett krav på likabehandling. Främst menar man att företagsekonomi inte kan leda till några rättsnormer. Vidare konstaterar Skog att bolagets intresse är detsamma som aktieägarnas gemensamma intresse – då tycks det ologiskt att använda detta redskap för att lösa en konflikt mellan aktieägare.⁵⁵

Av annan åsikt är Nerep, han menar på att företagsekonomiska aspekter med fördel ska tas hänsyn till vid en bedömning av ett otillbörligt handlande.

⁵² Prop. 1973:93, s. 137.

⁵³ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 169 ff.

⁵⁴ Prop. 1973:93, s. 137.

⁵⁵ Skog, 2013, s. 248 ff.

Nerep konstaterar dessutom att en företagsekonomiskt försvarlig åtgärd kan vara otillbörlig då den gynnar exempelvis majoritetsaktieägaren.⁵⁶

En annan åsikt framförs av Samuelsson, Högfeldt och Bergström, då de menar på att motivuttalandet är ett klagörande av att vinstmaximeringsprincipen är överordnad otillbörlighetsrekvisitet och att därmed likabehandling får stå åt sidan för detta. Uttalandet får rimligen tolkas som ett nedskrivande av generalklausulens betydelse vid situationer rörande bl.a. riktade nyemissioner.⁵⁷ Det kan dock i undantagsfall förekomma att en aktieägare, med stöd av generalklausulen, kan angripa ett beslut som medför en otillbörlig fördel hos en annan aktieägare.⁵⁸

Då innebörden av rekvisitet om otillbörlighet och dess koppling till företagsekonomisk försvarbarhet uppenbarligen enligt ovan inte är klarlagd, uppstår även fortsättningsvis oklarheter kring vilka företagsekonomiska åtgärder som bedöms vara otillbörliga åtgärder i generalklausulens mening.

3.3.4 Rättsutvecklingen i HD

Generalklausulen i dess nuvarande utformning har av HD enbart prövats två gånger, detta i NJA 2000 s. 404 samt NJA 2013 s. 1250.⁵⁹

I NJA 2000 s. 404 var situationen den att verksamheten i ett aktiebolag, AB 1, flyttas över utan ersättning till ett annat aktiebolag, AB 2. En minoritetsaktieägare i AB 1 väckte talan då det visats sig att flera aktieägare i AB 2 även var delägare i AB 1 och därmed tillskansat sig verksamheten genom att sitta på ”dubbla stolar”. HD ansåg att detta beslut beredde en otillbörlig fördel för majoritetsägaren samt att minoritetsaktieägaren berövats möjligheten att få avkastning på sitt satsade kapital i en

⁵⁶ Nerep, 2003, s. 298 ff.

⁵⁷ Författares anmärkning.

⁵⁸ Bergström, Högfeldt & Samuelsson, 1994, s. 139.

⁵⁹ Johansson, 2014, s. 161.

vinstgivande verksamhet.⁶⁰

Slutligen var skadan formellt sett lika stor för samtliga aktieägare. Då HD menade på att generalklausulen även omfattar den reella effekten, dvs. tar hänsyn till det faktum att majoritetsägarna otillbörligen gynnades av stämmobeslutet, var 7 kap 47 § ABL tillämplig i fallet och underprisöverlåtelsen var därmed ogiltig.

I det nyligen publicerade rättsfallet NJA 2013 s. 1350 är det, med riktade nyemissioners tillåtlighet i åtanke, av intresse att se till huruvida ett aktiebolags stämmobeslut om likvidation stridit mot generalklausulen. För det första bekräftar domen den sedan tidigare etablerade föreställningen om att det är av stor betydelse om den till synes olovliga handlingen har bidragit till en överföring av ekonomiska värden mellan aktieägare.

Vidare konstaterar HD att likvidationsbeslutet (som vid en analogi torde kunna likställas med ett beslut om riktad nyemission)⁶¹ *som sådant* inte medförde någon överföring av ekonomiska värden mellan aktieägare, och på så vis skiljer sig från NJA 2000 s. 404 där en mer omedelbar koppling fanns mellan beslutet och dess effekt.⁶² Den ekonomiska överföring som skedde mellan aktieägarna i 2013 års fall har inte med likvidationsbeslutet att göra, utan härstammar från händelser i ett senare skede då en underprisöverlåtelse av inkråmet i bolaget företogs. Stämmobeslutet kan således inte angripas med generalklausulen.⁶³

Rättsfallets prejudikatvärde i en analogi till en riktad nyemission får dessvärre anses begränsat. Ett sådant stämmobeslut torde likt NJA 2000 s. 404 ha en mer direkt koppling då det är beslutet *som sådant* som kan leda

⁶⁰ Andersson & Pehrson, 2008, s. 121 ff.

