



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Agaton Lindgren

# Equity line-faciliteter och aktiebolagsrätt

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet  
15 högskolepoäng

Handledare: David Dryselius

Termin: VT19

# INNEHÅLL

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Metod och material	7
<b>2 EQUITY LINE-FACILITETER</b>	<b>9</b>
2.1 Översikt	9
2.2 Karaktäristika	9
2.3 Standby Equity Distribution Agreements	10
2.4 Rättsliga utgångspunkter	11
<b>3 ALLMÄNT OM NYEMISSION AV AKTIER</b>	<b>12</b>
3.1 Nyemission enligt ABL	12
3.2 Företrädesemissioner	14
<b>4 RIKTADE NYEMISSIONER</b>	<b>16</b>
4.1 Allmänt	16
4.2 Beslutsordningen	17
4.2.1 Bolagsstämans beslut	17
4.2.2 Styrelsens beslut	17
4.3 Emissionsbeslutet	19
4.3.1 Skäl till avvikelsen	19
4.3.2 Grunderna för teckningskursen	19
4.4 Riktade nyemissioner och generalklausulerna	20
4.4.1 Generalklausulerna	21
4.4.2 Riktade kontantemissioner	22
<b>5 AVSLUTANDE REFLEKTIONER</b>	<b>26</b>
5.1 Beslutsordningen	26
5.2 Generalklausulerna	27
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	30

# Summary

This thesis addresses the relation between Equity Line Facilities and the Swedish Companies Act. Utilization of Equity Line Facilities is a way of raising capital that allows companies listed on markets and exchanges to get periodical capital infusions from an investor via issues of new shares during an agreed period. The financing goes back to the 1990s in the US but now also appears on the Swedish capital markets.

The thesis is written in accordance with the conventional legal method and the basis for the investigation is the Swedish Companies Act. Other underlying material comprises legislative history and doctrine. It should be noted that American business literature is used to describe the financing method at hand.

The terms for Equity Line Facilities are usually stipulated in agreements referred to as Standby Equity Distribution Agreements (SEDA). These agreements normally contain clauses for the determination of the subscription price and the maximum amount of capital the investor can be obliged to invest in each share issue. However, the legal focus of this essay is the aspect that every capital infusion in an Equity Line Facility is carried out via a directed issue of shares to the investor.

The main rule in the Swedish Companies Act is that new shares issues that are being paid in cash shall be done in the form of rights issues. However, the Act permits certain exceptions, inter alia if the right is regulated in the share issue resolution. In these cases, the issue is directed. The most prominent restrictions with regard to such directed share issues are the general clauses in Chapter 7 Section 47 and Chapter 8 Section 41 first paragraph in the Swedish Companies Act. These clauses prohibit measures which may provide an inappropriate benefit for a specific shareholder or another person at the expense of the company or other shareholders.

Therefore, the main topic discussed in this essay is to what extent companies are allowed to decide on directed share issues. Such decisions need to be supported by a certain majority to be valid. Since the Swedish Companies Act is focused on the protection of shareholder rights, the Board can only make decisions about new share issues with a subsequent ratification from a Shareholders' meeting, or in accordance with a previously decided share issue mandate from

the Shareholder's meeting. The method for determining the subscription price must be accounted for in the share issue decision. If the subscription price is too low in relation to the market price, the share issue can be contrary to the general clauses. Also, the justification for making a directed issue rather than a rights issue must be accounted for. To be consistent with the general clauses the reasons must be acceptable. Which reasons are acceptable depends on the circumstances in each case. However, the likelihood for the company to successfully carry out a rights issue seems to be crucial for the assessment.

Finally, the relation between Equity Line Facilities and the Swedish Companies Act is discussed. The directed share issue procedure becomes more effective if the Board can conduct such share issues in accordance with a share issue mandate from the Shareholder's meeting. The typical features of Equity Line Facilities do not automatically seem to be in conflict with the general clauses. The investor does indeed gain a benefit in the form of a price discount. However, the conclusion of the author of this thesis, is that the benefit is not inappropriate in the perspective of the general clauses of the Swedish Companies Act.

# Sammanfattning

Denna uppsats behandlar equity line-faciliteters förhållande till den svenska aktiebolagslagen. Equity line-faciliteter är en typ av finansieringsupplägg som ger aktiebolag möjlighet att erhålla periodiska kapitaltillskott från en finansiär genom utgivande av nya aktier under en avtalad period. Upplägget har sitt ursprung i USA:s 1990-tal men förekommer även på dagens svenska kapitalmarknad.

Uppsatsen är skriven med rättsdogmatisk metod och utgångspunkten är den svenska aktiebolagslagen. I övrigt utgörs materialet av förarbeten och doktrin. Anmärkningsvärt är att amerikansk företagsekonomisk litteratur förekommer för att beskriva det aktuella finansieringsupplägget.

Equity line-faciliteter ingås vanligen genom avtal som benämns Standby Equity Distribution Agreements (SEDA). I dessa avtal finns vanligen klausuler om hur teckningskursen ska bestämmas och hur stort penningbelopp finansiären kan bli skyldig att teckna aktier för i varje emission. Uppsatsens rättsliga fokus utgår emellertid från faktumet att varje kapitaltillskott inom ramen för en equity line-facilitet tillförs genom en riktad kontantemission till finansiärens fördel.

Huvudregeln enligt den svenska aktiebolagslagen är att aktieägare har företrädesrätt att teckna aktier som ges ut vid nyemissioner som ska betalas kontant. Lagen tillåter dock undantag under vissa förutsättningar, bland annat genom att företrädesrätten regleras på annat sätt till följd av bestämmelser i emissionsbeslutet. I sådana fall talar man om riktade kontantemissioner. De främsta begränsningarna för sådana emissioner utgörs av aktiebolagslagens generalklausuler i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § 1 st. Dessa förbjuder beslut, rättshandlingar eller andra åtgärder som är ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

I uppsatsen behandlas därför frågan under vilka förutsättningar bolag kan besluta om riktade kontantemissioner. Sådana beslut är underkastade ett krav på kvalificerad majoritet. Den bärande tanken i aktiebolagslagen är att beslut om riktade kontantemissioner ska vara väl förankrade hos aktieägarna. För att styrelsen ska kunna besluta om sådana emissioner förutsätts

därför bolagsstämmans godkännande i efterhand eller på förhand genom bemyndigande. Grunderna för teckningskursen vid riktade kontantemissioner ska anges. Om teckningskursen sätts för lågt i förhållande till aktiens marknadsvärde kan emissionsbeslutet angripas med stöd av generalklausulerna. Även skälen till att aktieägarnas företrädesrätt frångås ska anges. För att vara förenliga med generalklausulerna ska dessa vara godtagbara. Vad som utgör godtagbara skäl får bedömas mot bakgrund av omständigheterna i det enskilda fallet. En avgörande bedömningspunkt synes dock vara hur bolagets förutsättningar för en lyckad företrädesemission ser ut.

Slutligen diskuteras hur equity line-faciliteter förhåller sig till aktiebolagslagens regler om riktade kontantemissioner, främst generalklausulerna. Genomförandet av sådan finansiering underlättas om bolagets styrelse tillåts besluta om emissioner med stöd av bemyndigande. Equity line-faciliteters typiska drag medför inte att de står i strid med generalklausulerna. Finansiären erhåller visserligen en fördel, men utan yttre omständigheter som påverkar bedömningen är denna inte otillbörlig i generalklausulernas mening enligt undertecknads åsikt.

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

För aktiebolag i behov av kapital finns en rad olika tillvägagångssätt. Vanliga exempel är börsintroduktion, upptagande av penninglån och nyemissioner. I takt med finansmarknadens utveckling har en uppsjö av kreativa varianter på traditionella finansieringsmetoder<sup>1</sup> uppkommit. I denna växlingsrika finansmarknadsmiljö är det såklart betydelsefullt att den (aktiebolags)rättsliga regleringen bidrar med förutsebarhet.

För börsnoterade aktiebolag med stora behov av kapital utnyttjas ofta nyemission av aktier som finansieringsmetod. Ett särskilt upplägg som bygger på utgivande av nya aktier är så kallade ”equity line faciliteter”.<sup>2</sup> Dessa går i stort sett ut på att en finansiär åtar sig att teckna upp till ett visst antal aktier eller teckna aktier upp ett visst belopp angivet i pengar på bolagets anfordran under en på förhand bestämd tidsperiod. Som kompensation för finansiärens åtagande sätts priset för aktierna till en bestämd rabatt i förhållande till aktiernas marknadsvärde.<sup>3</sup> Equity line-faciliteter ger alltså bolag möjlighet att på ett flexibelt sätt ta in kapital vid önskade tillfällen medan finansiären ges möjligheten att sälja vidare de förhållandevis billigt förvärvade aktierna med förhoppningsvis god avkastning. En annan sida av saken är att aktiekursen, bland annat med anledning av den aktieinflation som uppstår, riskerar att sjunka i samband med användning av finansieringsupplägget.

