



JURIDISKA FAKULTETEN

VID LUNDS UNIVERSITET

Rasmus Broms

Riktade nyemissioner i
aktiemarknadsbolag – förutsättningar
och ansvar ur ett styrelseperspektiv

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: Professor Katarina Olsson

Termin: VT 2024

Innehåll

Summary	4
Sammanfattning	6
1 Inledning	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och problemformulering	8
1.3 Metod och material.....	9
1.4 Disposition.....	12
2 Riktade nyemissioner och företrädesrätt enligt aktiebolagslagen	13
2.1 Kapitelintroduktion.....	13
2.2 Aktiebolagsrättslig reglering av nyemissioner	13
2.2.1 Stämmobeslut om nyemission.....	13
2.2.2 Styrelsebeslut om nyemission	14
2.3 Utpädningseffekt vid riktad nyemission	15
2.4 Förutsättningar för avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt	16
2.4.1 Majoritetskravet och godtagbara skäl	16
2.4.2 Likabehandling och generalklausulerna.....	18
2.4.3 Likabehandling och generalklausulerna vid riktade	
nyemissioner	21
3 Aktiemarknadsrättsliga förutsättningar för riktade nyemissioner	24
3.1 Kapitelintroduktion.....	24
3.2 Självreglering och god sed på aktiemarknaden	24
3.3 ASK:s regler om riktade kontantemissioner.....	26
3.4 Aktiemarknadsnämndens praxis om riktade nyemissioner .	27
3.4.1 AMN 2002:02 och riskzonsprincipen	27
3.4.2 Emissionsrabatter och utspädning.....	31
4 Förutsättningar för ansvarsutkrävande av styrelsen vid riktade	
nyemissioner	35
4.1 Kapitelintroduktion.....	35
4.2 Förutsättningar för genomförande av riktade nyemissioner i	
aktiemarknadsbolag	35
4.3 Aktiebolagslagens skadeståndsregler	37
4.3.1 Styrelseledamöters skadeståndsansvar gentemot bolaget	37
4.3.2 Styrelseledamöters skadeståndsansvar gentemot aktieägare	
eller annan.....	40
4.4 Skadeståndsansvar vid riktade nyemissioner	42
4.4.1 Skadetyper vid riktade nyemissioner	42

4.4.2	Culpabedömning vid bristande förutsättningar för riktad nyemission	43
4.4.3	Styrelsens ansvar för stämmans beslut rörande riktad nyemission	45
5	Sammanfattande slutsatser.....	47
	Källförteckning	48
	Rättsfallsförteckning	51

Förord

Arbetet med denna uppsats markerar slutet av mina år i Lund. Jag vill rikta ett stort tack till min handledare, Katarina Olsson, för intressanta samtal, goda råd och motivation att fortsätta skriva. Jag vill även rikta ett varmt tack till vännerna på Malmö Nation. Universitet har fått stå för utbildningen och vännerna på nationen för bildningen. Tack!

Summary

Directed share issues are common in the Swedish stock market. They are used, among other things, as an alternative for companies to raise capital quickly and cost-effectively and to attract external investors. However, existing shareholders generally have preferential rights to subscribe to newly issued shares in the company, and a targeted share issue deviates from this general rule. Therefore, the purpose of this thesis is to investigate the conditions that must be met to deviate from the preferential rights in listed companies - where ownership is dispersed, and what opportunities exist to hold the board accountable if the conditions are not met.

The starting point is taken in the principle of equal treatment of shareholders. The application area of the general clauses is largely determined by the requirement of fairness. The relevant factor in determining whether an action is fair is whether the action is economically justified and consistent with the purpose of the articles of association, which is presumed to be to maximize profit. Consideration is also given to whether the action involves an economic transfer between a shareholder or the company and someone else.

In relation to targeted share issues, this means that if a deviation from preferential rights can be justified for economic reasons, it is generally allowed, and shareholders must accept dilution of their economic and voting rights as a result of the share issue.

The thesis demonstrates that actions that are at risk of being deemed impermissible under the general clause are not consistent with generally accepted good behavior in the stock market. This means that listed companies must maintain a certain safety distance from the application area of the general clause when conducting targeted share issues. There is also a requirement for boards of listed companies to clearly disclose how they have justified deviating from the main rule of preferential rights and that such disclosures should enable shareholders to assess the compatibility of share issues with the general clauses based on the specific circumstances of the company.

Admissibility of discount rates are also discussed. The conclusion is that it is the responsibility of the board to ensure market based discounts and to strive for the smallest discount possible. At the same time, companies in financial distress are given a lot of leeway to offer discounts if a targeted share issue is deemed to be the only option to save the company.

Regarding the question of liability for damages, it is noted that it is generally not the company that suffers from the board's negligent actions in targeted share issues, but the shareholders. However, due to the norm-bound assessment of culpability if shareholders suffer harm, the chances of success with claims for damages are very small for them.

Sammanfattning

Riktade nyemissioner är vanligt förekommande på den svenska aktiemarknaden. De används bland annat som ett alternativ för bolag att snabbt och kostnadseffektivt ta in kapital och att tillföra bolagen externa investerare. Befintliga aktieägare har dock enligt huvudregeln företrädesrätt att teckna nyemitterade aktier i bolaget, och en riktad nyemission innebär en avvikelse från denna huvudregel. Syftet med denna uppsats är därför att utreda vilka förutsättningar som måste vara uppfyllda för att få avvika från företrädesrätten i aktiemarknadsbolag – där ägandet är spritt, samt vilka möjligheter det finns att hålla styrelsen ansvarig om förutsättningarna brister.

Utgångspunkten tas i de aktiebolagsrättsliga generalklausulerna. Tillämpningsområdet för generalklausulernas bestäms till stor del av dess otillbörlighetsrekvisit. Den relevanta faktorn i om en åtgärd är otillbörlig är huruvida åtgärden är företagsekonomiskt motiverad och att den är förenlig med syftet i bolagsordningen, vilket presumeras vara att maximera vinsten i bolaget. Stor hänsyn tas även till om åtgärden innebär en ekonomisk överföring mellan en aktieägare eller bolaget och någon annan.

I förhållande till riktade nyemissioner innebär detta att om en avvikelse från företrädesrätten kan motiveras med företagsekonomiska skäl så är den i princip tillåten och aktieägarna får finna sig i ekonomisk och maktmässig utspädning till följd av nyemissionen.

I uppsatsen visas att åtgärder som ligger i riskzonen för att vara otillåtna enligt generalklausulen inte är förenliga med god sed på aktiemarknaden. Det betyder att aktiemarknadsbolagen måste hålla ett visst säkerhetsavstånd från generalklausulens tillämpningsområde när de genomför riktade nyemissioner. Det ställs också krav på styrelserna i aktiemarknadsbolagen att tydligt redovisa hur de har kommit fram till att avvika från huvudregeln som är företrädesrätt och att sådana redovisningar ska ge aktieägarna möjlighet att bedöma nyemissionens förenlighet med generalklausulerna utifrån det enskilda bolaget förhållanden.

Frågor om storleken på emissionsrabatter diskuteras även. Slutsatsen blir att det ankommer på styrelsen att bedöma marknadsmässighet av rabatter och att denna ska verka för en så liten rabatt som möjligt. Samtidigt ges bolag som befinner sig finansiell kris ett stort utrymme att ge rabatter, om riktad nyemission bedöms vara det enda alternativet som kan rädda bolaget.

Vad gäller frågan om skadeståndsansvar konstateras att det i regel inte är bolaget som lider skada av styrelsens oaktsamma agerande vid riktade nyemissioner, utan aktieägarna. På grund av den normbundna culpabedömning som ska göras om aktieägare lider skada är emellertid möjligheterna att vinna framgång med skadeståndskrav mycket små för dessa.

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Av Sveriges cirka 700 000 aktiebolag är det ett tusental vars aktier är föremål för handel på någon typ av reglerad marknad. Aktiemarknadsbolagen representerar dock stora värden och är utgör några av Sveriges största arbetsgivare.¹ Bolagens tillgång till kapital är av stor betydelse för deras och för samhällets ekonomiska tillväxt. Kapitalbehov kan exempelvis uppkomma för att finansiera investeringar, expansioner eller för att stärka likviditeten i bolagen. Kapital kan tillföras bolagen genom olika former av skuldfinansiering, exempelvis genom utgivande av företagsobligationer eller genom upptagande av penninglån. Ett annat alternativ är att öka det egna kapitalet genom att befintliga ägare eller andra investerare tillskjuter kapital mot nyemitterade aktier i bolagen.²

Huvudregeln är att nyemission av aktier ska ske med företrädesrätt för befintliga aktieägare att teckna nya aktier i förhållande till sitt innehav – en företrädesemission. Det finns dock möjlighet att frånga företrädesrätten och rikta erbjudandet om att teckna nya aktier till en bestämd krets av befintliga aktieägare eller utomstående investerare. Fördelen med en riktad nyemission är att den i regel går fortare och är billigare att genomföra än företrädesemissioner. Bolag kan även genomföra riktade nyemissioner för att ta in en strategiskt viktig investerare.³ Förfarandet innebär emellertid vissa negativa konsekvenser för de befintliga aktieägarna. Aktieägarna som står utanför emissionen får en minskad andel i bolaget med en maktförskjutning som följd. Om emissionen dessutom genomförs till ett lägre pris än marknadsvärdet – vilket är vanligt för att locka till sig investerare – medför denna en förmögenhetsöverföring från de befintliga aktieägarna till den nya.⁴

Beslut om nyemission av aktier fattas av stämman och i fallet av de riktade nyemissionerna krävs det enligt 13 kap. 2 § aktiebolagslagen att beslutet fattas med två tredjedelars majoritet av både rösterna och aktierna som företräds på stämman. Styrelsen anges som den huvudsakliga initiativtagaren till nyemissioner, genom att den pekas ut som ansvarig att lägga fram underlag och beslutsförslag i 13 kap. 3 § aktiebolagslagen.⁵ I aktiemarknadsbolagen – där ägandet är spritt på tusentals eller till och med hundratusentals aktieägare – kan det dock ta lång tid att få till stånd en bolagsstämma som kan besluta om nyemission av aktier. Det finns därför ett behov av att låta styrelsen själv

¹ Sandström (2023) s. 62.