⁶¹ Författarens anmärkning.

⁶² Punkt 9 i domen.

⁶³ Arvidsson, 2014, s. 267 ff.

till en ekonomisk eller röstvärdesmässig förlust för minoriteten. Beslutet är därmed av otillbörlig art. *Vad* som är det otillbörliga i en olovlig (dvs. vad det är som egentligen kategoriserar emissionen som olovlig) nyemission är med detta rättsfall dock ännu obesvarat. Det kan dock med säkerhet konstateras, en gång för alla, att ett stämmobeslut rörande det som senare visar sig vara en olovlig samt riktad nyemission kan angripas med generalklausulen.

3.3.5 Rättsutvecklingen i hovrätten

Från hovrätterna är främst fallet Birger Lundström m.fl. mot Allmänna Ingenjörbyrå AB⁶⁴ av intresse. Bolaget hade utfärdat en riktad nyemission av konvertibla skuldebrev gentemot de anställda (som dessutom var aktieägare) till en underkurs utan att, enligt kändan, påvisa objektivt godtagbara skäl – något som väckte minoritetsaktieägarnas missnöje.

Tingsrätten uttalar i målet att generalklausulen ska tillämpas restriktivt samt att tillämpbarheten av otillbörlighetsrekvisitet är tveksamt. Domstolen utgår således från majoritetsprincipens företräde framför en tillämpning av generalklausulen. Vidare i Hovrätten beslutades om inhibition av emissionsbeslutet samt att parterna förliktes, oturligt nog i en av uppsatsens relevanta sakfrågor - nämligen den om generalklausulens tillämpbarhet på riktade nyemissioner.

⁶⁴ Ö 1845/84, Svea Hovrätt.

4 Problematiska områden vid intresseavvägningen

4.1 Värdering av aktier

4.1.1 Värderingens betydelse

I ett börsnoterat bolag är det till synes enkelt att avgöra värdet per aktie då man i realtid kan följa börskursens utveckling.⁶⁵ I ett privat aktiebolag är situationen dock en annan. Det finns ingen vetskap om bolagets aktiekurs och således kan svårigheter uppstå vid bestämmande av teckningskurs i fall av nyemission.

Vid en nyemission har av Johansson uttalat att man främst ska undersöka tre aspekter vid avgörande om riktade nyemissioners förenlighet med generalklausulen. Dessa är de nya aktiernas teckningskurs, en förändring av de ekonomiska såväl som styrkeförhållandena i bolaget, samt skälen bakom en riktning av nyemissionen.⁶⁶ Centralt blir därmed att se till värderingsmetoder som används för att i ett privat aktiebolag värdera aktier. Värt att inledningsvis notera är att aktiens teckningskurs enligt ABL aldrig får sättas under aktiens kvotvärde.⁶⁷ Utöver denna reglering finns i ABL ingen bestämmelse om prissättning av aktier i privata aktiebolag.

⁶⁵ Sevenius & Örtengren, 2012, s. 41.

⁶⁶ Johansson, 1990, s. 148.

⁶⁷ 13 kap 4 § 3 st. ABL.

4.1.2 Tillvägagångssätt vid värdering i privata aktiebolag

Vid värdering av en aktie finns olika tillvägagångssätt. De tre vanligaste är substansvärdering, jämförande värdering samt kassaflödesvärdering.

Substansvärdering genomförs via en ögonblicksbild på bolagets balansräkning och dess tillgångar, för att sedan avgöra dess monetära värde. Man tar således *inte* någon hänsyn till verksamhetens resultaträkning eller finansiella prestation under året eller framtida år. Vid en jämförelsevärdering sker endast en jämförelse av exempelvis årets vinst i förhållande till värdet per aktie.⁶⁸ Jämförelsen görs mellan det privata aktiebolaget som man avser värdera och dess motsvarigheter på aktiemarknaden där ett värde enklare kan fastslås.