Finansieringsmodellen har sitt ursprung i USA:s 1990-tal.<sup>4</sup> Emellertid har även svenska börsnoterade aktiebolag sedan i alla fall tidigt 2000 börjat utnyttja equity line-faciliteter.<sup>5</sup> När upplägget bygger på utgivande av konvertibler istället för aktier brukar finansieringen ges det

---

<sup>1</sup> Med detta avses främst ägarfinansiering och lån.

<sup>2</sup> Finansieringsupplägget går under många olika namn som ”Equity Lines of Credit”, ”Equity Credit Facilities” eller bara ”Equity Lines”. I denna uppsats används emellertid den försvenskade benämningen ”equity line-faciliteter”.

<sup>3</sup> Se avsnitt 2 för en mer detaljerad utläggning om finansieringsuppläget.

<sup>4</sup> J. Fine & M. Hespos (2009) s. 259.

<sup>5</sup> Exv. Inkom 2007 en fråga till Aktiemarknadsnämnden om finansieringsmodellen och under 2010 ingick bioteknikbolagen Oasmia Pharmaceutical AB och Kari Bio AB (numera Karo Pharma AB) avtal om sådana upplägg.

nedsättande namnet ”dödsspiralfinansiering”.<sup>6</sup> Börserna Nasdaq Stockholm och Oslobörsen har på sistone stoppat noteringar av bolag som finansieras på detta vis.<sup>7</sup> Det verkar dock inte som att några uttryckliga invändningar har framförts när det är aktier som emitteras inom ramen för upplägget.

Med ett aktiebolagsrättsligt utgångsläge finns det anledning att undersöka vilka problem svenska aktiebolag ställs inför vid finansiering genom equity line-faciliteter. Detta grundar sig på den nämnda kritiken och att diskussion om upplägget saknas i doktrinen. Dessutom aktualiserar ämnet en aktiebolagsrättslig problematik som är intressant i sig.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens syfte är att ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv, med de avgränsningar som följer, utreda och analysera eventuella problem som equity line-faciliteter skapar för aktiebolag. Uppsatsens rättsliga fokus blir således reglerna kring riktade kontantemissioner i den svenska aktiebolagslagen (2005:551).<sup>8</sup>

För att uppnå detta syfte utgår uppsatsen från följande frågeställningar:

- Vad är equity line-faciliteter? Vad karaktäriserar finansieringsupplägget allmänt?
- Vad innebär en riktad kontantemission?
- Hur ser bolagsstämman respektive styrelsens kompetens ut när det kommer till att besluta om riktade kontantemissioner?
- Vilken flexibilitet ger ABL avseende bestämmande av teckningskursen vid riktade kontantemissioner?
- Vilken inverkan har ABL:s generalklausuler på equity line-faciliteter?

---

<sup>6</sup> Termen har sannolikt sitt ursprung från långdragna nedgångar i aktiekursen som drabbat vissa bolag som utnyttjat sådana finansieringsupplägg.

<sup>7</sup> <https://www.svd.se/borsplus/ipoguide/nyheter/32668> , besökt 4/4-2019.

<sup>8</sup> Hädanefter förkortat ”ABL”.



## 1.3 Avgränsningar

Uppsatsen är skriven med ett aktiebolagsrättsligt perspektiv. Detta innebär att egentligen intressanta avtalsrättsliga, aktiemarknadsrättsliga och affärsmässiga aspekter på equity line-faciliteter inte berörs. När termen ”noterade bolag” används är det således av det praktiska skälet att aktuellt finansieringsupplägg enbart utnyttjas av sådana bolag.

Uppsatsen gör inte anspråk på att uttömmande redogöra för processen vid riktade nyemissioner. Mot bakgrund av att equity line-faciliteter är uppsatsens huvudämne är det inte nödvändigt att utreda vissa aktiebolagsrättsliga moment som annars är av intresse vid riktade nyemissioner, exempelvis 16 kap. ABL. Vidare behandlas endast riktade nyemissioner som betalas i pengar.

Lagrumshänvisningar i uppsatsen görs till ABL om inte annat anges.

## 1.4 Metod och material

I uppsatsen har rättsdogmatisk metod använts. Kortfattat innebär detta att uppsatsens rättsliga problemställningar har undersökts genom att studera de allmänt accepterade rättskällorna, exempelvis lagstiftning, förarbeten och doktrin.<sup>9</sup>

Det material som ligger till grund för uppsatsen karaktäriseras av dess ämne, metod och att equity line-faciliteter är ett ovanligt instrument på den svenska kapitalmarknaden. Utgångspunkten är ABL. Förarbetsmaterial förekommer i relevanta delar, främst vid beskrivningen av generalklausulerna i avsnitt 4.4. Att uppsatsen inte behandlar praxis förklaras helt enkelt av att det saknas en relevant uppsättning rättsfall på området.

Juridisk doktrin används flitigt för att redogöra för rättsläget. Detta beror på att många frågor som rör riktade kontantemissioner inte är uttryckligen lagreglerade. Här uppmärksammas särskilt att Westermarks och Lagercrantz's ”Om nyemission” förekommer i stor utsträckning eftersom verket, till undertecknads vetskap, är den mest omfattande ansatsen att kartlägga nyemissionsförfarandet. I avsnitt 2 förekommer amerikansk företagsekonomisk litteratur. Detta

---

<sup>9</sup> Kleineman (2013) s. 21.

förklaras av att equity line-faciliteter är vanligare i USA än i Sverige. Dessutom var författarna vid utarbetandet av materialet anställda hos Yorkville Advisors LLC som har ingått aktuella eller liknande finansieringsavtal med svenska bolag.<sup>10</sup> Urvalet av doktrin har i övrigt gjorts mot bakgrund av respektive författares dignitet på området. Hänvisningar till exempelvis Skog, Nerep och Johansson förekommer i stor utsträckning.

---

<sup>10</sup> Exv. 2010 med Oasmia Pharmaceutical AB och 2018 med Aptahem AB.

## 2 Equity line-faciliteter

### 2.1 Översikt

Equity line-faciliteter är tänkta att användas som komplement eller ibland som alternativ till mer traditionell finansiering för aktiebolag. I praktiken finns det en rad olika ekonomiska och finansiella överväganden som påverkar hur upplägget utformas. Upplägget har beskrivits som passande för unga bolag som inte har möjlighet att erhålla kapital på konventionellt vis.<sup>11</sup> I detta avsnitt redogörs objektivt och generellt för equity line-faciliteter som koncept eftersom ambitionen med uppsatsen är att strikt behandla juridiska reflektioner som har samband med finansieringsupplägget.

### 2.2 Karaktäristika

Först och främst utgörs equity line-facilitetens parter dels av ett noterat aktiebolag, dels av en finansiär. I korthet innebär upplägget att bolaget har en rätt, men inte skyldighet, att under en på förhand bestämt tidsperiod nyemittera aktier till finansiären vid de tidpunkter som bolaget önskar. Vidare har finansiären en skyldighet att på bolagets anfordran teckna och betala för de nya aktierna för ett belopp som motsvarar det påkallade kapitaltillskottet.<sup>12</sup> Genom upplägget ges bolaget på detta vis möjlighet att löpande och vid önskade tillfällen erhålla kapital genom upprepade riktade nyemissioner till finansiären. Till skillnad från sedvanliga emissionsgarantiavtal och teckningsåtaganden har finansiären i en equity line-facilitet en skyldighet att teckna aktier i flera kommande eventuella nyemissioner under den avtalade perioden.<sup>13</sup>

Kännetecknande för equity line-faciliteter är att bolagets rätt att periodiskt fordra kapitaltillskott från finansiären är begränsad till en viss tid (typiskt mellan 24 och 36 månader) och att det finns ett tak för det sammanlagda kapitaltillskottets storlek angivet i antal aktier eller, vanligare

---

<sup>11</sup> Quiry m.fl. (2014) s. 460.

<sup>12</sup> J. Fine & M. Hespos (2009) s. 259 f.