² Bergström & Samuelsson (2021) s. 175.

³ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 213 f.

⁴ Bergström & Samuelsson (2023) s. 192 f.

⁵ Även aktieägare kan lägga fram förslag till beslut om nyemission och styrelsen anses då normalt vara skyldig att biträda förslagsställaren med viss information, se prop. 2004/05:85 s. 677.

ordna bolagets kapitalförsörjning.⁶ I 13 kap. 31–38 §§ aktiebolagslagen regleras styrelsens möjlighet att fatta beslut om nyemission av aktier. Det kan antingen ske genom att stämman på förhand bemyndigar styrelsen att fatta emissionsbeslutet, eller genom att styrelsen genomför en nyemission som godkänns av stämman i efterhand. När styrelsen fattar emissionsbeslut får företrädesrätten frångås under förutsättning att bemyndigandet eller godkännandet ges av bolagsstämman med iakttagande av majoritetskravet i 13 kap. 2 § aktiebolagslagen.

Skälen till avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt måste redovisas i emissionsbeslutet enligt 13 kap. 4 § fjärde stycket aktiebolagslagen. Vilka skäl som är godtagbara anges dock inte i lagen. Möjligheten att avvika från företrädesrätten begränsas även av det aktiebolagsrättsliga kravet på likabehandling och av generalklausulerna, 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § aktiebolagslagen. I aktiemarknadsbolag ställs även krav på att beslutet ska vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Styrelsen har stor inverkan på hur en nyemission genomförs. Det är som utgångspunkt också styrelsen som ska ange skälen till riktningensbeslutet och försäkra sig om att beslutet inte står i strid med någon bestämmelse i aktiebolagslagen eller strider mot god sed på aktiemarknaden. Dess möjlighet att genomföra nyemissioner är dock härledd från bolagsstämman. Frågor om vilket organs handlande som är avgörande om det inte sker med iakttagande av reglerna kan därför vara svår att avgöra vid första anblick. Det kan därför vara svårt att avgöra vems ansvar det är om nyemissionen genomförs på ett lagstridigt sätt.

Mot bakgrund av det inte helt lätta rättsäget är det relevant att närmare utreda vilka förutsättningar det finns för att genomföra riktade nyemissioner och även aktieägarnas möjlighet att utkräva ansvar om nyemissioner genomförs i strid med gällande rätt.

1.2 Syfte och problemformulering

Syftet med denna framställning är att utreda vilka rättsliga förutsättningar aktiemarknadsbolag får genomföra riktade nyemissioner, samt vilket ansvar som kan åläggas styrelsen om dessa inte är uppfyllda. Syftet uppfylls med fördel genom besvarande av följande tre övergripande frågeställningar:

- (1) Vilka är de aktiebolagsrättsliga förutsättningarna för att genomföra en riktad nyemission av aktier?
- (2) Vilka är de aktiemarknadsrättsliga förutsättningarna för att genomföra en riktad nyemission av aktier?

⁶ Sjöman (2023) s. 766; Sandström (2023) s. 123.

- (3) Under vilka förutsättningar kan styrelsen åläggas ansvar om förutsättningarna i (1) och (2) brister?

Syftet avgränsas något genom att framställningen endast kommer att behandla nyemission av aktier mot kontant betalning, och således lämna kvittnings- och apportemissioner därhän. Vidare avgränsas arbetet till att enbart behandla nyemission av aktier enligt 13 kap. aktiebolagslagen. De så kallade Leo-reglerna om vissa riktade nyemissioner till ledande befattningshavare kommer således inte att behandlas.

1.3 Metod och material

Framställningen är en rättsvetenskaplig studie vars syfte är att utreda frågeställningarna presenterade i avsnitt 1.2 för att fastställa gällande rätt. Uppsatsen berör två huvudsakliga rättsområden – aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten. Vilka typer av rättskällor som är aktuella för respektive område skiljer sig något åt. Det är därför inte ändamålsenligt att beteckna den använda metoden som rättsdogmatisk – en metod vars innehåll det dessutom råder delade meningar om.⁷ I stället kommer metoden och synen på rättskällornas relevans och auktoritet för frågeställningarna i uppsatsen att presenteras i det följande.

För att utröna innehållet i gällande rätt i uppsatsen tas avstamp i en rättskällelära, som anger de allmänt accepterade rättskällorna och deras inbördes hierarki, nämligen lagstiftning, förarbeten och praxis och doktrin. Lagstiftning och prejudikat tillmäts formell auktoritet; de ska följas oavsett sakskalet.⁸ Förarbeten har också stor betydelse, men fordrar inte samma lydskrav som lag och prejudikat, utan fungerar som ett verktyg för tolkning och tillämpning av lagregler.⁹ I aktiebolagsrätten lämpar sig ändamålsöverväganden väl, varför starka sådana skäl kan vara anledning nog att avvika från tolkningen som föreslås i förarbetena.¹⁰ Vad gäller juridisk doktrin så härleds dess auktoritet till tyngden i de argumenten som framförs.¹¹ Exempel på när styrka i argument och ändamålsöverväganden får en framträdande roll i lagtolkningen i uppsatsen är vid bestämmandet av generalklausulens tillämpningsområde, se vidare avsnitt 2.4.2. Här präglas tolkningen av motstående skyddsintressen vilka måste vägas mot varandra för att till sist avgöra vilket som ska få företräde.

Frågan om förutsättningarna för genomförandet av riktade nyemissioner finns till viss del behandlad i den juridiska litteraturen.¹² I bland annat Sandströms

⁷ Se t.ex. Heuman (2018) s. 61 ff.; Peczenik (2005) s. 249 ff.; Kleineman (2018) s. 21 ff.

⁸ Heuman (2018) s. 70.

⁹ Heuman (2018) s. 70; Kleineman (2018) s. 28 f.

¹⁰ Jfr, Stattin (2008) s. 41.

¹¹ Heuman (2018) s. 71; Kleineman (2018) s. 28.

¹² Det finns ett antal examensuppsatser som berör nyemissioner och tangerar till denna. Dessa är dock inga rättskällor och används inte som sådana i den här framställningen.

Svensk aktiebolagsrätt och i Bergström och Samuelssons *Aktiebolagets grundproblem* behandlas de riktade nyemissionerna som fenomen, dock mer sparsamt vad gäller gränserna för dess genomförande.

Generalklausulerna och likabehandlingsprincipen nämns på olika platser i litteraturen som en faktor som måste beaktas vid bedömningen huruvida en riktad nyemission är tillåten. För att närmare granska deras tillämpningsområde görs hänvisningar till bland andra Arvidssons artikel *Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper – En analys i ljuset av NJA 2013 s. 1250*, samt Bergström och Samuelssons *Aktiebolagets grundproblem*. Skog i *Rodhes Aktiebolagsrätt* är av en annan uppfattning än Bergström och Samuelsson gällande generalklausulernas tillämpningsområde, varför även dessa synpunkter lyfts och analyseras.

Ett verk som intar en central roll, inte minst för identifiering av eventuella förutsättningar – både för styrelseansvar och för riktade emissioner i allmänhet, är Westermark och Lagercrantz bok *Om nyemission*. Det ska nämnas att boken utgår från en rättsanalytisk metod, men är tänkt att användas som en praktisk handbok för yrkesverksamma jurister.¹³ Som anført om doktrin i allmänhet under metodavsnittet så behandlas argumenten som framförs i boken utifrån hur välgrundade argumentet är.

Gällande frågor om skadeståndsansvar i aktiebolagsrätten i allmänhet görs hänvisningar till bland annat Rolg Dotevalls *Bolagsledningens skadeståndsansvar* samt till Carl Svernlövs *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget – En introduktion*.

Praxis utgör en viktig rättskälla i framställningen. Det är dock viktigt att skilja mellan prejudikat och praxis, där prejudikaten från Högsta domstolen har formell auktoritet.¹⁴ Frågan om riktade nyemissioner har dock inte behandlats av Högsta domstolen, men ämnet har förekommit i ett antal underrättsavgöranden. Att underrättspraxis har lägre auktoritet än prejudikat från Högsta domstolen är ett okontroversiellt påstående. Viss rättslig auktoritet har dock praxisen från underrätterna. De kan bland annat vara vägledande för hur ett visst juridiskt problem brukar lösas av domstolarna.¹⁵ I uppsatsen behandlas underrättspraxis på ett liknande sätt som förarbeten och doktrin, alltså genom en bedömning av tyngden i de argument som framförs.