Kassaflödesvärdering fokuserar, till skillnad från metoden om substansvärdering, enbart på bolagets kassaflöde och framtida disponibla kontanta medel. Man ämnar beräkna framtida kassaflöden till ett nutida värde för att på så vis värdera bolaget. Denna värderingsmetod är ytterst vanlig och har starka subjektiva inslag i samband med prognostiseringen av framtida kassaflöden.⁶⁹

4.1.3 Riskpremie och dess koppling till informationsasymmetri

Ett centralt begrepp vid aktievärdering är *riskpremie*. En investering i aktier anses generellt medföra ett visst risktagande. Vid värderingen av aktier måste en premie för detta risktagande därmed kalkyleras fram, dvs. vilken ersättning investeraren kräver för sitt risktagande vid tecknande av aktier.

Av relevans ur ett juridiskt perspektiv är att en riskpremie påverkar värdet på aktien, dvs. en låg riskpremie ger ett högt nuvärde på aktien och vice versa. Riskpremiens storlek kan komma att öka pga. en rådande

⁶⁸ Det s.k. P/E talet.

⁶⁹ Edenhammar, Norberg & Thorell, 2012, s. 185 ff.

informationsasymmetri mellan aktieägarna och utomstående investerare, varpå den senare kräver ersättning för denna ovisshet.

Denna informationsasymmetri medför således en högre *rabatt* för aktietecknaren vid en riktad nyemission, då denna inte är beredd att betala ett lika högt pris för aktierna vid stor osäkerhet.⁷⁰ Storleken på en sådan rabatt är av intresse vid bedömningen av den riktade nyemissionens tillåtlighet i förhållande till ABL:s regler om likabehandling.

4.2 Gränsdragning vid riktade nyemissioner

4.2.1 Utveckling i lagstiftning

Motivuttalanden från stiftandet av 1975 års ABL stadgar att riktade nyemissioner får ske enbart av objektiva skäl. Lagutskottet menade dessutom på att det torde vara ”synnerligen ovanligt” att en riktning gentemot en befintlig aktieägare inte skulle stå i strid med generalklausulen.⁷¹ Än idag råder med bakgrund av dessa uttalanden osäkerhet på rättsområdet.⁷² I DS 2012:37 har dock Skog uttalat att det snart 40 år gamla uttalandet får ses som överspelat, något som även regeringen stödjer.⁷³ Om avståndstagandet enbart avser börsbolag eller även bolag som omfattas av ABL i allmänhet förefaller oklart.

Notera även att en viss glidning verkar råda mellan aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten. Skogs uttalanden ledde bl. a. till att Kollegiet för bolagsstyrning i ett senare skede bemyndigades lämna en rekommendation⁷⁴

⁷⁰ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 265.

⁷¹ Prop. 1973:93 s. 129 samt LU 1973:19 s. 45.

⁷² Prop. 2013/14:86, s. 66.

⁷³ Prop. 2013/14:86, s. 66 f.

⁷⁴ Kollegiet för bolagsstyrning, 2014

till aktiemarknaden baserat på den diskussion som förts rörande ABL. Det verkar således något oklart huruvida Skog, regeringen samt Kollegiets uttalanden är applicerbara på privata aktiebolag och dess riktade nyemissioner. Klarlagt är att ABL styr privata aktiebolags handlande, men är innehållet i 2013 års proposition aktuellt för privata bolag? En tydligare distinktion mellan de två vore i sammanhanget onekligen önskvärd.

Vidare fastslår regeringen att ett stämmobeslut om riktad nyemission inte löper någon risk att angripas av generalklausulen så länge det inte föregås av ett illojalt syfte samt säkerställer marknadsmässighet.⁷⁵ Uttalandet motiverar eller exemplifierar dessvärre inte vad som menas med varken marknadsmässighet eller illojalt handlande, vilket därmed fortfarande vidhåller frågetecken på området.

I propositionen lämnar man detta till rättstillämpningen. Huruvida man med *rättstillämpning* avser utlåtanden från Kollegiet för bolagsstyrning samt avgöranden från AMN rörande *enbart aktiemarknaden* som tillfredsställande, eller om skrivningen är en förskjutning till HD att pröva frågan ur ABL:s synvinkel är oklart. Detta med bakgrund av att den i propositionen kommenterade DS 2012:37 tar sikte specifikt på aktiemarknadsbolag.