<sup>13</sup> Vid sedvanliga emissionsgarantiavtal och teckningsåtaganden åtar sig garanterna enbart att teckna aktier i den förevarande enskilda nyemissionen.

förekommande, i pengar.<sup>14</sup> Utöver detta är det vanligt att finansiären inte tillåts ha en större ägarandel än runt 5% av bolaget.<sup>15</sup> Ett annat karaktärsdrag är att teckningskursen för de nyemitterade aktierna bestäms med en på förhand angiven volymvägd och genomsnittsbaserad prisformel som utgångspunkt.<sup>16</sup> I praktiken går denna formel ofta ut på att marknadspriset ska bestämmas till det lägsta volymvägda genomsnittliga priset på marknaden under en viss tid, exempelvis fem dagar. Denna period benämns prissättningsperioden. När marknadspriset fastslagits utifrån denna formel bestäms teckningskursen till ett belopp som motsvarar vanligen 95% av resultatet. Slutligen genomförs varje enskilt kapitaltillskott genom att bolaget beslutar om riktad nyemission till finansiärens fördel enligt de ovan angivna förutsättningarna och att denne tecknar och betalar aktierna.<sup>17</sup>

## 2.3 Standby Equity Distribution Agreements

Den avtalsform som etablerar en equity line-facilitet mellan parterna brukar benämnas Standby Equity Distribution Agreements.<sup>18</sup> I föregående avsnitt beskrivs kännetecknande drag hos equity line-faciliteter, men det är en SEDA som reglerar villkoren för upplägget. Det är därför motiverat att kortfattat redogöra för denna avtalsform och några vanligt förekommande klausuler.

Överväganden som bör regleras genom en SEDA är det totala kapitaltillskottets storlek som finansiären kan komma att tillskjuta, hur teckningskursen ska bestämmas för varje emission, varje emissions maximala storlek, hur ofta bolaget kan påkalla kapitaltillskott under avtalsperioden och hur stor ägarandel finansiären maximalt tillåts ha i bolaget.<sup>19</sup> Givetvis finns en del andra överväganden som en SEDA bör reglera för att vara tillfredsställande för parterna, men dessa ska inte behandlas i denna uppsats.<sup>20</sup> I en fråga som inkom till Aktiemarknadsnämnden 2007 beskrivs översiktligt en SEDA med klausuler om de flesta nu nämnda överväganden.<sup>21</sup>

---

<sup>14</sup> J. Fine & M. Hespos (2009) s. 259 ff.

<sup>15</sup> Ibid. s. 270.

<sup>16</sup> Förkortat VWAP (volume weighted average price).

<sup>17</sup> J. Fine & M. Hespos (2009) s. 259 ff.

<sup>18</sup> Hädanefter förkortat "SEDA".

<sup>19</sup> J. Fine & M. Hespos (2009) s. 265 ff.

<sup>20</sup> Exv. regulatoriska överväganden och tvistlösningsmetoder.

<sup>21</sup> AMN 2007:09.

## 2.4 Rättsliga utgångspunkter

Det saknas uttrycklig lagreglering om equity line-faciliteter i svensk rätt. Upplägget berörs inte heller uttryckligen i förarbeten eller andra rättskällor. Vad som finns till hands är ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden (AMN 2007:09) från synpunkten av god sed på aktiemarknaden. Uttalandet ger alltså begränsad aktiebolagsrättslig vägledning.<sup>22</sup> Avsaknaden av uttrycklig reglering förklaras antagligen av att equity line-faciliteter är ett tämligen ovanligt instrument på dagens svenska kapitalmarknad.

Med detta sagt innefattar equity line-faciliteter moment som är aktiebolagsrättsligt reglerade. Det kan uttryckas som att finansieringsupplägget är indirekt reglerat. Framst aktualiseras bestämmelserna i ABL om riktade kontantemissioner och diverse relaterade bestämmelser. Detta beror på att det är genom sådana emissioner som kapitaltillskotten genomförs. Även ABL:s generalklausuler är direkt relevanta eftersom de måste beaktas vid riktade kontantemissioner. En ytterligare rättslig reglering som har samband med equity line-faciliteter är reglerna om beslutsordningen vid riktade kontantemissioner.

I det följande redogör uppsatsen för dessa regler. Sedermera undersöks denna reglering i förhållande till equity line-faciliteter.

---

<sup>22</sup> Sjöman (2013) s. 225.

## 3 Allmänt om nyemission av aktier

Både equity line-faciliteter och nyemissioner handlar i grunden om att finansiera aktiebolag. Enkelt uttryckt handlar företagsfinansiering om att anskaffa kapital till affärsföretag i sådan volym att verksamheten kan bedrivas i önskad omfattning och med en kapitalsammansättning som ger ett för företaget anpassat risktagande.<sup>23</sup> Hur ett aktiebolag finansierar sin verksamhet på såväl lång som kort sikt är alltså en viktig fråga att handskas med. Finansiering kan ske genom anskaffning av främmande kapital, exempelvis konventionella försträckningar i pengar.<sup>24</sup> Finansiering kan också ske genom eget kapital, exempelvis via nyemission av aktier. Det senare finansieringsalternativet regleras i ABL.<sup>25</sup>

För aktiebolag med stora kapitalbehov och där verksamheten inte lämnar något överskott är frågan om finansiering givetvis särskilt angelägen. För sådana bolag är främmande kapital sällan, om ens praktiskt möjligt, ett gynnsamt finansieringsalternativ eftersom räntor på skulderna i regel måste betalas till kreditgivare oavsett om verksamheten genererar vinst eller inte.<sup>26</sup> Vissa aktiebolag finansierar alltså verksamheten med fördel genom eget kapital, och när sådant saknas är man hänvisad till att utöka det på något av de vis som ABL erfordrar i 11 kap. 1 §. Aktiebolag med nu nämnda egenskaper väljer ofta att genomföra en eller flera nyemissioner.

### 3.1 Nyemission enligt ABL

Nu följer en kortfattad och övergripande redogörelse för några bestämmelser som är av intresse för alla nyemissionstyper. Emellertid fördjupar sig uppsatsen under avsnitt 4 i vissa regler som är särskilt intressanta för specifikt riktade nyemissioner eftersom equity line-faciliteter bygger på den typen av nyemission. För förståelsens skull kan man ha i åtanke att regleringen av ABL:s

---

<sup>23</sup> Francke (2014) s. 186.

<sup>24</sup> Westermarck & Lagercrantz (2013) s. 27.

<sup>25</sup> ABL reglerar visserligen emission av konvertibler och aktieägartillskott kan tillkomma som eget kapital-finansiering. Huvudsaken är att regler om försträckning är en fråga för avtalsrätten.

<sup>26</sup> Johansson (2018a) s. 255.

finansieringsformer i sin struktur bygger på reglerna om kapitaltillskott vid bildande av aktiebolag.<sup>27</sup>

Den rättsliga regleringen av nyemission av aktier finns främst i 11, 13 och 16 kap.<sup>28</sup> Att nya aktier tecknas mot betalning enligt beslut om nyemission är enligt 11 kap. 1 § 2 p. ett sätt för aktiebolag att öka aktiekapitalet. Som utgångspunkt fattas enligt 11 kap. 2 § beslut om nyemission av bolagsstämman.<sup>29</sup> Därutöver finns i 13 kap. 3 – 12 §§ regler om hur en nyemission beslutas. Reglerna anger i stort sett hur ett förslag till emissionsbeslut ska utformas.<sup>30</sup> Särskilda regler om aktieteckningen finns i 13 kap. 13 – 17 §§. Det ska framhållas att nyemissionsprocessen består av en rad olika delmoment, dock finns inte ambitionen att redogöra för samtliga av dessa i denna uppsats.

Vidare stadgar 13 kap. 20 § att betalningen av de tecknade aktierna kan ske antingen i pengar eller med apportegendom.<sup>31</sup> Beroende på hur betalningen sker talar man om kontantemissioner respektive apportemissioner. 13 kap. 24 § ställer upp möjligheten att betala för aktierna med en fordran på bolaget förutsatt att det finns en bestämmelse om detta i emissionsbeslutet.<sup>32</sup> Dessa så kallade kvittningsemmissioner ska inte förväxlas med emission av konvertibler som regleras separat i 15 kap. När det kommer till betalning av aktierna är det dessutom viktigt att nämna underkursförbudet som stipuleras i 13 kap. 19 §. Detta förbud innebär att betalning för de nyemitterade aktierna inte får understiga de tidigare kvotvärde.<sup>33</sup> Från detta förbud finns i 13 kap. 4 § 3 st. ett undantag som gäller för noterade bolag. I sådana bolag får nyemission till underkurs ske enbart om differensen täcks genom överföring från det egna kapitalet eller genom uppskrivning av värdet på anläggningstillgångar.<sup>34</sup>

Nyemissioner innebär alltså att ett aktiebolag utökar aktiekapitalet genom att ge ut nya aktier som tecknas mot betalning.<sup>35</sup> Emellertid är i praktiken ofta syftet med nyemissioner att tillföra bolaget fritt eget kapital. Detta syfte uppnås genom att den del av ersättningen som bolaget

---

<sup>27</sup> Dotevall (2015) s. 392.

<sup>28</sup> Som förklarar behandlas 16 kap. inte alls i uppsatsen.