Aktiemarknadsrätten präglas till stor del av aktiemarknadens självreglering. Genom bolagens börsnotering åtar de sig att på avtalsrättslig grund följa regelverken som uppstått inom ramen för aktiemarknadens självreglering, samt att iakttä god sed på aktiemarknaden.¹⁶ Trots att regelverket blir gällande för

¹³ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 25 f.

¹⁴ Se t.ex. NJA 1994 s. 194; samt 3 kap. 6 § rättegångsbalken (1942:740).

¹⁵ Dahlman (2019) s. 70.

¹⁶ Stattin & Ekelund (2021) s. 418.

aktiemarknadsbolagen på avtalsrättslig grund så är det inte säkert att fastställandet av dess innehåll och tolkningen av det ska ske mot den bakgrunden. HD har i NJA 1984 s. 343 konstaterat att regelverket är en avtalsrättslig reglering mellan parterna (börsen och aktiemarknadsbolagen), men att denna har inslag av offentligrättslig normgivning. Jag ansluter mig därför till Stattin & Ekelunds syn på hur börsernas regelverk och god sed ska tolkas, nämligen att de bör tolkas utifrån samma metoder som offentligrättslig normgivning. Utgångspunkten blir då en innehållsinriktad tolkning där ytterligare tolkningsdata kan fås från bl.a. kommentarer till reglerna och avgöranden från Aktiemarknadsnämnden – vars syfte är att verka för att innehållet i god sed utvecklas och bestäms. Det bör dock påpekas att det inte finns något hinder för domstolar eller börsernas disciplinnämnder att frånga Aktiemarknadsnämndens tolkningar. Dess uttalanden bör, mot bakgrund av detta, tillmätas betydelse utifrån argumentationen som framförs.¹⁷

Aktiemarknadsnämnden har gjort ett antal uttalanden om riktade nyemissioners förenlighet med god sed på aktiemarknaden.¹⁸ Uttalandena rör sig i gränslandet mellan aktiebolags- och aktiemarknadsrätt. Aktiemarknadsnämndens uttalanden är, som tidigare anförts, inte bindande varken för domstolar eller för börsernas disciplinnämnder. Nämnden strävar dock efter att göra uttalanden över åtgärder som är av särskilt viktig principiell eller praktisk betydelse för aktiemarknaden.¹⁹ Aktiemarknadsnämnden tar även stor hänsyn till sina tidigare avgöranden när den formulerar nya. Vidare så är aktiemarknadsnämndens uttalanden en väldigt viktig del i bestämmandet av vad god sed på aktiemarknaden innebär.²⁰ Uttalandena tillmäts därför stor vikt och viss prejudicerande betydelse vid besvarandet av uppsatsens andra frågeställning.

Även på aktiemarknadsrättens område spelar doktrinen en viktig roll. Samma typ av avvägning kommer att tillämpas på aktiemarknads- som på aktiebolagsrättens område, nämligen att ju mer välgrundat ett argument är desto större vikt tillmäts det.

De aktiebolagsrättsliga reglerna och principerna som behandlas i uppsatsen har funnits länge i svensk aktiebolagsrätt. Kodifierade generalklausuler som skyddar minoriteten från majoritetens maktmissbruk har funnits sedan 1944.²¹ Möjligheten att avvika från aktieägarnas företrädesrätt vid nyemissioner infördes i 1944 års aktiebolagslag år 1973.²² Sedan dess har bolagsrätten kommit att påverkas av EU-rätten och är nu delvis direktivstyrd. Reglerna om majoritetskrav för stämmobeslut om att avvika från aktieägarnas

¹⁷ Eklund & Stattin (2021) s. 419 ff.

¹⁸ Se bl.a. AMN 2021:41; AMN 2016:30; samt AMN 2002:2.

¹⁹ Se § 25 Aktiemarknadsnämndens stadgar.

²⁰ Stattin (2020) s. 132 ff.

²¹ Se bl.a. 76 § lagen (1944:705) om aktiebolag m.m. samt 9 kap. 34 § aktiebolagslag (1975:1385).

²² Se prop. 1973:93 s. 13 samt prop. 1975:103 s. 331 f.

företrädesrätt är ett exempel på en svensk implementering av EU-rätten.²³ Att aktiebolagsrätten till viss del är direktivstyrd kommer dock inte att påverka analysen i denna uppsats.

1.4 Disposition

Uppsatsen är disponerad enligt följande. I kapitel 2 redogörs för riktade nyemissioner enligt aktiebolagslagen. Först ges en kort introduktion till fenomenet, sedan en överblick över möjliga begränsningar för att frångå aktieägarnas företrädesrätt. I kapitlet analyseras sedan dessa begränsningar och vilka förutsättningar som måste vara uppfyllda för att en riktad nyemission ska vara tillåten aktiebolagsrättsligt. Kapitel 2 kommer sålunda att besvara uppsatsens första frågeställning.

Syftet med kapitel 3 är att besvara den andra frågeställningen i uppsatsen. Här kommer de särskilda regler som gäller för aktiemarknadsbolag att presenteras tillsammans med litteratur och praxis från Aktiemarknadsnämnden. Utifrån detta presenteras slutsatser om vilka aktiemarknadsrättsliga förutsättningar som måste vägas in i bedömningen för om en riktad nyemission är tillåten.

I kapitel fyra sammanfattas inledningsvis de slutsatser om förutsättningarna för genomförande av riktade nyemissioner som dragits i de förevarande kapitlen. Sedan presenteras förutsättningarna för att hålla styrelsen eller enskilda styrelseledamöter ansvariga om dessa inte försäkrat sig om att förutsättningarna som presenterats tidigare i uppsatsen är uppfyllda. Här diskuteras styrelsens roll som initiativtagare och beredande organ i förhållande till stämman och dess beslut om den riktade nyemissionen.

I uppsatsens avslutande kapitel ges en kort sammanfattning av de slutsatser som dragits i de tidigare kapitlen.

²³ Reglerna genomför artikel 72 samt artikel 83 av Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/1132 av den 14 juni 2017 om vissa aspekter av bolagsrätt.

2 Riktade nyemissioner och företrädesrätt enligt aktiebolagslagen

2.1 Kapitelintroduktion

Reglerna om nyemission av aktier finns i 11 samt 13 kap. aktiebolagslagen. Vid en nyemission av aktier tillförs bolaget kapital i utbyte mot nyemitterade aktier enligt 11 kap. 1 § aktiebolagslagen. Kompetens att besluta om nyemission av aktier tillkommer bolagsstämman enligt 11 kap. 2 § aktiebolagslagen. Styrelsen har dock, enligt reglerna i 13 kap. 31–38 §§ aktiebolagslagen, möjlighet att fatta beslut om nyemission, antingen med bemyndigande från stämman eller genom bolagsstämmans efterkommande godkännande. Möjligheten att frånga aktieägarnas företrädesrätt finns reglerad i 13 kap. 1 § aktiebolagslagen.

Detta kapitel inleds med en redogörelse av reglerna om nyemission i 13 kap. aktiebolagslagen om processen fram till ett emissionsbeslut. Kapitlet fortsätter sedan med en redogörelse och analys av de aktiebolagsrättsliga förutsättningarna att frånga företrädesrätten vid en nyemission av aktier, med fokus på gränserna som ställs upp av den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen. Kapitlet kommer på så vis att besvara uppsatsens första frågeställning.

En sammanfattning av slutsatserna från detta kapitel finns i kapitel 4.2.

2.2 Aktiebolagsrättslig reglering av nyemissioner

2.2.1 Stämmobeslut om nyemission

Som tidigare nämnts så omfattas beslut om nyemission av aktier av bolagsstämmans exklusiva kompetens. Det är dock naturligt att det är styrelsen som tar initiativ till, bereder och verkställer beslut om bolagets kapitalförsörjning.²⁴ Denna arbetsfördelning kommer bland annat till uttryck i 13 kap. 3 § aktiebolagslagen, där det anges att om bolagsstämman ska pröva en fråga om nyemission av aktier så ska styrelsen eller, om förslaget väcks av annan, förslagsställaren upprätta ett förslag till beslut. I lagtexten är alltså utgångspunkten att det är styrelsen som tar initiativ till nyemissionen.²⁵

I 13 kap. 4–5 §§ aktiebolagslagen finns reglerna om förslaget innehåll. Förslaget ska bland annat innehålla uppgift om hur mycket aktiekapitalet ska ökas med, hur många aktier som ska ges ut, priset för dessa och period som aktieteckning ska ske. Om beslutet avser en riktad nyemission ska skälen till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt, samt grunderna för teckningskursen särskilt anges, enligt 13 kap. 4 § fjärde stycket aktiebolagslagen. Någon

²⁴ Prop. 2004/05:85 s. 334.

²⁵ Prop. 2004/05:85 s. 677.

närmare specificering av vilka skäl som är godtagbara för att frångå företrädesrätten anges dock inte. Till förslaget ska även en aktuell årsredovisning fogas, enligt 13 kap. 6 § aktiebolagslagen.

Vidare anger reglerna i 13 kap. aktiebolagslagen hur styrelsens förslag till beslut ska tillhandahållas och på begäran sändas till aktieägarna. Som huvudregel ska beslutet, enligt 13 kap. 9 § aktiebolagslagen, hållas tillgängligt för aktieägarna minst två veckor före bolagsstämman. För publika aktiebolag ska förslaget hållas tillgängligt minst tre veckor före bolagsstämman enligt 13 kap. 39 a § aktiebolagslagen.