4.2.2 *Teckningskursens rabatt*

Likt ovan konstaterat förefaller det oklart vad som egentligen avses med marknadsmässighet och var gränsen går för en riktad nyemissions tillåtlighet. Som Johansson konstaterat⁷⁶ är emissionskursen en av de saker som analyseras vid en rättslig bedömning av en riktad nyemission, då en underprissättning medför en ekonomisk utspädning.

Att emittera nya aktier till en rabatt vid en riktad nyemission motiveras

⁷⁵ DS 2012:37, s. 44 f. samt Prop. 2013/14 s. 66.

⁷⁶ Johansson, 1990, s. 148.

främst av den informationsasymmetri och den riskpremie som följer därav. Det ska enkelt uttryckt vara *lockande* för exempelvis en utomstående placerare att investera i ett bolag i finansiell kris. Därmed tillåts en viss rabatt på aktiepriset vid teckningen – utan att det anses strida mot generalklausulen.⁷⁷ Vidare kan fastslås att en definition av begreppet *finansiell kris* inte har klarlagts i förarbetena. Måste bolaget riskera att gå i konkurs? Måste den riktade nyemissionen vara central för bolagets överlevnad? Detta torde bli en bedömningsfråga för rättstillämpningen.

Rodhe menar på att emissionskursen måste ligga på ett värde som ”ligger nära” det aktuella aktievärdet.⁷⁸ I förarbetena stadgas att en underkurs är tillåten, men att rättstillämpningen ytterst får avgöra vad som är en tillåtlig emissionsrabatt, innan det riskerar att strida mot generalklausulen.⁷⁹ För vägledning i vad som möjligen kan anses ”ligga nära” menar Skog på att riktade nyemissioner ofta ligger på en rabatt om 5-10 % på aktiemarknaden. En generell och gräns för en godtagbar emissionsrabatt finns inte, detta har i doktrin inte heller ansetts lämpligt att införa. En bedömning bör göras i det enskilda fallet.⁸⁰

4.2.3 Gränsdragningen rörande otillbörlighetsrekvisitet

De övriga två aspekter som bör analyseras vid en legal bedömning av en riktad nyemission är skälen till dess riktande samt eventuella förskjutningar i bolagets maktförhållanden. Vad som utgör en otillbörlig åtgärd enligt generalklausulen utifrån dessa aspekter är omdebatterat i doktrin. Den företagsekonomiska aspekten blir av stor vikt både vad gäller skälen och maktförskjutning, men som konstaterats ovan är dess innebörd inte klarlagd.⁸¹

⁷⁷ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 266.

⁷⁸ Skog, 2013, s. 56 ff.

⁷⁹ Prop. 1975:103 s. 103

⁸⁰ Skog, 2004, s. 24.

⁸¹ Se avsnitt 3.3.3.

Genom ledning av rekommendationer från aktiemarknadens självregleringsorgan fås inte heller en tydlig bild av vad otillbörlig egentligen betyder i sammanhanget. Det pekas på att en bedömning måste göras i det enskilda fallet.⁸²

Vad avser *skälen* bakom stämmobeslutet konstaterar man dock, likt doktrinen⁸³, att en risk att nyemissionen inte fulltecknas, kostnader för förfarandet, tidsaspekten såväl som en önskan att få in en specifik aktieägare i bolaget är alla acceptabla motiv till ett riktande av nyemissionen. Huruvida dessa motiv är acceptabla vid liknande situation i ett privat aktiebolag är oklart. En brist på domstolsavgöranden i frågan skapar oklarhet på området.

⁸² Initiativavgörandet AMN 2002:2.

⁸³ Bergström & Samuelsson, 2012, s. 266, samt AMN 2002:2.

5 Analys och slutsats

5.1 Problematisering

I en ansats att besvara de frågor som inledningsvis ställts följer nedan en redogörelse av delar ur den problematik som under arbetets gång lyfts fram.

5.1.1 *Otillbörlighet*

Efter en viss tveksamhet i doktrin kan det, med bakgrund av ovan och framförallt NJA 2013 s. 1350, fastställas att det är generalklausulen som lämpligen används för att angripa ett otillbörligt stämmobeslut vid en riktad nyemission. NJA 2000 s. 404 påvisar dessutom generalklausulens tillämplighet på beslut som formellt sett likabehandlar, men som reellt sett inte likabehandlar aktieägarna. Det finns således en inbyggd genomträngande effekt i generalklausulens tillämpning.