<sup>29</sup> Se avsnitt 4.2 för ytterligare om beslutsordningen.

<sup>30</sup> Se avsnitt 4.3 för ytterligare om emissionsbeslutets innehåll.

<sup>31</sup> Med apportegendom avses enligt 2 kap. 6 § sådan egendom som är eller kan antas bli till nytta för bolagets verksamhet.

<sup>32</sup> För publika bolag gäller även regeln i 13 kap. 41 §.

<sup>33</sup> Enligt 13 kap. 4 § 3 st. får inte heller teckningskursen i emissionsbeslutet sättas lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde. En akties kvotvärde utgörs av dess andel i aktiekapitalet enligt 1 kap. 6 §.

<sup>34</sup> Skog (2018) s. 49; Sandström (2017) s. 115; Dotevall (2015) s. 399.

<sup>35</sup> Ex. Johanson (2018a) s. 251; Skog & Fäger (2007) s. 84.

erhåller för de nya aktierna som överstiger aktiernas kvotvärde avsätts till överkursfonden enligt 3 kap. 5 a § ÅRL. Eftersom överkursfonden är fritt eget kapital innebär denna disposition dels att aktiekapitalet ökas utan en förändring av aktiernas tidigare kvotvärde, dels att en stor del av emissionslikviden kan bli fritt eget kapital som eftersträvat.<sup>36</sup>

## 3.2 Företrädesemissioner

Även om fokus för denna uppsats ligger på riktade nyemissioner är det nödvändigt att först ägna några ord åt huvuddragen i företrädesemissioner.

Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen uttrycks i 4 kap. 1 § som att alla aktier har lika rätt i bolaget om inte annat följer av 2 - 5 §§. Som ett utflöde av denna princip är huvudregeln i 13 kap. 1 § 1 st. att aktieägare har företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal de äger vid nyemissioner som ska betalas kontant.<sup>37</sup> Nyemissioner som genomförs på detta vis går under benämningen företrädesemissioner.

När förslag till företrädesemission behandlas av stämman avgörs frågan genom absolut majoritet enligt huvudregeln i 7 kap. 40 §.<sup>38</sup> Enligt samma paragrafs andra stycke är det dessutom möjligt att i bolagsordningen föreskriva strängare eller lindrigare krav än absolut majoritet för giltigt stämmobeslut om företrädesemission.<sup>39</sup>

Utmärkande för företrädesemissioner är alltså att aktieägare har företrädesrätt att teckna och tilldelas aktier i förhållande till det antal de tidigare äger. Detta görs genom att aktieägare erhåller så kallade teckningsrätter.<sup>40,41</sup> Den som äger 10% av aktierna i ett bolag har således rätt att teckna 10% av aktierna som ges ut i en företrädesemission. Om en aktieägare inte avser att delta i emissionen kan denne överlåta sina teckningsrätter.<sup>42</sup> Erhållandet av- och möjligheten

---

<sup>36</sup> Dotevall (2015) s. 399; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 143.

<sup>37</sup> Prop. 2004/05:85 s. 675; Andersson, Johansson & Skog (2018) s. 13:3; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 168; Nerep & Samuelsson (2009) s. 41, Skog (2004) s. 11.

<sup>38</sup> Med absolut majoritet avses att det erfordras mer än hälften av de avgivna rösterna vid stämman för giltigt beslut. Uttrycket ”enkel majoritet” förekommer också (Johansson (2018b) s. 190 f.).

<sup>39</sup> Johansson (2018b) s. 200; Dotevall (2015) s. 393; Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 40 § ABL.

<sup>40</sup> Med teckningsrätt förstås enligt 11 kap. 4 § helt enkelt den företrädesrätt befintliga aktieägare har till teckning av aktierna i nyemissionen.

<sup>41</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 168.

<sup>42</sup> Skog (2018) s. 53.



att sälja teckningsrätter erbjuder ett skydd mot ägarandels- och ekonomisk utspädning för aktieägare vid företrädesemissioner.<sup>43</sup>

---

<sup>43</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 176 f.

## 4 Riktade nyemissioner

I equity line-faciliteter finansieras aktiebolag genom riktade kontantemissioner. I detta avsnitt behandlas därför de aktiebolagsrättsliga reglerna för sådana emissioner. En viktig del av uppsatsen är detta avsnitts avslutande del som angriper frågan om ABL:s generalklausulers förhållande till riktade kontantemissioner.

### 4.1 Allmänt

Nyemissioner av aktier som avviker från aktieägarnas företrädesrätt innebär i praktiken antingen att rätten att teckna tillkommer en på förhand bestäms krets, eller att ingen över huvud ges företrädesrätt så att aktieägare och utomstående kan delta i emissionen på lika villkor.<sup>44</sup> I det första fallet talar man om riktade nyemissioner och för det senare fallet saknas en vedertagen benämning.<sup>45</sup> Riktade nyemissioner innebär således att huvudregeln om aktieägarnas företrädesrätt frångås och att i förväg utvalda fysiska eller juridiska personer utanför eller innanför den tidigare ägarkretsen erbjuds rätten att teckna de aktier som emitteras.<sup>46</sup> Vanliga anledningar till att genomföra sådana nyemissioner är att bolaget önskar att få in nya aktieägare av strategiska skäl eller har ett behov av kapital som inte kan vänta.<sup>47</sup> I equity line-faciliteter frångås således aktieägarnas företrädesrätt till fördel för finansiären.

Rättsligt kan aktieägarnas företrädesrätt utmanövreras på de sätt som anges i 13 kap. 1 § 2 st. Enligt paragrafens punkt c kan företrädesrätten regleras genom bestämmelser i emissionsbeslutet. När emissioner sker på det viset, och betalas i pengar, talar man om riktade kontantemissioner. Man kan sammanfattat uttrycka det som att riktade kontantemissioner innebär att aktieägarnas företrädesrätt frångås med stöd av, som utgångspunkt, 13 kap. 1 § 2 st. c.

---

<sup>44</sup> Prop. 1973/93 s. 129; Andersson, Johansson & Skog (2018) s. 13:4; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 218; Skog (2004) s. 18 f.

<sup>45</sup> Termen ”oriktade emissioner” förekommer i viss utsträckning för att beteckna sådana nyemissioner. Det talas även ibland om ”nyemissioner som är riktade till allmänheten”.

<sup>46</sup> Sandström (2017) s. 124 f.

<sup>47</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 213 och 34.

## 4.2 Beslutsordningen

Beslut om riktad kontantemission kan fattas av bolagsstämman eller, under vissa förutsättningar, av styrelsen. En viktig utgångspunkt är att sådant beslut endast kan fattas in casu. Det skulle alltså exempelvis inte vara tillåtet att generellt åsidosätta företrädesrätten genom föreskrift i bolagsordningen.<sup>48</sup> Den rättsliga regleringen av beslutsordningen är relevant för equity line-faciliteter eftersom instrumentet delvis är utformat för att aktiebolag ska kunna erhålla snabba kapitaltillskott.

### 4.2.1 Bolagsstämmans beslut

Enligt 13 kap. 2 § fordras biträde av minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde aktierna för giltigt bolagsstämmobeslut om riktad kontantemission. Det krävs alltså kvalificerad majoritet. Vidare stadgar 7 kap. 40 § 2 st. att bolagsordningen endast får föreskriva krav som är mer långtgående än denna kvalificerade majoritet för giltigt stämmobeslut om sådan emission. Detta innebär att föreskrifter i bolagsordningen om lägre krav än den kvalificerade majoritet som ABL fordrar inte är tillåtna.<sup>49</sup> Sådana föreskrifter är emellertid ovanliga och bortses från i uppsatsen.<sup>50</sup>

### 4.2.2 Styrelsens beslut

När styrelsen fattar beslut om nyemission kan det ske antingen med stöd av ett av bolagsstämman lämnat bemyndigande eller genom att bolagsstämman i efterhand godkänner beslutet.

Enligt 13 kap. 35 § får bolagsstämman bemyndiga styrelsen att besluta om såväl företrädesemission som riktad kontantemission i den mån emissionen kan ske utan ändring av bolagsordningen. Det är emellertid inte tillåtet att delegera till styrelsen att besluta om ändringar i bolagsordningen. Således måste bolagsordningen ändras av bolagsstämman innan ett bemyndigande kan ges om styrelsen därigenom ska ges behörighet att fatta beslut om

---

<sup>48</sup> Skog (2004) s. 19.

<sup>49</sup> Prop. 1993/94:196 s. 114; Nerep & Samuelsson (2009) s. 47; Johansson (2018b) s. 194 ff.