Beslut om nyemission av aktier kräver att det företrädes av mer än hälften av de avgivna rösterna på stämman, enligt 7 kap. 40 § aktiebolagslagen. Om beslutet innebär en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt krävs det dock att det har biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid stämman, enligt 13 kap. 2 § aktiebolagslagen.

2.2.2 Styrelsebeslut om nyemission

Styrelsen har som tidigare nämnt möjlighet att självständigt fatta beslut om nyemission av aktier i två fall, nämligen om nyemissionen sker med stöd av ett bemyndigande från bolagsstämman eller om den nyemissionen får stöd av bolagsstämman i efterhand. Reglerna om styrelsebeslut om nyemission av aktier finns i 13 kap. 31–38 §§ aktiebolagslagen. Det är förhållandevis vanligt att det är styrelsen som fattar beslut om nyemission av aktier med stämmogodkännande eller med stöd av ett bemyndigande. Westermarck & Lagercrantz anger att det år 2011 var 12 % av nyemissionerna som beslutades av styrelsen, antingen med bolagsstämmans efterföljande godkännande eller med stöd av bemyndigande.²⁶

Beslut om bemyndigande till styrelsen att fatta beslut om nyemission av aktier fattas av stämman. Utgångspunkten är att styrelsen upprättar ett förslag om bemyndigande till stämman. I förslaget ska tiden inom vilket bemyndigandet får utnyttjas anges, som längst till nästkommande årsstämma. Om styrelsen ska ges möjlighet att avvika från aktieägarnas företrädesrätt ska detta särskilt anges också. Utöver detta så kan förslaget utformas fritt. Vem som ska få teckna aktierna, i stället för aktieägarna, och till vilken kurs behöver alltså inte anges i bemyndigandet. Om bemyndigandet ska innefatta möjlighet att genomföra riktade nyemissioner gäller samma majoritetskrav som om stämman beslutar om avvikelsen från företrädesrätten direkt, det vill säga två tredjedelar av såväl aktierna som rösterna.

När styrelsen sedan fattar beslut om nyemission av aktier med stöd av ett bemyndigande ska den, enligt 13 kap. 38 § aktiebolagslagen, upprätta samma

²⁶ Westermarck & Lagercrantz (2013) s. 35, se särskilt not 32.

handlingar som när stämman ska fatta ett sådant beslut. Om avvikelser från företrädesrätten ska ske så ska alltså skälen till avvikelserna samt grunderna för teckningskursen anges.

Med grunderna för teckningskursen avses underlaget för prissättningen av de nya aktierna. I aktiemarknadsbolag är det relativt okomplicerat att bedöma bolagets marknadsvärde, eftersom detta framgår av aktiekursen. Utifrån detta marknadsvärde kan eventuell rabatt beräknas.²⁷ Mer komplicerat förhåller det sig om bolagets aktier inte är föremål för börshandel, vilket blir aktuellt vid nyemissioner i samband med börsintroduktion. Då tillämpas vanligtvis ett så kallat bookbuildingförfarande, varvid institutionella investerare ombeds göra anbud på bolaget. Dessa anbud blir sedan grund för beräkning av marknadsvärdet för bolaget.²⁸

Styrelsen kan även fatta beslut om nyemission under förutsättning av bolagsstämmans godkännande i efterhand. För att försäkra sig om att beslutet godkänns är det vanligt att styrelsen kontaktar någon eller några större aktieägare för att förankra beslutet.²⁹ Inför beslutet ska styrelsen, enligt 13 kap. 31 § andra stycket aktiebolagslagen, upprätta samma handlingar som när bolagsstämman ska fatta beslut. Även i detta fall kan emissionsbeslutet fattas med avvikelser för aktieägarnas företrädesrätt, men då med det strängare majoritetskravet avseende godkännandet från bolagsstämman.

2.3 Utspädningseffekt vid riktad nyemission

Huvudregeln i 13 kap. 1 § första stycket aktiebolagslagen är att de befintliga aktieägarna har företrädesrätt att teckna nya aktier i förhållande till de aktier de äger. Syftet med bestämmelsen är att förhindra att nyemissioner används för att på ett otillbörligt sätt rubba maktbalansen och andelsförhållandena i bolaget.³⁰ Regeln har tydlig anknytning till likhetsprincipen i 4 kap. 1 § som ger alla aktier lika rätt i bolaget.³¹ Vid en riktad nyemission erbjuds endast vissa aktieägare, eller någon helt utomstående, att teckna aktier i bolaget. Genom en riktad nyemission uppstår utspädningseffekter för de aktieägare som inte omfattas av erbjudandet att teckna aktier. Dessa effekter kan vara både ekonomiska och röstvärdesmässiga.³²

Att en riktad nyemission kan drabba de befintliga aktieägarna ekonomiskt följer av att teckningskursen får sättas lägre än värdet på de befintliga aktierna – en emissionsrabatt.³³ Möjligheten att erbjuda emissionsrabatt begränsas av 13 kap. 4 § tredje stycket aktiebolagslagen, där det anges att teckningskursen

²⁷ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 227 f.

²⁸ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 141.

²⁹ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 40.

³⁰ Prop. 2004/05:85 s. 340; Bergström & Samuelsson (2023) s. 179 f.

³¹ Bergström & Samuelsson (2023) s. 179 f.

³² Bergström & Samuelsson (2023) s. 186 ff.

³³ Se vidare avsnitt 2.4.3.

inte får understiga de tidigare aktiernas kvotvärde, det vill säga aktiernas andel av aktiekapitalet. Undantag från detta får göras i publika bolag om skillnaden mellan teckningskursen och kvotvärdet kan tillföras aktiekapitalet från bolagets egna kapital eller genom redovisningsmässig uppskrivning av anläggningstillgångar; det kan till exempel röra sig om en undervärderad fastighet eller en maskin som har ökat i värde.

Emissionsrabatter är ett viktigt incitament för att få nyemissionen fulltecknad och är vanligt förekommande i såväl företrädesemissioner som riktade nyemissioner.³⁴ Om teckningskursen sätts till marknadsvärdet på aktierna och dessa aktier är upptagna till handel på en börs så finns det få skäl att teckna nya aktier när dessa likväl kan förvärfvas över börsen till samma pris.

Hur stor den ekonomiska utspädningseffekten blir beror på hur stor emissionsrabatten är. Anta att ett bolag med 100 aktier är värt 100 000 kr emitterar 100 aktier med en teckningskurs på 900 kr per aktie. Före emissionen representerade varje aktie ett värde på 1 000 kr. Efter emissionen, om den fulltecknas, är bolaget värt 190 000 kr och varje aktie representerar 950 kr av bolagets förmögenhet. De befintliga aktieägarna förlorar 50 kr per aktie. Rabatten till de nya aktieägarna sker sålunda på bekostnad av de befintliga aktieägarnas andel.³⁵

Den ekonomiska utspädningen förutsätter att de nya aktierna tecknas med en emissionsrabatt. Annorlunda förhåller det sig med maktförhållandena i bolaget. Med en riktad nyemission kommer det att ske en maktförskjutning från de befintliga aktieägarna som inte deltar eller erbjuds att teckna nya aktier till den grupp som erbjuds att delta i nyemissionen.³⁶ Maktförskjutningen innebär att de befintliga aktieägarnas inflytande minskar.

I aktiebolagslagen finns det en mängd minoritetsskyddsregler som kan åberopas av aktieägare som innehar minst tio procent av aktierna i bolaget.³⁷ Utspädningseffekten av en riktad nyemission kan resultera i att en ägare förlorar möjlighet att åberopa minoritetsskyddsregler om den innebär att innehavet minskar till under tio procent.

2.4 Förutsättningar för avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt

2.4.1 Majoritetskravet och godtagbara skäl

Som beskrivits ovan så kan en riktad nyemission vara förenad med vissa negativa konsekvenser för aktieägarna i form av utspädning, både

³⁴ Prop. 1975:103 s. 331. Westermark & Lagercrantz (2013) s. 232.

³⁵ Se även exemplen i Bergström & Samuelsson (2023) s. 192 och i Skog (2023) s. 56 f.

³⁶ Bergström & Samuelsson (2023) s. 180.

³⁷ Skog (2023) s. 55; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 244.

inflytandemässigt och ekonomiskt. För att skydda minoritetsägare från dessa effekter ställs det krav i 13 kap. 2 § aktiebolagslagen, på att emissionen eller bemyndigandet till styrelsen beslutas med kvalificerad majoritet.