Vad gäller *företagsekonomiskt motiverat* som en ursäktande omständighet vid gränsfall och att handlandet därmed inte kan angripas med generalklausulen, framstår rättsläget ännu som oklart. Man väger helt enkelt den företagsekonomiska betydelsen för bolaget av den riktade nyemission gentemot minoritetsskyddet. En företagsekonomisk motivering vid exempelvis finansiell kris kan enligt min mening inte ensamt väga tyngre än otillbörlighetsrekvisitet, även om argument av motsatt åsikt framförts i doktrin.

Vad gäller otillbörlighetsrekvisitet kan sammanfattningsvis fastslås att det på ett effektivt sätt motverkar det absolut grövsta missbruket. Ett scenario där exempelvis en majoritetsägare medvetet riktar en nyemission till sig själv eller närstående i syfte att späda ut minoritetens andel omfattas definitivt av skyddet och kan således klandras. Regelverket uppfyller således inledningsvis sitt syfte. Ju mindre uppenbart missbruket är, desto

tamare blir regelverket och oklarheter tenderar att uppstå. Se vidare diskussion nedan.

5.1.2 Värderingsproblematik

I doktrin konstateras ofta hastigt att man vid en riktad nyemission känner till det korrekta, verkliga värdet av de aktier som ska emitteras. Detta må vara fallet för ett aktiemarknadsbolag, men en kritisk granskare kan tycka att situationen förefaller annorlunda i ett privat aktiebolag. Värdering av aktier i onoterade bolag är som ovan konstaterat inte någon exakt vetenskap och bygger ofta på antaganden om framtida vinster. Det är följaktligen av vikt att stanna upp redan innan antagandet om aktiens verkliga värde och problematisera kring detta.

Om ett bolag med säkerhet inte kan fastslå det korrekta värdet på aktien – hur ska aktieägarna på stämman då känna till huruvida det är i linje med lagstiftningen? Bakgrunden till doktrinens genomgående tystnad i frågan får rimligen förklaras med anledning av ett osäkert rättsläge.

5.1.3 Rabattens storlek

I ett scenario då läsaren förutsätter att bolaget lyckats fastslå ett verkligt värde på aktien enligt ovan, hur stor rabatt får då lämnas i nyemissionen? Lagtexten ger ingen klarhet i frågan. Att en aktiekurs i ett privat aktiebolag inte får sättas lägre än kvotvärdet medför inget för att radera ut den eventuella oklarheten.

Detta påstående kan illustreras med följande *exempel*: ett privat aktiebolag har ett aktiekapital om 100 000 kronor, med 1000 utestående aktier och således ett kvotvärde om 100 kronor per aktie. Bolaget gör dock en vinst om 10 miljoner kronor per år – vinsten är en aspekt som ovan konstaterat är helt frånkopplad kvotvärdets storlek.

Vi antar vidare att bolag i denna bransch i Sverige i snitt värderas till fem gånger vinsten.⁸⁴ Aktievärdet är således 50 miljoner kronor dividerat med 1000, nämligen 50 000 kronor per aktie. En diskrepans mellan kvotvärdet och aktievärdet är därmed 49 900 kronor. Exemplifieringen tydliggör enligt min mening uddlösheten och dess medföljande osäkerhet som dagens lagstiftning rörande värdering medför. ABL lägger ett golv, men släpper sedan lös frågan utan att ge ett svar på hur emissionsrabatten ska hanteras i ett exempel likt ovan.

I syfte att anlägga ett kritiskt perspektiv på den egna exemplifieringen kan konstateras att ett bolag med årlig vinst om 10 miljoner kronor möjligen inte är i behov av en riktad nyemission. Skäl så som att släppa in en storägare med viss kompetens för att möjliggöra framtida konkurrenskraft torde möjligtvis vara i linje med generalklausulen.

Gränsdragningen vid bestämmandet av emissionsrabattens storlek är därmed ytterligare ett huvudbry för en majoritetsägare som avser genomföra en riktad nyemission. Här kan alltså konstateras *flera lager av osäkerhet* på området. För icke marknadsnoterade bolag finns problematiskt nog inga konkreta riktlinjer för hur pass stor avvikelse som får utfärdas inom ramen för generalklausulen.