<sup>50</sup> Stattin (2011/2012) s. 257.

nyemission som överskrider det aktiekapital eller högsta aktiekapital som anges i bolagsordningen.<sup>51, 52</sup> Vidare har bolagsstämman rätt att ange inskränkningar i bemyndigandet för att avgränsa styrelsens handlingsfrihet. Det kan exempelvis röra sig om begränsning av hur många aktier som får emitteras eller under vilka omständigheter styrelsen får besluta om riktad nyemission.<sup>53</sup> För giltigt stämmobeslut om bemyndigande för styrelsen att besluta om riktade kontantemissioner krävs enligt 13 kap. 35 § samma kvalificerade majoritet som för stämmobeslut om genomförande av en sådan nyemission. Till skydd för aktieägarna får enligt 13 kap. 36 § 1 st. ett emissionsbemyndigande dock inte ges för en längre tid än till nästkommande ordinarie bolagsstämma.<sup>54</sup>

Det andra alternativet, att bolagsstämman i efterhand godkänner ett styrelsebeslut om nyemission, är reglerat i 13 kap. 31 – 34 §§. Denna ordning är lämplig eftersom det kan finnas behov av att utnyttja mera tillfälligt återkommande gynnsamma konjunkturen för nyemission även för bolag som underlåtit att lämna ett styrelsebemyndigande.<sup>55</sup> Noterbart är att styrelsen kan fatta beslut om nyemission på detta vis även om beslutet förutsätter ändring av bolagsordningen. Det följer emellertid av 11 kap. 2 § 2 st. att bolagsordningen i sådana fall måste ändras innan bolagsstämman kan godkänna styrelsebeslutet. Det krävs, enligt 13 kap. 33 § 2 st., kvalificerad majoritet för giltigt stämmogodkännande av styrelsebeslut om riktad kontantemission.

Styrelsens möjlighet att besluta om såväl företrädes- som riktade nyemissioner enligt bemyndigande eller under förutsättning av bolagsstämmans efterföljande godkännande fyller ett stort praktiskt behov. Institutet ger möjlighet för bolag att snabbt inleda nyemissionsprocesser i sådana situationer då bolagsstämmans beslut ofta inte kan avvaktas. Samtidigt bevaras den ordning att beslutanderätten om nyemissioner i grunden ligger hos aktieägarna på bolagsstämman.<sup>56</sup>

---

<sup>51</sup> Prop. 2004/05:85 s. 697.

<sup>52</sup> Bolagsordningen måste givetvis ändras om så krävs även innan bolagsstämman fattar ett beslut om nyemission.

<sup>53</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 38 f.

<sup>54</sup> Skog (2018) s. 52; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 38.

<sup>55</sup> Prop. 1973:93: s. 70.

<sup>56</sup> Prop. 2004/05:85 s. 334 f.

## 4.3 Emissionsbeslutet

I 13 kap. 3 § fastslås att ett emissionsförslag ska upprättas, vanligtvis av styrelsen. Oavsett vilken beslutsordning som brukas ska emissionsbeslutet och förslaget därtill innehålla de uppgifter som anges i 13 kap. 4 – 5 §§.<sup>57</sup> Uppgifterna som fordras enligt 13 kap. 4 § ska alltid beaktas medan de som framgår av 13 kap. 5 § ska beaktas under vissa förutsättningar. Det följande fokuserar på de regler som är särskilt intressanta för just riktade kontantemissioner och equity line-faciliteter. Detta innebär att 13 kap. 5 § inte berörs.

### 4.3.1 Skäl till avvikelsen

Enligt 13 kap. 4 § 1 st. 4 p. är det obligatoriskt att i förslaget ange den rätt att teckna aktier som aktieägarna eller någon annan skall ha. Om det föreslås att nyemission ska ske med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt kompletteras denna regel av 13 kap. 4 § 4 st. som stadgar att skälen till avvikelsen samt grunderna för teckningskursen ska anges i emissionsförslaget eller i en bifogad handling.

Eftersom ABL inte innehåller en uppräkningslista av vilka skäl som är godtagbara för att besluta om riktad kontantemission torde regeln i 13 kap. 4 § 4 st. vara uppfylld oavsett vilka skäl som redovisas.<sup>58</sup> Emellertid begränsar generalklausulerna i ABL vilka skäl som är godtagbara.<sup>59</sup> Frågan under vilka förutsättningar en riktad kontantemission strider mot generalklausulerna behandlas i avsnitt 4.4.

### 4.3.2 Grunderna för teckningskursen

Enligt 13 kap. 4 § 1 st. 3 p. ska emissionsförslaget ange det belopp som ska betalas för varje aktie i emissionen. Detta belopp är teckningskursen. När förslaget rör riktad nyemission ska

---

<sup>57</sup> Det framgår av 13 kap. 11 § 1 st. att innehållet i själva emissionsbeslutet i stort sett ska motsvara förslagets. Se även 13 kap. 31 § 2 st. och 38 § 1 st.

<sup>58</sup> Westermarck & Lagercrantz (2013) s. 223.

<sup>59</sup> Johanson (2018a) s. 103; Skog (2018) s. 56; Westermarck & Lagercrantz (2017) s. 330; Westermarck & Lagercrantz (2013) s. 223.

även, som förklarar, grunderna för teckningskursen anges. Syftet är att aktieägarna ska få ta ställning till om teckningskursen är rimlig i förhållande till aktiens marknadsvärde.<sup>60</sup>

Vid bestämmandet av teckningskursen är utgångspunkten enligt 13 kap. 4 § 3 st. att den inte får sättas lägre än de tidigare aktiernas kvotvärde.<sup>61</sup> Teckningskursen kan anges som ett fast belopp, men det är också möjligt att ange den som en funktion av utomstående faktorer, exempelvis aktiens genomsnittskurs under viss tid.<sup>62</sup> När teckningskursen understiger aktiernas marknadsvärde talar man om ”emissionsrabatt”.<sup>63</sup> Som förklaras i avsnitt 2.2 bestäms marknadsvärdet i equity line-faciliteter enligt en VWAP-formel och teckningskursen bestäms till en bestämd rabatt på detta värde.

Emissionsrabatter vid riktade kontantemissioner är emellertid vanliga. Rabattens storlek är en känslig fråga eftersom den påverkar den ekonomiska utspädningen för de aktieägare som inte får delta i emissionen. Trots detta torde det vara oomstritt att viss rabatt är tillåten vid riktade kontantemissioner.<sup>64</sup> Hur stor rabatten i praktiken kan vara begränsas, fränsett underkursförbudet, av generalklausulerna. Denna problematik behandlas i avsnitt 4.4.

## 4.4 Riktade nyemissioner och generalklausulerna

Som många gånger betonats bygger equity-line faciliteter på riktade kontantemissioner till finansärens fördel. Frågan om generalklausulernas förhållande till sådana emissioner är således högintressant för uppsatsen.

Den härskande uppfattningen i doktrinen synes vara att beslut om olikbehandling med stöd av särskilda bestämmelser i ABL eller bolagsordningen inte kan angripas med stöd av likhetsprincipen.<sup>65</sup> Eftersom ABL föreskriver kvalificerad majoritet vid riktade

---

<sup>60</sup> Westermark & Lagercrantz (2017) s. 333; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 227; Nerep & Samuelsson (2009) s. 54.

<sup>61</sup> Undantaget från underkursförbudet behandlas i avsnitt 3.1.

<sup>62</sup> Andersson, Johansson & Skog (2018) s. 13:9; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 139 f.

<sup>63</sup> Exv. Skog (2004) s. 23 f.; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 231.

<sup>64</sup> Prop. 1975:103 s. 331; Johansson (2018a) s. 103; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 231; Skog (2004) s. 22 f.

<sup>65</sup> På s. 230 i Westermark & Lagercrantz (2013) hänvisas till doktrinen.

kontantemissioner behandlar detta avsnitt den mer intressanta frågan om generalklausulernas tillämpning.

#### 4.4.1 Generalklausulerna

Utgångspunkten för aktiebolagsstyrning är att majoritetens vilja vinner. Generalklausulerna utgör emellertid en inskränkning i denna majoritetsprincip.<sup>66</sup> På detta vis är generalklausulerna minoritetskyddsregler. Reglerna finns i 8 kap. 41 § 1 st. och 7 kap. 47 § och är i centrala delar likalydande. Den förstnämnda bestämmelsen fastslår att styrelsen eller någon annan ställföreträdare inte får företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Enligt den andra bestämmelsen får bolagsstämman på motsvarande sätt inte fatta sådana beslut. Generalklausulerna täcker således bolagsorganens fulla kompetensområden.<sup>67</sup> Vidare kan generalklausulerna frångås in casu med samtliga aktieägares samtycke.<sup>68</sup> I det följande hänvisas generalklausulerna till i plural men behandlas som en regel i eftersom det lagtekniskt rör sig om två i stort sett identiska bestämmelser.