Utöver det skärpta majoritetskravet ställs det även krav i 13 kap. 4 § fjärde stycket aktiebolagslagen på att skälen till avvikelsen anges. Att skälen till avvikelsen från företrädesrätten redovisas kan bland annat ge aktieägarna underlag till en bedömning av om nyemissionen är i deras intresse och om den är förenlig med generalklausulerna i aktiebolagslagen.³⁸

I förarbetena till den nuvarande aktiebolagslagen görs ingen antydning om vilka skäl som anses godtagbara. När möjligheten till avvikelse från företrädesrätten först infördes gjordes emellertid ett uttalande i propositionen om att det fordras objektivt godtagbara skäl för att avvika från företrädesrätten.³⁹ I doktrinen har till exempel att bolaget är i finansiell kris eller att bolaget behöver nya strategiskt viktiga investerare ansatts vara godtagbara skäl.⁴⁰ Omständigheterna i det enskilda fallet är av stor betydelse när det gäller frågan om skälen att avvika från företrädesrätten är godtagbara eller inte.⁴¹

Styrelsens allmänna lojalitetsplikt gentemot bolaget och i förlängningen ägar-kollektivet medför att styrelsen i det enskilda fallet ska bedöma om en nyemission bäst genomförs enligt lagens huvudregel, som en företrädesemission, eller med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt.⁴² I ett förarbetsuttalande anger lagstiftaren ett antal omständigheter som om dessa tillsammans, med tillräcklig styrka talar för att det ligger i bolagets intresse att avvika från företrädesrätten så finns det inga andra aktiebolagsrättsliga hinder för detta förutom de gränser som uppställs av generalklausulerna i aktiebolagslagen. De angivna omständigheterna är bland annat utsikterna för att nyemissionen fulltecknas, kostnaderna för förfarandet och tidsaspekten inklusive eventuell exponering mot risker för kurssvängningar på aktiemarknaden.⁴³

En särskild fråga är hur kravet på att skälen till ett beslut om riktad nyemission ska anges när det är styrelsen som fattar beslutet med stöd av bolagsstämmans bemyndigande. Ska skälen anges i bemyndigandet, eller räcker det att styrelsen anger skälen i sitt beslut? I 13 kap. 36 § aktiebolagslagen anges att det i förslag till bolagsstämmobeslut om bemyndigande ska anges om styrelsen ska kunna fatta beslut om avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt vid en nyemission. I förarbetena till aktiebolagslagen tydliggörs att det är ett förslag till beslut om bemyndigande och inte till beslut om nyemission som ska

³⁸ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 223 särskilt not 26 där de påtalar att det dock är ytterst osannolikt att illojala motiv bakom en riktad nyemission redovisas i skälen.

³⁹ Prop. 1973:93 s. 129.

⁴⁰ Se t.ex. Bergström & Samuelsson (2023) s. 191 f.; Westermark & Lagercrantz (2013) s. 225

⁴¹ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 224.

⁴² Ds. 2012:37 s. 44.

⁴³ Ds. 2012:37 s. 44.

upprättas.⁴⁴ Regeln om innehållet i förslaget till beslut motsvarar 4 kap. 15 § i 1975 års aktiebolagslag.⁴⁵ Däri görs det en hänvisning till 4 kap. 4 § 1975 års aktiebolagslag som anger att skälen till avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt skulle anges i förslaget till beslut om nyemission.⁴⁶

Varken ordalydelsen i lagen eller förarbetena anger huruvida skälen till avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt ska anges i beslutet om bemyndigandet. Frågan prövades i ett fall från Hovrätten för Övre Norrland. Det var fråga om ett bolagsstämmebeslut om bemyndigande till styrelsen att fatta beslut om en riktad nyemission kunde klandras på grund av att skäl till avvikelser från företrädesrätten saknades. Hovrätten tog fasta på ett förarbetsuttalande där lagstiftaren uttryckte att skälen till avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt ska anges i bemyndigandet samt att syftet med förfarandet är att så långt som möjligt ge aktieägarna tillräckligt beslutsunderlag. Utifrån detta upphävdes beslutet om bemyndigandet.⁴⁷

Westermarck och Lagercrantz menar att eftersom det inte framgår av aktiebolagslagen att skälen ska anges redan i bemyndigandet så föreligger således inget sådant krav. De menar vidare att det faktum att det inte finns ett sådant krav inte betyder att det föreligger något hinder för att ge styrelsen tydliga instruktioner i bemyndigandet.⁴⁸ Denna ståndpunkt får stöd av det tidigare nämnda förarbetsuttalandet om att förslaget som ska upprättas enligt 13 kap. 36 § aktiebolagslagen ej ska förväxlas med förslag till emissionsbeslut.⁴⁹ Även att det i 13 kap. 38 § aktiebolagslagen anges att skälen ska anges när styrelsen fattar beslut om riktad nyemission talar för att ett sådant krav inte finns för bemyndigandet.

2.4.2 Likabehandling och generalklausulerna

En yttre gräns för tillåtligheten av en riktad nyemission är att denna inte står i strid med de aktiebolagsrättsliga generalklausulerna i 7 kap. 47 § respektive 8 kap. 41 § aktiebolagslagen.⁵⁰ En riktad nyemission får således inte vara ägnad att ge otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare.

Generalklausulerna i aktiebolagslagen utgör generella inskränkningar i bolagsorganens kompetens. 7 kap. 47 § tar sikte på beslut fattade av bolagsstämman och 8 kap. 41 § omfattar rättshandlingar och andra åtgärder företagna av styrelsen eller den verkställande direktören. De två bestämmelserna kan ses

⁴⁴ Prop. 2004/05:85 s. 698.

⁴⁵ Aktiebolagslag (1975:1385).

⁴⁶ Se även Prop. 1975:103 s. 333.

⁴⁷ Hovrätten för Övre Norrland mål nr T 179-02 med hänvisning till Prop. 1973:93 s. 112.

⁴⁸ Westermarck och Lagercrantz (2013) s. 228 f.

⁴⁹ Prop. 2004/05:85 s. 698.

⁵⁰ Ds 2012:37 s. 44; Prop. 2004/05:85 s. 676.

som ett uttryck för en likabehandlingsprincip i aktiebolagsrätten.⁵¹ Likabehandlingsprincipen ska inte förväxlas med den likhetsprincip som kommer till uttryck i 4 kap. 1 § aktiebolagslagen och som anger att alla aktier har samma rätt i bolaget.⁵² Likhetsprincipen tar sikte på åtgärder som innebär en formell olikbehandling av aktierna och ger sålunda uttryck för det strukturella förhållandet mellan rättigheterna som följer med aktierna.⁵³ Likabehandlingsprincipen kan tillämpas i fall då en åtgärd eller ett beslut som inte rubbar aktieägarnas rätt inbördes, men som reellt gynnar en aktieägare på andra aktieägare eller bolagets bekostnad.⁵⁴

Generalklausulerna gör det möjligt att angripa beslut och åtgärder som tillkommit på ett formellt korrekt sätt men som fortfarande innebär ett otillbörligt gynnande på annans bekostnad.⁵⁵ Att beslutet eller åtgärden ska vara ägnad att ha en otillbörlig effekt innebär att det inte uppställs något krav på att effekten faktiskt har realiserats.⁵⁶

Generalklausulerna skyddar endast ageranden som är otillbörliga. Hur otillbörlighetsbedömningen ska göras har i två fall prövats av Högsta domstolen. Det ena fallet, NJA 2000 s. 404, rörde en av styrelsen beslutad försäljning av verksamheten i ett bolag. I bolaget fanns det tillgångar som inte hade åsatts något bokfört värde. En av dessa tillgångar såldes sedan vidare av det övertagande bolaget för två miljoner kronor. Högsta domstolen konstaterade att beslutet att överföra hela verksamheten till ett annat bolag stod i strid med verksamhetsföremålet i bolagsordningen. Högsta domstolen ansåg därför att beslutet om försäljning gav en otillbörlig fördel till majoritetsägaren, som ägde det övertagande bolaget, till nackdel för minoritetsägaren. Högsta domstolen uttalade inget allmänt om hur otillbörlighetsrekvisitet ska tolkas eller tillämpas.

I NJA 2013 s. 1230 var det fråga om ett bolag som ägdes av ett antal personer. Oenighet uppkom mellan ägarna om villkoren för inträde av en ny ägare i bolaget. Styrelsen föreslog stämman att bolaget skulle likvideras och stämman beslutade i enlighet med styrelsens förslag. Bolagets tillgångar såldes sedermera till ett nytt bolag som ägdes av samtliga aktieägare i ursprungsbolaget utom den som motsatt sig likvidationen. Högsta domstolen prövade två frågor. Dels om styrelsens beslut om att föreslå likvidationen stred mot generalklausulen i 8 kap. 41 § aktiebolagslagen. Dels frågan om likvidationsbeslutet stred mot generalklausulen i 7 kap. 47 § aktiebolagslagen. Högsta domstolen refererade till att det beslut som var aktuellt i NJA 2000 s. 404 i realiteten innebar att ekonomiska värden hade förts över från minoriteten till majoritetsägaren och att det var därför beslutet hade ansetts vara otillbörligt. I

⁵¹ Bergström & Samuelsson (2023) s. 146; Skog (2023) s. 247; Arvidsson (2014) s. 274.

⁵² Arvidsson (2014) s. 268.

⁵³ Arvidsson (2014) s. 269 ff.; se även NJA 2013 s. 1250.

⁵⁴ Arvidsson (2014) s. 265; samt NJA 2013 s. 1250 p. 9.

⁵⁵ Prop. 1973:93 s. 83.

⁵⁶ Arvidsson (2014) s. 267; Bergström & Samuelsson (2023) s. 148.

linje med detta bedömdes om likvidationsbeslutet som var föremål för Högsta domstolens bedömning hade resulterat i någon överföring av ekonomiska värden till aktieägarmajoriteten. Domstolen konstaterade att så inte var fallet, varför stämmobeslutet inte var att anse som otillbörligt. Eftersom stämmobeslutet inte var otillbörligt kunde inte heller styrelsens beslut att föreslå likvidation för stämman vara otillbörlig.