Klarlagt är att rabattens storlek enligt generalklausulen inte får medföra en otillbörlig fördel för tecknaren, men dess praktiska innebörd är icke klarlagd. Doktrin lämnar svävande svar i frågan så som ”*emissionskursen ska ligga nära dess egentliga värde*”. Rabattstorlekens tillåtlighet ska enligt lagstiftaren bedömas i det enskilda fallet. Lagstiftaren har följaktligen lämnat vidare tillämpningsfrågor till domstolarna. Huruvida en analogi från

⁸⁴ Stockholmsbörsen handlas just nu till en vinstmultipel om 15-20, exemplet med vinstmultipel om fem är därmed snålt räknat vid en jämförelse. Se avsnitt 4.1.2 om jämförelsevärdering. <http://www.finansportalen.se/nyckeltal/>

aktiemarknaden om en tioprocentig rabatt på emissionskursen är tillåtlig är inte klarlagt. Återigen, ur majoritetsägarens perspektiv: osäkerhet.

5.1.4 *Effekten av en osäkerhet*

Med avstamp i Fullers kriterier om rättssäkerhet kan den nuvarande lagstiftningen om riktade nyemissioner i privata aktiebolag inte anses tillräcklig. Då lagstiftaren valt att lägga ansvaret för att bringa klarhet i frågan på HD och de ännu inte gjort detta, uppstår ett vakuum. Det vore av stort intresse att se hur HD förhåller sig till AMN på området, samt om HD kan fastslå i vilken utsträckning analogier från aktiemarknadsrätten är möjliga på området.

Dagens rättsläge kan uppfattas något spretigt då även lagförarbetena inte ställer upp en tydlig gräns vad avser aktiemarknaden och privata aktiebolag. Klarlagt är att ABL är utgångspunkten, men tolkningar och kommentarer på området avser mestadels hur aktiemarknaden ska hantera frågan. Privata aktiebolag får ytterst anses bitvis bortglömda i frågan.

Ur å ena sidan majoritetsägarens perspektiv medför rimligen osäkerheten en hämmad handlingskraft hos denne. På sikt kan ett osäkert regelverk medföra en mindre dynamisk kapitalmarknad, vilket på sikt i sin tur riskerar att hämma tillväxten i samhället. Ett tydligt och förutsebart regelverk är således av intresse för marknadens aktörer.

Ur å andra sidan minoritetsägarnas perspektiv medför generalklausulen ett trubbigt instrument för att klandra ett stämmobeslut. Det är en svårförutsägbar process att driva, med stora kostnader som insats och detta riskerar möjligen att vara avskräckande för en icke så kapitalstark minoritetsägare.

5.2 Avslutande kommentar

Enligt min mening tycks det lämpligt för lagstiftaren att klargöra var den legala skiljelinjen går avseende privata aktiebolags emissioner i förhållande till generalklausulen vid riktade nyemissioner. Detta främst vad avser de tre aspekter ovan uppräddade av Johansson.

(1) Var går den yttersta gränsen för vad som ska anses vara en tillåtlig rabatt på *emissionskursen*? Ett hantverk som innefattar en subjektiv aktievärdering samt dagens uddlösa ABL-reglering torde rimligen lämna mycket att önska bland aktörerna på marknaden.

(2) Vilka *motiv* bakom riktandet är tillåtliga och riskerar inte att angripas av en missnöjd minoritetsägare genom klandertalan? Idag är, likt ovan konstaterat, *finansiell kris* det mest klara motivet bakom en tillåtlig riktad nyemission – utan att motivet i sig är definierat. Regleringen medför ständiga ad hoc-bedömningar och risktaganden.

(3) Hur pass stor *maktförskjutning* såväl som *ekonomisk utspädning* är tillåten vid en riktning av nyemissionen? Om inte fasta procentuella gränser lämpligen kan fastslås i ABL av rädsla att bygga ett för osmidigt hantverk, är åtminstone vägledning i form av uttalanden från lagstiftaren välkommet då praxis från HD lyser med sin frånvaro.

Är möjligen hela syftet med en generalklausul att erbjuda marknaden ett någorlunda brett instrument för att inte sätta stela gränser? Regleringen bidrar med bred tillämpning, men tenderar också att skapa bristande förutsebarhet på området. När släpper lagstiftaren tilltro till att enbart reglera området med en generalklausul till förmån för detaljreglering i syfte att skapa en förutsebarhet på området? Gränsdragningen får även fortsättningsvis konstateras vara svår.

Käll- och litteraturförteckning

Material från EU

Direktiv 77/91/EEG om Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga, 1976.

Offentligt tryck

DS 2012:37 – Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag.