Vad som är en fördel i generalklausulernas mening får bestämmas mot bakgrund av den ekonomiska förändring som aktuell disposition innebär.<sup>69</sup> Den mer problematiska frågan är istället när en fördel ska anses otillbörlig. Det är den fördel som en aktieägare eller annan vinner som ska vara otillbörlig för att generalklausulerna ska vara tillämpliga. För att understryka detta har generalklausulerna betecknats otillbörlighetsregeln.<sup>70</sup> I det följande fokuseras på otillbörlighetsbedömningen eftersom det är den som ofta vållar problem.

Förarbetsuttalandet att en åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig inte kan skapa otillbörliga fördelar i generalklausulernas mening är omdiskuterat.<sup>71</sup> Vad som menas med företagsekonomisk riktighet eller försvarlighet borde förvisso inte orsaka större bekymmer. I detta sammanhang

---

<sup>66</sup> Dotevall (2015) s. 129.

<sup>67</sup> Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 47 § ABL.

<sup>68</sup> Dotevall (2015) s. 101; Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 47 § ABL.

<sup>69</sup> Eklund & Stattin (2016) s. 191.

<sup>70</sup> Nerep (2003) s. 295.

<sup>71</sup> Prop. 1973:93 s. 137; Ds Fi 1986:21 s. 31.

förstås närmast bolagsåtgärder som har positiv inverkan på aktievärdet.<sup>72</sup> Det kontroversiella är vilken vikt som ska fästas vid förarbetsuttalandet vid otillbörlighetsbedömningen. Uttalandet har varit föremål för en del kritik.<sup>73</sup> Nerep menar dock att delar av kritiken är missriktad och att företagsekonomiska överväganden ska vara en naturlig utgångspunkt vid tolkningen av otillbörlighetsrekvisitet.<sup>74</sup> Utan att fördjupa sig i debatten kan det sammanfattas som att otillbörlighetsbedömningen ska göras genom en intresseavvägning. På ena sidan står företagsekonomiska överväganden, frågan huruvida en åtgärd är affärsmässig, och diverse bolags- och transaktionsorienterade ekonomiska faktorer. På andra sidan står värdet av en reell och indirekt likabehandling, minoritetsskyddet och allmänhetiska synpunkter på aktieägarmajoritetens förfarande.<sup>75</sup>

Om ett bolagsstämmobeslut strider mot generalklausulerna kan det klandras och förklaras ogiltigt enligt 7 kap. 50 – 52 §§. Det har diskuterats huruvida sådana beslut är att betrakta som nulliteter.<sup>76</sup> Om styrelsen, verkställande direktören eller särskild firmatecknare överträder generalklausulerna kan rättshandlingen vara utan verkan enligt 8 kap. 42 §.

## 4.4.2 Riktade kontantemissioner

Ett beslut om nyemission som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare kan givetvis angripas med stöd av generalklausulerna.<sup>77</sup> Det följande fokuserar på hur otillbörlighetsbedömning görs vid just riktade kontantemissioner.

Eftersom ABL ställer upp möjligheten att besluta om riktade kontantemissioner kan det rättframt konstateras att sådana beslut inte i sig är oförenliga med generalklausulerna. Istället måste otillbörlighetsbedömningen göras med utgångspunkt i omständigheter i det enskilda fallet.<sup>78</sup>

---

<sup>72</sup> Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 47 § ABL.

<sup>73</sup> SOU 1995:44 s. 183.

<sup>74</sup> Nerep (2003) s. 295 ff; Nerep (2016) s. 325 ff.

<sup>75</sup> Nerep (2003) s. 306; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 204; Sandström (2017) s. 207.

<sup>76</sup> Andersson och Pehrsson (2008) s. 141 ff.

<sup>77</sup> Prop. 1993/94:196 s. 114; Ds 2012:37 s. 44; Johansson (2018b) s. 43; Eklund & Stattin (2016) s. 146 f.; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 230 f.; Skog (2004) s. 20; Dotevall (2015) s. 101; Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 47 § ABL.

<sup>78</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 224.



Som konstaterat ska skälen till avvikelser från företrädesrätten anges.<sup>79</sup> En vedertagen uppfattning är att dessa skäl ska vara godtagbara för att vara förenliga med generalklausulerna.<sup>80</sup> Förhållanden som kan påverka denna bedömning är utsikterna till att en företrädesemission fulltecknas, kostnaderna för genomförandet inklusive emissionsgarantikostnader, tidsaspekten och exponering mot kurssvängningar på aktiemarknaden.<sup>81</sup> Huruvida bolaget inte kan fylla ett kapitalbehov på annat sätt än genom en riktad emission utan väsentliga kostnader och väsentlig tidsutdräkt har framförts som avgörande.<sup>82</sup> En föreslagen kategorisering av godtagbara skäl är situationer då syftet med nyemissionen inte överhuvud kan tillgodoses genom en företrädesemission, och situationer där en företrädesemission hade varit ändamålsenlig men inte bedöms lämplig eller möjlig av anledningar i det enskilda fallet. I praktiken kan det röra sig om bolag som vill tillföras nya strategiskt viktiga aktieägare. Ett annat exempel är när bolag behöver rörelsekapital och det står klart att aktieägarna inte kan eller vill delta i en eventuell företrädesemission. Vid sidan av dessa utgångspunkter påverkar förhållandena i det enskilda fallet vad som utgör godtagbara skäl till en avvikelse från företrädesrätten.<sup>83</sup>

I equity-line faciliteter är det finansiären som kan bedömas gynnas otillbörligt av emissionsbeslutet på bekostnad av bolaget eller någon annan. I praktiken är finansiärens affärsplan att avyttra samtliga eller de flesta tilldelade aktierna mellan kapitaltillskotten. Detta innebär att finansiären kan delta i emissionerna i egenskap av redan befintlig aktieägare eller utomstående. En relevant fråga är om detta får betydelse för otillbörlighetsbedömningen.

Det har framförts att riktade kontantermissioner till befintliga aktieägare kräver objektivt godtagbara skäl samt att sådana skäl torde vara synnerligen ovanliga.<sup>84</sup> Idag är denna ståndpunkt emellertid passerad av tiden. Lagtekniskt gör ABL ingen skillnad på riktade kontantermissioner beroende på vem som ges rätten att teckna. Av denna anledning ska bedömningen göras på samma vis som vid ”vanliga” riktade kontantermissioner. Detta innebär att riktade kontantermissioner till befintliga aktieägare inte i sig är oförenliga med

---

<sup>79</sup> Se avsnitt 4.3.1

<sup>80</sup> Prop. 2013/14:86 s. 67; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 223.

<sup>81</sup> Ds 2012:37 s. 44.

<sup>82</sup> Eklund & Stattin (2016) s. 147.

<sup>83</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 223 ff.

<sup>84</sup> Prop. 1973:93 s. 129; LU 1973:19 s. 45.

generalklausulerna, utan förenligheten beror som alltid på omständigheter i det enskilda fallet.<sup>85</sup> Utgångspunkten är emellertid att antalet godtagbara skäl för en sådan emission torde vara betydligt färre. Detta beror på att många av de godtagbara skälen inte är tillämpliga när investeraren är befintlig aktieägare, inte på att aktieägaren ska behandlas annorlunda än en utomstående teckningsberättigad. Om en befintlig aktieägare ges rätten att teckna en riktad kontantemission är det ju exempelvis inte möjligt att ange som skäl att bolaget vill tillföras nya strategiskt viktiga aktieägare.<sup>86</sup> I propositionen anges att risken för att en kontantemission till befintlig aktieägare bedöms strida mot generalklausulerna i allmänhet torde vara liten om den inte betingas av något illojalt syfte och teckningskursen bestäms under former som säkerställer marknadsmässighet.<sup>87</sup>

I equity line-faciliteter bestäms teckningskursen på ett sätt som garanterar finansiären en bestämd rabatt i förhållande till aktiernas marknadsvärde, vanligtvis runt 5 %. Detta innebär att aktieägare som inte får delta i emissionerna blir ekonomiskt utspädda genom finansieringsuppläggets användning.<sup>88</sup> Av denna anledning är det intressant att undersöka hur generalklausulerna relaterar till teckningskursen vid riktade kontantemissioner.

Som konstaterat torde det vara oomstritt att det är möjligt att sätta teckningskursen lägre än aktiens marknadsvärde – att ge viss emissionsrabatt.<sup>89</sup> Frågan är emellertid hur stor rabatten kan vara utan att strida mot generalklausulerna. I doktrinen har det föreslagits som tumregel att rabatter upp till 10% på marknadsvärdet förmodligen är svåra att angripa om det finns godtagbara skäl för emissionen medan mer förmånliga rabatter riskerar att otillbörligt gynna de teckningsberättigade.<sup>90</sup> Detta förslag grundar sig på uttalanden från Skog att det inte är ovanligt med rabatter runt 10% och att en emissioner måste ske till en kurs som åtminstone ligger nära värdet på de förutvarande aktierna för att vara oangripliga.<sup>91</sup> Dock finns inte någon generellt tillämplig gräns och torde heller inte kunna formuleras. Frågan måste avgöras med hänsyn till omständigheterna det enskilda fallet.<sup>92</sup> En sådan omständighet kan vara bolagets finansiella

---

<sup>85</sup> Prop. 2013/14:86 s. 66 f.; Ds 2012:37 s. 45.