De två domarna från Högsta domstolen slår fast att en betydelsefull faktor vid otillbörlighetsbedömningen är huruvida agerandet inneburit att ekonomiska värden har överförts. Varje överföring av ekonomiska värden kan dock inte anses vara otillbörliga. En sådan ordning hade inneburit att alla former av emissionsrabatter vid riktade nyemissioner var förbjudna. I själva verket är emissionsrabatter vid riktade nyemissioner ofta en förutsättning för att locka till sig externa investerare.⁵⁷

Vilka ytterligare faktorer som ska beaktas vid en otillbörlighetsbedömning är omdiskuterad i den juridiska litteraturen.

Bergström & Samuelsson menar att tolkningen av otillbörlighetsrekvisitet påverkas av vad som är företagsekonomiskt riktigt och försvarligt. De menar även att detta är den enda relevanta avvägningsprincipen. Det företagsekonomiskt riktiga och försvarliga beslutet är det som föredras av aktieägarna eftersom det innebär att syftet med beslutet är att uppfylla vinstsyftet.⁵⁸ Ståndpunkten har stöd i ett förarbetsuttalande där lagstiftaren angav att en avvikelser från likabehandlingsprincipen inte kan betecknas som otillbörlig om den är i bolagets intresse och framstår som företagsekonomiskt riktig och försvarlig.⁵⁹

Sandström menar att prövningen förmodligen kommer att ske som en intresseavvägning mellan å ena sidan vad som är företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt och å andra sidan minoritetens behov av reell likabehandling, där även hänsyn kan tas till hur utstuderat majoritetsägaren agerat.⁶⁰

Skog är av en annan uppfattning. Han menar att uttrycket företagsekonomiskt riktigt och försvarligt saknar innebörd i juridiken eftersom företagsekonomi inte kan ge några normer. Även om uttrycket skulle ersättas med vad som ligger i *bolagets intresse* så menar Skog att ett gemensamt intresse för aktieägarna inte kan läggas till grund för lösning av konflikter mellan aktieägarna.⁶¹ Även detta synsätt har stöd i förarbetsuttalande, där utredaren konstaterar att bolagets intresse är detsamma som aktieägarnas gemensamma intresse och att det bolagets intresse därför inte kan läggas till grund för att lösa en konflikt mellan aktieägarna.⁶² I kritiken anförs emellertid inga alternativa

⁵⁷ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 222 f.

⁵⁸ Bergström & Samuelsson (2023) s. 149.

⁵⁹ Prop. 1973:93 s. 137.

⁶⁰ Sandström (2023) s. 207.

⁶¹ Skog (2023) s. 248.

⁶² SOU 1995:44 s. 183.

tolkningsfaktorer som bör beaktas vid tillämpningen av otillbörlighetsrekvisitet. Vidare så är det inte helt klart om kritiken mot användningen av bolagets intresse för bedömning av otillbörlighet avser likhets- eller likabehandlingsprincipen.

Nerep, Adestam & Samuelsson avfärdar kritiken kategoriskt, bland annat på grund av att ett annat bedömningskriterium än bolagets syfte att generera vinst till aktieägarna står i direkt strid med lagmotiven. Vidare uppfattar de det som märkligt att ett kommittéuttalande avfärdar ett äldre lagmotiv utan att ge någon vägledning hur rekvisitet i stället ska tillämpas.⁶³ Jag ansluter mig till denna ståndpunkt av de skälen.

2.4.3 Likabehandling och generalklausulerna vid riktade nyemissioner

Huvudregeln om aktieägarnas företrädesrätt vid en nyemission är enligt förarbetena till aktiebolagslagen grundad på likhetsprincipen.⁶⁴ Eftersom förfarandet vid en avvikelse från företrädesrätten är reglerad får en sådan avvikelse, om den sker i enlighet med reglerna i 13 kap. aktiebolagslagen, anses vara ett tillåtet undantag från likhetsprincipen.⁶⁵ Ett beslut om riktad nyemission som är tillåten enligt likhetsprincipen är dock inte nödvändigtvis tillåten enligt generalklausulerna.⁶⁶

Westermarck & Lagercrantz identifierar tre typfall då generalklausulerna kan komma att tillämpas, nämligen: att nyemissionen genomförs till alltför stor rabatt, att nyemissionen riktas till vissa befintliga aktieägare samt att nyemissionen medför att styrkeförhållandena mellan aktieägarna rubbas.

Det första typfallet, att nyemission genomförs till alltför stor rabatt, knyter an till det faktum att rabatten ger upphov till överföring av ekonomiska värden från aktieägarna till den som erbjuds delta i den riktade nyemissionen. HD har, som ovan konstaterats, bedömt beslut som innebär en överföring av förmögenhet från minoriteten till majoriteten som otillbörliga.⁶⁷ En nyemission riktad till vissa befintliga aktieägare, men inte alla och till emissionsrabatt innebär att ekonomiska värden överförs och torde där för kunna angripas med stöd av generalklausulerna. Även om nyemissionen riktas till någon annan än aktieägarna och den genomförs till en alltför stor rabatt kan en tillämpning av generalklausulen, som omfattar att fördelen ges till annan än aktieägare, bli aktuell. Det kan knappast anses ligga i bolagets intresse att ge en stor emissionsrabatt på bekostnad av dess befintliga ägare. Hur stor emissionsrabatten får vara innan den nyemissionen blir otillbörlig är svårt att dra några generella

⁶³ Nerep, Adestam & Samuelsson, aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino 2019-07-01 (Juno).

⁶⁴ Prop. 2004/05:85 s. 675.

⁶⁵ Bergström & Samuelsson (2023) s. 187.

⁶⁶ Prop. 1973:93 s. 83 f.

⁶⁷ Se avsnitt 2.4.2 om NJA 2013 s. 1250.

slutsatser om. Det förekommer dock rabatter på upp till tio procent jämfört med marknadsvärdet utan att dessa angrips med stöd av generalklausulerna.⁶⁸ Befinner sig ett bolag i finansiell kris är utrymmet att ge stora emissionsrabatter sannolikt större än under mer normala omständigheter.⁶⁹

Det andra typfallet, att en nyemission riktas till vissa aktieägare men inte andra, kan liksom det första bli föremål för tillämpning av generalklausulerna på grund av en alltför stor emissionsrabatt. Det som kan tilläggas i detta fall är dock att det torde finnas ett mindre utrymme för emissionsrabatter till befintliga aktieägare, som inte behöver ges samma ekonomiska incentiv som när en ny strategisk ägare ska tas in i bolaget.⁷⁰

När det gäller tillämpligheten av generalklausulen på riktade nyemissioner till vissa befintliga ägare så uttrycks det i ett förarbetena att det torde vara synnerligen ovanligt att det finns objektivt godtagbara skäl för att endast vissa aktieägare ska ha rätt att delta i en nyemission.⁷¹ En uppfattning som förespråkas av bland andra Skog är att det finns ett ytterst begränsat utrymme att genomföra riktade nyemissioner till befintliga aktieägare med motivering att ett sådant förfarande kränker aktieägarnas rätt att behandlas lika samt med hänvisning till förarbetsuttalandet.⁷² Westermark & Lagercrantz är av en annan uppfattning. De menar att argumentet att en riktad nyemission till befintliga aktieägare kränker aktieägarnas rätt till likabehandling är grundad på likhetsprincipen. En sådan nyemission bör inte kunna klandras med hänvisning till likhetsprincipen eftersom aktiebolagslagen uttryckligen tillåter att en nyemission riktas till vissa aktieägare – ett argument som i min mening har fog för sig.⁷³ I en senare utredning ifrågasätts även förarbetsuttalandets relevans med hänvisning till att den nu gällande lydelsen av generalklausulerna knappast kan ge stöd för att riktade nyemissioner till vissa befintliga aktieägare ska behandlas annorlunda än nyemissioner riktade till externa investerare.⁷⁴

Viss konsensus verkar dock råda kring en situation då det torde föreligga objektivt godtagbara skäl att rikta en nyemission till vissa befintliga aktieägare; när ett bolag befinner sig i finansiell kris och att en riktad emission till befintliga aktieägare är det enda alternativet som kan leda bolaget ur krisen.⁷⁵

Det tredje typfallet gäller tillämpning av generalklausulerna på riktade nyemission med hänvisning till att förfarandet innebär en ändring av

⁶⁸ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 232 f.; Skog (2004) s. 24.

⁶⁹ Skog (2004) s. 24.

⁷⁰ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 242.

⁷¹ Prop. 1973:93 s. 129.

⁷² Westermark & Lagercrantz (2013) s. 241, se särskilt not 67–68; Skog (2004) s. 24.

⁷³ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 241.

⁷⁴ Ds. 2012:37 s 45 f.

⁷⁵ Den ståndpunkten har även intagits av AMN, se avsnitt 3.3.3, vilket Skog verkar tillämpa på aktiebolagsrätten generellt, se Skog (2004) s. 24 f.; se även Bergström & Samuelsson (2023) s. 194.

maktförhållandena i bolaget. En riktad nyemission som innebär att en aktieägars andel och röster minskar till mindre än tio procent resulterar i att aktieägarens maktposition försämras avsevärt. Detta beror på att många av minoritetsskyddsreglerna i aktiebolagslagen förutsätter att en tiondel av aktierna eller rösterna motsätter sig ett beslut för att det ska stoppas. Ägare av en tiondel av aktierna i bolaget kan dessutom påkalla vinstutdelning under vissa förutsättningar.