LU 1973:17 – Lagutskottets betänkande i anledning av Kungl. Maj:ts proposition 1973:93 med förslag till lag om konvertibelskuldebrev m.m. jämte motioner.

Proposition 1973:93 – Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.; given Stockholm slott den den mars 1973.

Proposition 1993/94:196 – Ändringar i aktiebolagslagen m.m.

Proposition 2004/05:85 – Ny Aktiebolagslag.

Proposition 2013/14:86 – Förenklingar i aktiebolagslagen.

SOU 1971:15 – Förslag till aktiebolagslag.

Litteratur

Andersson, Sten et. al *Aktiebolagslagen, en kommentar*. Del I, kap 1-10.
Nordstedts juridik, 2009.

Andersson, Sten et. al *Aktiebolagslagen, en kommentar*. Del II, kap 11-22.
Nordstedts juridik, 2009.

Andersson, Jan, Pehrson, Lars, *Likhetsprincipen och generalklausulerna*,
Iustus Förlag AB, Stockholm, 2008.

Andrén, Niclas, Eriksson, Tore, Hansson, Sigurd, *Finansiering*, första
upplagan, Liber ekonomi AB, Trelleborg, 2003.

Fuller, Lon, *Morality of Law*, Indiana Law Journal, 1964.

Gavatin, Charles, *Aktiebolagsrätt i teori och praktik*, AB Svensk Byggtjänst,
Stockholm, 1992.

Johansson, Svante, *Minoritetsrätt på bolagsstämma*, Juristförlaget
Stockholm AB, Stockholm, 1990.

Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, elfte upplagan,
Nordstedts Juridik AB, Stockhol, 2011.

Nerep, Samuelsson, *Aktiebolagslagen – en kommentar, uppdatering 2012:1*,
Karnov Group Sweden AB, Stockholm 2012.

Nerep, Erik, *Aktiebolagsrättslig analys – ett tvärsnitt av nyckelfrågor*,
Mercurius, Nordstedts Juridik, Stockholm, 2003.

Pehrson, Lars, *Generalklausuler i aktiebolagslagen*, i Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987, Rättsvetenskapliga studier, Norstedts Förlag, Falköping, 1987.

Samuelsson, Per, Bergström, Clas, *Aktiebolagets grundproblem*, Nordstedts Juridik AB, fjärde upplagan, Stockholm, 2014.

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, första upplagan, Studentlitteratur AB, 2007, Lund.

Sandström, Torsten, *Svensk Aktiebolagsrätt*, fjärde upplagan, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2012.

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

Sevenius, Robert, *Företagsförvärv*, Studentlitteratur AB, 2011, Lund.

Skog, *Rodhes aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2013.

Skog, Rolf, *Nyemission av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2004.

Skog, Rolf, *Kontantemissioner av aktier i svensk aktiemarknadsbolag*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2004.

Svernlöv, Carl, *Aktiebolagslagens minoritetsskydd*, sjunde upplagan, Iustus Förlag AB, Stockholm, 2008.

Westberg, Peter, *Det provisoriska rättsskyddet i tvistemål*, Juristförlaget i Lund, Lund, 2004.

Åhman, Ola, *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 1997.

Rekommendationer

Kollegiet för bolagsstyrning, *Rekommendation avseende riktade kontantemissioner*, 21 november 2014.

Artiklar

Arvidsson, Niklas, *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper*, Juridisk tidskrift nr 2 2014/15, Lund, 2014.

Bergström, Clas, Högfeltdt, Peter, Samuelsson, Per, *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, Tidskrift for rettsvitenskap nr 1-2, 1994.

Johansson, Svante, *Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”Leo-området”*, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, Stockholm, 2011.

Pehrson, Lars, *Generalklausuler i aktiebolagslagen*, Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987.

Peczenik, *Juridikens teori och metod*, Svensk Juristtidning, 1995.

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

Sandgren, Claes, *Är rättsdogmatisk metod verkligen dogmatisk?*, Tidsskrift for Rettsvitenskap, 2008.

Skog, Rolf, *Dags att reglera företrädesrätten i bolagsordningen*, Balans 1/1996 s.16, 1996.

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1977 s. 393

NJA 2000 s. 404

NJA 2013 s. 1350

Hovrätt

Mål Ö 1845/84, Svea Hovrätt

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1988:12

AMN 2002:2

AMN 2002:15

AMN 2003: 20

AMN 2006: 48