<sup>86</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 237.

<sup>87</sup> Prop. 2013/14:86 s. 67.

<sup>88</sup> Skog (2004) s. 22 f. Den ekonomiska utspädningen påverkas givetvis också av emissionens storlek i förhållande till det ursprungliga antalet aktier.

<sup>89</sup> Se hänvisningarna i avsnitt 4.3.2.

<sup>90</sup> Westermark & Lagercrantz (2017) s. 334; Westermark & Lagercrantz s. 232.

<sup>91</sup> Skog (2018) s. 56; Skog (2004) s. 23 f.

<sup>92</sup> Ds 2012/37 s. 50.

ställning.<sup>93</sup> I detta sammanhang kan det också noteras att fastställandet av aktiens marknadsvärde, vilket är en relevant faktor vid bestämmandet av teckningskursen, i börsnoterade bolag inte alltid återspeglar börskursen vid en viss enstaka tidpunkt, i alla fall inte för en större post aktier.<sup>94</sup> Detta borde i synnerhet gälla för bolag med volatil börskurs och fluktuerande handelsomfattning.

---

<sup>93</sup> Westermark & Lagercrantz (2013) s. 234; Skog (2004) s. 24.

<sup>94</sup> Ds 2012/37 s. 50.

## 5 Avslutande reflektioner

I detta avsnitt ges svar på frågan vilken inverkan ABL:s generalklausuler har på equity line-faciliteter. Finansieringsuppläggets förhållande till de aktiebolagsrättsliga regler som behandlats genom uppsatsen diskuteras också, främst beslutsordningen.

### 5.1 Beslutsordningen

Syftet med equity line-faciliteter är att upprätta ett instrument genom vilket bolaget fortlöpande kan få tillgång till kapital i mindre portioner. En fördel med upplägget är att den teckningsberättigade är utvald på förhand och att denne har en skyldighet att teckna och betala aktier enligt överenskommelse, även i kommande nyemissioner. Trots att bolaget och finansiären genom ett avtal, en SEDA, reglerar sina rättigheter och skyldigheter finns tvingande regler i ABL som parterna måste förhålla sig till. Exempelvis måste beslutsordningen för riktade kontantemissioner efterlevas.

För att bolaget ska kunna effektivt utnyttja en equity line-facilitet bör den beslutsordning som möjliggör snabbast genomförande av riktade kontantemissioner utnyttjas. Det är uppenbart att stämmobeslut om nyemission inte är mest effektivt i detta sammanhang. Detta beror på att kallelse måste ske och att den kvalificerade majoriteten måste uppnås för samtliga emissionsbeslut. Det hade varit mer lämpligt, men inte optimalt, att styrelsen beslutar om riktade kontantemissioner med bolagsstämmans efterföljande godkännande. Den uppenbara nackdelen med denna ordning är emellertid att det inte finns några garantier att stämman godkänner emissionsbeslutet. Den mest effektiva ordningen synes således vara att styrelsen beslutar om riktade kontantemissioner till finansiären enligt av bolagsstämman beslutat bemyndigande. På detta vis behöver inte bolagsstämman ta ställning till varje emission. Istället räcker det att bolagsstämman, med kvalificerad majoritet, lämnar ett bemyndigande till styrelsen en gång per år. Vidare bör bemyndigandet anpassas efter equity line-facilitetens villkor, exempelvis borde inte styrelsen tillåtas emittera aktier i sådan omfattning att finansiären blir ägare av en större andel av bolaget än vad avtalsvillkoren tillåter. För att styrelsen ska kunna emittera aktier genom finansieringsupplägget med stöd av bemyndigande kan det också vara

nödvändigt att bolagsstämman ändrar gränsen för aktiekapitalets maximala storlek i samband med att ett bemyndigande lämnas.

## 5.2 Generalklausulerna

Frågeställningen för denna uppsats är inte om avtalet som etablerar en equity line-facilitet mellan bolaget och finansiären kan klandras. Frågan är huruvida riktade kontantemissioner enligt en equity line-facilitet kan angripas med stöd av generalklausulerna. Det kan inledningsvis konstateras att prövningen mot generalklausulerna måste göras separat för varje enskild riktad emission eftersom omständigheter i det enskilda fallet kan påverka bedömningen. Även om en riktad kontantemission bedöms som förenlig med generalklausulerna kan en påföljande emission bedömas som klandervärd om exempelvis bolagets finansiella ställning förändras mellan emissionerna. Trots detta kan generalklausulernas inverkan på finansieringsupplägget diskuteras tämligen allmänt eftersom equity line-faciliteter har vissa inneboende egenskaper som skapar intressanta omständigheter för otillbörlighetsbedömningen.

För att generalklausulerna ska kunna tillämpas erfordras först att finansiären genom emissionsbeslutet erhåller, eller riskerar att erhålla, en fördel till nackdel för bolaget eller någon aktieägare. Det kan snabbt konstateras att finansiären erhåller en fördel. Denne får ju teckna aktier med rabatt. Genom finansiären erhåller bolaget ett kapitaltillskott, vilket är till bolagets gagn och inte nackdel eftersom det ger förutsättningar för att driva eller förbättra verksamheten. Övriga aktieägare blir emellertid missgynnade eftersom de inte får delta i emissionen och blir ekonomiskt utspädda. Mot bakgrund av förändringarna som en riktad kontantemission inom ramen för en equity line-facilitet innebär kan det konstateras att finansiären erhåller en fördel till nackdel för övriga aktieägare som inte får delta i emissionen. Argumentet att ett kapitaltillskott är till fördel för bolaget och därmed för samtliga aktieägare kan framhållas i detta sammanhang. En intressant diskussion, som emellertid inte ska föras här, är huruvida ett aktiebolags intresse alltid är detsamma som dess aktieägares.

Den avgörande frågan för bolag som söker finansiering genom equity line-faciliteter är således om finansiärens fördel kan bedömas otillbörlig i generalklausulernas mening. Det kan enkelt konstateras att en equity line-facilitet, utan andra omständigheter, inte innebär ett missbruk eller illojalt förfarande från varken majoriteten eller minoriteten. Syftet är ju att säkra bolags

kapitalbehov via en extern finansiär. Detta gör att riktade kontantemissioner i equity line-faciliteter i normalfallet kan anses företagsekonomiskt försvarbara.

Styrelsen måste dock kunna framställa godtagbara skäl för avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt. Att ett reellt kapitalbehov föreligger är en grundförutsättning som utgås från i det följande. Att en equity line-facilitet möjliggör snabbt tillflöde av kapital eller att bolaget har ingått ett sådant avtal utgör inte ensamt godtagbara skäl. Eftersom finansiärens affärsidé är att snabbt avyttra aktierna blir det inte heller hållbart att påstå att emissionen riktas för att tillföra bolaget en ny strategiskt viktig aktieägare. Även vid senare emissioner skulle denna förklaring vara omöjlig oavsett om finansiären kvarstår som aktieägare eller har avyttrat hela innehavet. I ett sådant fall kan bolaget inte påstå att finansiären är en ny eller strategisk aktieägare. Om det emellertid står klart att en företrädesemission är för dyr, tidsutkrävande eller omöjlig att genomföra kan detta anges som godtagbara skäl. Noterbart är att en equity line-faciliteter sträcker sig över en period om 24-36 månader. Detta innebär att bolagets förutsättningar för lyckade företrädesemissioner kan variera under avtalstiden. Om vi tar ett bioteknikbolag som exempel är ett möjligt scenario att en viktig klinisk studie oväntat lyckas. En sådan omständighet medför sannolikt att intresset för aktien, och därmed förutsättningarna för en företrädesemission, ökar. En noggrann utvärdering av förutsättningarna för en företrädesemission måste alltså göras vid varje enskild emission inom ramen för equity line-faciliteten. En annan aspekt är att det torde finnas godtagbara skäl från början för bolag som väljer finansiering genom equity line-faciliteter. Detta bygger på att sådana bolag med sannolikhet kommit till insikten att riktade kontantemissioner under en tid framöver är det mest lämpliga finansieringsalternativet. Ingåendet av en SEDA kan alltså vara ett resultat av att möjligheterna till företrädesemissioner är undermåliga ur ett längre framtidsperspektiv. Dock medför inte detta, enligt resonemanget ovan, att godtagbara skäl föreligger vid varje emissionstillfälle.