I linje med tolkningen att en åtgärd som är företagsekonomiskt motiverad normalt sätt inte kan angripas med generalklausulerna, så får en aktieägare sannolikt finna sig i att dess ägarandel minskar i bolaget om det finns godtagbara skäl till nyemissionen. Detta synsätt bekräftas i ett fall från Svea hovrätt. Hovrätten hade att bedöma om en riktad nyemission var förenlig med generalklausulerna. Nyemissionen skulle resultera i att en minoritetsägars andel skulle komma att understiga tio procent och de särskilda minoritetsrättigheterna som följer med andelen skulle gå förlorade. Hovrätten ansåg att en sådan maktförskjutning visserligen var till nackdel för minoritetsägaren, men att nyemissionen inte av detta skäl kunde anses som en otillbörlig avvikelse från likabehandlingsprincipen. Vidare hade det inte framkommit några företagsekonomiska omständigheter som talade för att nyemissionen inte skulle få verkställas.⁷⁶

Om nyemissionen inte kan motiveras affärsmässigt är det dock mer sannolikt att den bedöms som otillbörlig, särskilt om förfarandet har inslag av maktmissbruk. I ett fall i Göta hovrätt rörde en riktad nyemission till bolagets tre huvudägare. Den fjärde och sista ägarens andel skulle genom nyemissionen minska till under tio procent. Beslutet motiverades av huvudägarna med att det ökade innehavet skulle tjäna som ”en morot” för majoritetsägarna, som också var aktiva i bolaget. Nyemissionen genomfördes aldrig, men hovrätten tog ändå ställning i samband med att frågan om rättegångskostnaderna skulle avgöras. Hovrätten menade att beslutet om nyemission inte hade några affärsmässiga skäl utan i stället hade drag av maktmissbruk. Därför ansågs beslutet strida mot generalklausulen i 7 kap. 47 § aktiebolagslagen.⁷⁷

⁷⁶ Svea hovrätts beslut i mål nr Ö 1849/88.

⁷⁷ Göta hovrätts dom i mål T 2031/08.

3 Aktiemarknadsrättsrättsliga förutsättningar för riktade nyemissioner

3.1 Kapitelintroduktion

Aktiebolag vars aktier är föremål för handel på en reglerad marknad, aktiemarknadsbolag, omfattas av reglerna i aktiebolagslagen på samma sätt som onoterade bolag. Aktiemarknadsbolagen måste dock även iaktta god sed på aktiemarknaden och följa reglerna som finns inom ramen för aktiemarknadens självreglering.

Kapitlet inleds med en redogörelse för den aktiemarknadsrättsliga självregleringen och begreppet god sed på aktiemarknaden. Därefter redogörs för reglerna om riktade nyemissioner som gäller för aktiemarknadsbolag och aktiemarknadsnämndens praxis på området analyseras. Mot bakgrund av detta kommer slutsatser att dras om förutsättningarna för avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt vid nyemissioner i aktiemarknadsbolag. Detta kapitel kommer sålunda att besvara uppsatsens andra frågeställning.

En sammanfattning av slutsatserna från detta kapitel presenteras nedan i kapitel 4.2.

3.2 Självreglering och god sed på aktiemarknaden

En av grundförutsättningarna för en fungerande aktiemarknad, med en effektiv kapitalallokering och låga transaktionskostnader, är att det finns förtroende för marknaden och dess aktörer. Att det finns förtroende för marknaden är inte detsamma som en tro på att investeringar i marknaden alltid kommer att vara lönsamma. Förtroendet för marknaden ligger i att den som investerar pengar i ett bolag i största möjliga mån kommer att skyddas från andra risker än de rent kommersiella. Med detta menas att risken som en aktieinvestering innebär ska vara beroende av hur bolagets verksamhet går och att risken att bli lurad ska minimeras.⁷⁸ För att förhindra förtroendeskadliga beteenden och oseriösa aktörer på aktiemarknaden uppställs regler i börsernas noteringsavtal med aktiemarknadsbolagen för hur bolagen får agera på börsen. I dessa regler ställs krav på att bolagen ska följa lagar, författningar samt iaktta god sed på aktiemarknaden. Med god sed avses gängse praxis bland aktiemarknadsbolag och kan komma till uttryck i bland annat Aktiemarknadsnämndens uttalanden och genom regler utfärdade av Aktiemarknadens Självregleringskommitté, ASK.⁷⁹

⁷⁸ Sjöman (2023) s. 767 ff.

⁷⁹ Se bl.a. Supplement D, del I, punkt 36 i emittentregelverket; se även 80 § i stadgan för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

Begreppet god sed på aktiemarknaden bestäms och utvecklas till stor del genom de uttalanden som kommer från Aktiemarknadsnämnden. Nämnden kan nämligen pröva varje åtgärd vidtagen av ett aktiemarknadsbolag, och ska genom sina uttalanden verka för utveckling och bestämmande av god sed på aktiemarknaden.⁸⁰ Det är alltså inte bara beslut från styrelsen eller stämman som kan bli föremål för bedömning, utan även andra åtgärder som till exempel uttalanden i pressmeddelanden eller i media från företrädare för bolaget.

Stattin menar att det går att utläsa Aktiemarknadsnämndens uppfattning av god sed genom att dela in dess uttalanden i fyra typgrupper. Den första typgruppen gäller frågor om överträdelse av gällande rätt, främst aktiebolagslagen. Stattin menar att nämndens uttalanden i denna grupp visar att förfaranden som strider eller riskerar strida mot gällande rätt inte är förenliga med god sed. Den andra gruppen frågor gäller åtgärder som framstår som kringgåenden av gällande rätt. Begreppet kringgående utvecklar han som åtgärder som inte strider mot eller ligger i riskzonen att strida mot gällande rätt, men ändå framstår som ett kringgående av reglerna. Stattin hänvisar till ett exempel på ett kringgående som av Aktiemarknadsnämnden ansågs strida mot god sed. Det gällde frågan om bemyndiganden till styrelsen i samband med överlåtelse av dotterbolagsaktier till en närstående. Enligt aktiebolagslagen ska beslutet fattas av bolagsstämman och frågan var vilket utrymme det fanns att bemyndiga styrelsen att fastställa villkoren för överlåtelsen – en fråga som inte regleras i aktiebolagslagen. Nämnden menade att, med hänvisning till lagens syfte, från synpunkten god sed måste krävas att styrelsens uppdrag begränsas till att verkställa stämmans beslut.⁸¹ Stattin menar att nämnden vid frågor om kringgåenden gör en mer kvalificerad bedömning av om kringgåendet är förenligt med god sed och inte bara av om det är ett kringgående eller inte. Detta på grund av att vissa kringgåenden är tillåtna enligt Aktiemarknadsnämnden.⁸² Den tredje gruppen uttalanden handlar om förfaranden som av Aktiemarknadsnämnden inte ansetts vara förenliga med god sed utan att dessa varit olagliga eller kringgåenden av gällande rätt i strikt mening. Som exempel tar han upp initiativärendet AMN 2002:2 där nämnden först bedömer ett nyemissionsförfarandes förenlighet med aktiebolagslagen och sedan menar att det finns anledning att upprätthålla en restriktivare syn på sådana förfaranden i aktiemarknadsbolag än i andra bolag. Det fjärde typfallet är när Aktiemarknadsnämnden fyller ut regleringen på aktiemarknaden med god sed. Det rör sig således om områden som är oreglerade, men där nämnden ansett att det är ändamålsenligt att fylla ut med god sed, ofta genom analog tillämpning av befintliga regler.⁸³

⁸⁰ 14–15 §§ stadgarna för Föreningen för god sed på aktiemarknaden; Stattin (2020) s. 144.

⁸¹ AMN 2001:01; Stattin (2020) s. 146.

⁸² Stattin tar som exempel s.k. due diligence-undersökningar som, om kringgåenden alltid skulle anses strida mot god sed, utan tvekan skulle vara otillåtna. I verkligheten finns det möjlighet att tillåta dessa enligt god sed utifrån vissa förutsättningar, se Stattin (2020) s. 145.

⁸³ Stattin (2020) s. 144 ff.