En annan fråga är om otillbörlighetsbedömningen vid en emission påverkas av att finansiären enligt finansieringsupplägget är teckningsberättigad även i kommande emissioner eller har varit det i tidigare. Om så skulle vara fallet påverkas inte bara förutsättningarna för equity line-faciliteter påtagligt i negativ riktning. Ur ett större perspektiv skulle det innebära en kraftig inskränkning i bolags kapitalanskaffningsmöjligheter. Med de egenskaper som en SEDA föreskriver, exempelvis ägarandelsspärren som diskuteras nedan, är undertecknads åsikt att

omständigheten inte påverkar otillbörlighetsbedömningen för finansiären i en equity line-facilitet.

I nästa steg måste det bedömas huruvida equity line-faciliteters förutbestämda emissionsrabatt orsakar problem. Att använda en fördefinierad formel baserad på genomsnittlig aktiekurs för att bestämma aktiernas marknadsvärde torde säkerställa marknadsmässighet. Detta gäller i synnerhet om bolagets börskurs är volatil eftersom ett alternativ, stängningskursen senaste handelsdagen, kan medföra en mycket förmånlig värdering i förhållande till avslut som är gjorda i närtid. Själva rabatten om runt 5%, som en SEDA vanligen föreskriver, måste anses i alla fall ligga nära värdet på de förutvarande aktierna. Teckningskursen faller dessutom, med god marginal, inom en föreslagen tumregel.

Att finansiärens åtar sig en ägarandelsspärr om vanligen runt 5% är också av intresse i sammanhanget. Detta innebär att finansiärens maktposition i bolaget aldrig kan bli omfattande till följd av de riktade kontantemissionerna. Detta talar enligt undertecknad för att equity line-faciliteter är företagsekonomiskt riktiga och inte illojala förfaranden i förhållande till andra aktieägare. Det ska dock noteras att detta inte förhindrar utspädning för övriga aktieägare.

Det anförda leder undertecknad till slutsatsen att equity line-faciliteter inte har egenskaper som i sig ger finansiären otillbörliga fördelar till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Detta gäller oavsett om finansiären vid en emission är befintlig aktieägare eller inte. Vad gäller godtagbara skäl för att genomföra riktade kontantemissioner är det sannolikt att det ofta föreligger sådana för bolag som utnyttjar finansieringsupplägget. Emellertid kan omständigheter i det enskilda fallet ha betydelse, exempelvis om intresset för bolagets aktie ökar under avtalstiden. Angående teckningskursens bestämmande enligt equity line-faciliteters typiska konstruktion föreligger inga aktiebolagsrättsliga problem. Om utomstående omständigheter i det enskilda fallet inte inverkar på bedömningen är alltså equity line-faciliteter förenliga med ABL:s generalklausuler enligt undertecknads mening.

# Käll- och litteraturförteckning

## Källor

### Offentligt tryck

*Sverige*

#### Utredningsbetänkanden

SOU 1995:44	Aktiebolagets organisation
Ds Fi 1986:21	Riktade emissioner av aktier m.m.
Ds 2012:37	Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag

#### Propositioner

Prop. 1973:93	Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.
Prop. 1975:103	Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.
Prop. 1993/94:196	Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.
Prop. 2004/05:85	Ny aktiebolagslag
Prop. 2013/14:86	Förenklingar i aktiebolagslagen

#### Utskottsbetänkanden

LU 1973:19	Lagutskottets betänkande med anledning av Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. jämte propositioner
------------	---



# Litteratur

## Juridisk litteratur

Andersson, Jan & Pehrson, Lars. 2008. *Likhetsprincipen och generalklausulerna*. I Svernlöv, Carl (red.): *Aktiebolagslagens minoritetsskydd*, Uppsala: Iustus Förlag AB, 2008. [Cit. Andersson & Pehrsson (2008)]

Andersson, Sten & Johansson, Svante & Skog, Rolf: *Aktiebolagslagen – en kommentar. Del 2, kap. 11-22*, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 2018. [Cit. Andersson, Johansson & Skog (2018)]

Dotevall, Rolf: *Aktiebolagsrätt – fördjupning och komparativ belysning*, uppl. 1:1, Stockholm: Norstedts Juridik, 2015. [Cit. Dotevall (2015)]

Eklund Karin & Stattin, Daniel: *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, uppl. 2:1, Uppsala: Iustus Förlag AB, 2016. [Cit. Eklund & Stattin (2016)]

Johansson, Svante: *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, uppl. 12:1, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 2018. [Cit. Johansson (2018a)]

Johansson, Svante: *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, uppl. 1:1, Stockholm: Norstedts Juridik AB: 2018. [Cit. Johansson (2018b)]

Kleineman, Jan. 2013. *Rättsdogmatisk metod*. I Korling, Fredric & Zamboni, Mauro (red.): *Juridisk metodlära*, uppl. 1:4, Lund: studentlitteratur AB, 2014.

Nerep, Erik: *Aktiebolagsrättslig analys – ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Stockholm: Stiftelsen MercurIUS, 2003. [Cit. Nerep (2003)]

Nerep, Erik & Samuelsson, Per: *Aktiebolagslagen – en lagkommentar del 2 Kapitel 11-22*, uppl. 2, Stockholm: Thomson Reuters Professional AB, 2009. [Cit. Nerep & Samuelsson (2009)]

Nerep, Erik. 2016. *Om generalklausulerna och likhetsprincipen i aktiebolagslagen*. I Bernitz, Ulf & Kleineman, Jan & Munukka, Jori & van der Sluijs (red.): *Festskrift till Lars Pehrson*, Stockholm: Jure Förlag AB, 2016. [Cit. Nerep (2016)]

Sandström, Torsten: *Svensk Aktiebolagsrätt*, uppl. 6:1, Stockholm: Wolters Kluwer Sverige AB, 2017. [Cit. Sandström (2017)]

Sjöman, Erik. 2013. *Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten*. I Lundius, Marianne & Boman, Ragnar & Skog, Rolf (red.): *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munk*, Corporate Governance Forum, 2013. [Cit. Sjöman (2013)]

Skog, Rolf: *Rodhes Aktiebolagsrätt*, uppl. 25:1, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 2018. [Cit. Skog (2018)]

Skog, Rolf. 2004. *Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag*. I Skog, Rolf (red.): *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Uppsala: Iustus Förlag AB, 2004. [Cit. Skog (2004)]

Skog, Rolf & Fäger, Catarina: *Aktiebolagslagen: en introduktion för aktieägare, bolagsledningar och deras rådgivare*, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 2007. [Cit. Skog & Fäger (2007)]

Westermark, Dennis & Lagercrantz, Monica: *Om nyemission*, uppl. 1:1, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 2013. [Cit. Westermark & Lagercrantz (2013)]

Westermark, Dennis & Lagercrantz, Monica. 2017. *Nyemission av aktier*. I Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.): *Börsrätt*, uppl. 4:1, Lund: Studentlitteratur AB, 2017. [Cit. Westermark & Lagercrantz (2017)]

### **Företagsekonomisk litteratur**

Francke, Lennart. 2014. *Reflektioner kring modern företagsfinansiering*. I Larsson, Mats (red.): *Företagsfinansiering från sparbankslån till derivat*, uppl. 2:2, Lund: Studentlitteratur AB, 2014. [Cit. Francke (2014)]

J. Fine, David & M. Hespos, Kristin. 2009. *Equity Lines of Credit*. I Dresner, Steven (red.): *The Issuer's Guide to PIPEs: New Markets, Deal Structures, and Global Opportunities for Private Investments in Public Equity*, uppl. 1, New York: Bloomberg Press, 2009. [Cit. J. Fine & M. Hespos (2009)]

Quiry, Pascal & Dallochio, Maurizio & Le Fur, Yann & Salvi, Antonio: *Corporate Finance: Theory and Practice*, uppl. 4, United Kingdom: John Wiley and Sons, Ltd, 2014. [Cit. Quiry m.fl.(2014)]

### **Artiklar**

Daniel Stattin, *Särskilja majoritetskrav aktiemarknadsrätten*, s. 256 – 262, i JT 2011/12. [Cit. Stattin (2011/2012)]

### **Elektroniska källor**

Nerep, Erik & Adelstam, Johan & Samuelsson, Per, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 40 §, Lexino 2018-10-09. [Cit. Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 40 § ABL]

Nerep, Erik & Adelstam, Johan & Samuelsson, Per, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino 2018-10-09. [Cit. Nerep, Adelstam & Samuelsson 7 kap. 47 § ABL]

<https://www.svd.se/borsplus/ipoguide/nyheter/32668> , besökt 4/4-2019.

### **Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden**

AMN 2007:09