Utifrån detta kan slutsatsen dras att ett förfarande som är tillåtet enligt god sed på aktiemarknaden också är aktiebolagsrättsligt tillåtet. Det omvända gäller dock inte.⁸⁴

3.3 ASK:s regler om riktade kontantemissioner

I ASK:s regler om riktade kontantemissioner anges det att nyemissioner från synpunkten av god sed på aktiemarknaden i första hand ska genomföras med företrädesrätt för aktieägarna. Det är dock normalt sätt godtagbart att nyemissioner sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt om det utifrån omständigheterna i det enskilda fallet på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten.⁸⁵ I reglerna anges att skäl för en avvikelse kan vara att en företrädesemission riskerar att inte fulltecknas, kostnaderna för förfarandet, tidsaspekten inklusive eventuell exponering för svängningar i aktiekursen, att emissionen utgör en integrerad del i en transaktion, att i bolagets intresse ta in en eller flera nya investerare som bas för framtida kapitalanskaffningar, eller aktieägarnas intresse att förbättra likviditeten⁸⁶ i aktien. Vidare anges det att faktumet att riktade nyemissioner i allmänhet är mer kostnads- och tidseffektiva inte i sig kan anses utgöra objektiva skäl, om inte dessa faktorer i det enskilda fallet på objektiva grunder är tillräckligt betydelsefulla för bolaget.⁸⁷ I reglerna uttalar sig även ASK om riktade nyemissioner till en eller flera befintliga aktieägare. Det anges att det inte i sig är oförenligt med god sed att rikta en nyemission till en eller flera befintliga aktieägare, utan att förenligheten beror på omständigheterna i det enskilda fallet.⁸⁸

Det ankommer, enligt reglerna, på styrelsen att föreslå till stämman eller besluta om tiden för nyemissionen och emissionsvillkoren inklusive teckningskursen så att dessa är marknadsmässiga. Gällande teckningskursen anges det att en emissionskurs vid en riktad nyemission som grundar sig på ett rimligt utformat och genomfört bookbuildingförfarande⁸⁹, oavsett om utfallet blir ett pris över eller under aktiekursen, normalt sätt inte strider mot god sed. Enligt reglerna ska särskild vikt fästas vid att den aktiebolagsrättsliga generalklausulen inte överträds vid exempelvis fastställande av teckningskurs genom att vissa aktieägares prisindikationer läggs till grund för priset, eller att någon aktieägare får en stor tilldelning i förhållande till externa investerare när en nyemission riktas till utomstående och även vissa befintliga aktieägare.

⁸⁴ Se även Westermarck & Lagercrantz (2013) s. 231 för en liknande uppfattning.

⁸⁵ ASK:s regler om riktade kontantemissioner s. 2; jfr. avsnitt 2.4.1 där objektiva godtagbara skäl för avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt diskuteras.

⁸⁶ Med likviditet i aktien avses hur lätt det är att sälja eller köpa aktier i bolaget utan att priset påverkas.

⁸⁷ ASK:s regler för riktade kontantemissioner.

⁸⁸ ASK:s regler för riktade kontantemissioner.

⁸⁹ Se avsnitt 2.2.2 om begreppet bookbuildingförfarande.

Reglerna ställer också krav på informationen som ska tillgängliggöras för aktieägarna och aktiemarknaden genom pressmeddelande. Det första som ska anges är skälen för avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt. I reglerna specificeras detta genom att redogörelsen för skälen ska ge möjlighet för aktieägarna och marknaden att bedöma styrelsens överväganden enligt generalklausulerna i aktiebolagslagen och om god sed på aktiemarknaden i förhållande till den aktuella nyemissionen.

Det andra som ska anges enligt reglerna är grunderna för teckningskursen. Om bookbuildingförfarande eller en oberoende värdering har använts ska detta anges. Om någon annan metod har använts så ska en redogörelse för hur marknadsmässighet säkerställts ingå i pressmeddelandet.

ASK:s regler behandlar med andra ord samma frågor som den aktiebolagsrättsliga regleringen av riktade nyemissioner. Reglerna är allmänt hållna och lämnar stort tolkningsutrymme. Detta gäller särskilt när reglerna anger att riktade nyemissioner är godtagbara om det utifrån *omständigheterna i det enskilda fallet på objektiva grunder ligger i aktieägarnas intresse*. Regeln ger ingen vägledning om vilka grunder som är objektiva eller vilka aktieägarintressen som är skyddsvärda. Reglernas ges sitt innehåll genom Aktiemarknadsnämndens praxis, vilken redogörs för och analyseras nedan. Generellt kan dock sägas att nämndens uttalanden ofta är av väldigt specifik karaktär, vilket ger en viss osäkerhet i dess generella tillämplighet.

3.4 Aktiemarknadsnämndens praxis om riktade nyemissioner

3.4.1 AMN 2002:02 och riskzonsprincipen

Innan ASK:s regler om riktade nyemissioner tillkom utgick självregleringen av riktade nyemissioner på aktiemarknaden från ett så kallat initiativuttalande från Aktiemarknadsnämnden, AMN 2002:02. I uttalandet yttrade Aktiemarknadsnämnden, i linje med de senare tillkomna reglerna, att en riktad nyemission är tillåten på aktiemarknaden om den är tillåten enligt aktiebolagsrätten samt att det föreligger objektiva skäl för förfarandet. Uttalandet visade dock på en mer restriktiv syn på nyemissioner riktade till befintliga aktieägare i aktiemarknadsbolag än vad som är aktiebolagsrättsligt tillåtet. Aktiemarknadsnämnden anförde att denna typ av förfarande endast undantagsvis var förenligt med god sed på aktiemarknaden, exempelvis vid en finansiell kris i bolaget där den typen av nyemission bedöms som det enda säkra alternativet för att avhjälpa krisen.⁹⁰

Nämnden uttrycker i samma uttalande en syn på förhållandet mellan generalklausulernas tillämpningsområde och god sed på aktiemarknaden.

⁹⁰ AMN 2002:02.

Nämnden skrev, beträffande lagstiftarens restriktiva hållning gällande riktade nyemissioner, att det finns "...i och för sig inte anledning att uppställa strängare krav från synpunkten av god sed".⁹¹ Därefter tillägger nämnden att "[p]rincipiellt sett dock måste gälla att en åtgärd av ett aktiemarknadsbolag som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen normalt inte kan vara förenlig med god sed på aktiemarknaden".⁹² Dessa två motsägelsefulla ståndpunkter klargörs inte alls i den efterföljande meningen. Där skriver nämnden att "[u]nder förutsättning att det från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter är tillåtet /.../ anser nämnden det alltså även från synpunkten god sed godtagbart att en nyemission riktas till vissa aktieägare i bolaget".⁹³ Vad det i praktiken innebär att det principiellt måste gälla att åtgärder i en riskzon är oförenliga med god sed är inte helt klar.

Uttalandet har vållat viss diskussion i den rättsvetenskapliga litteraturen om vilken ståndpunkt Aktiemarknadsnämnden faktiskt har avseende förhållandet mellan likabehandlingsprincipens⁹⁴ tillämpningsområde och god sed på aktiemarknaden. Är de två uttryck för samma sak, eller krävs det för att uppfylla kravet på god sed att bolagen håller sig borta från riskzonen? Det är heller inte helt klart vad nämnden avser med att en åtgärd ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen. En möjlig tolkning är att en åtgärd ska framstå som tillåten utan att det fordras någon djupare analys av generalklausulens tillämplighet.

Johansson menar att de två inledande meningarna i citatet ovan är oförenliga med varandra, eftersom det först anges att ett förfarande i riskzonen att vara otillåtet enligt generalklausulen är oförenlig med god sed samtidigt som nämnden skriver att det är förenligt med god sed så länge det är tillåtet enligt generalklausulen. Han menar dock att nämnden i sin sista mening tydliggör att det för aktiemarknadsbolagen inte kan gälla strängare krav än för andra bolag. Johansson tar därvid fasta på att nämnden i den efterföljande meningen skrivit att det som är aktiebolagsrättsligt tillåtet "alltså" är godtagbart från synpunkten god sed på aktiemarknaden. Hans slutsats är således att god sed inte ställer några krav utöver de som följer av likabehandlingsprincipen i aktiebolagsrätten.⁹⁵

Sjöman anför å sin sida att Aktiemarknadsnämnden genom AMN 2002:02 har lanserat en princip, som han kallar riskzonsprincipen. Han påpekar också att nämndens uttalande är tvetydigt, eftersom god sed inte samtidigt kan ställa och inte ställa strängare krav än aktiebolagsrätten. Sjöman menar att en rimligare tolkning nås genom att lyfta bort uttalandet om riskzonen från

⁹¹ AMN 2002:02.

⁹² AMN 2002:02.

⁹³ AMN 2002:02.

⁹⁴ Aktiemarknadsnämnden använder uttrycket likabehandlingsprincipen. Som konstaterat i avsnitt 2.4.2 så ger generalklausulerna uttryck för en likabehandlingsprincip i aktiebolagsrätten, varför begreppen används synonymt i denna framställning.

⁹⁵ Johansson (2011) s. 145 f.

kontexten av AMN 2002:02 och i stället läsa det frikopplat från sin omgivning. Slutsatsen blir då att god sed påbjuder att aktiemarknadsbolag ska hålla ett visst säkerhetsavstånd från vad som är aktiebolagsrättsligt otillåtet.⁹⁶

Nämnden har i tre fall tillämpat riskzonsprincipen med hänvisning till sitt uttalande i AMN 2002:02. I AMN 2002:07 gällde det en kvittningsemission. Enligt nämndens bedömning av generalklausulernas tillämpningsområde gick det inte att utesluta att förfarandet inte skulle ge en otillbörlig fördel till vissa fordringsägare och vara till nackdel för aktieägarna. Med hänvisning till riskzonsprincipen i AMN 2002:02 ansågs därför åtgärden vara i strid med god sed.

AMN 2005:07 gällde två nyemissioner, en företrädesemission och en riktad nyemission. Den senare var riktad till aktieägare och externa investerare som uttryckt intresse att teckna aktier utöver företrädesemissionen och teckningskursen skulle vara densamma som i företrädesemissionen. Den riktade nyemissionen skulle således fungera som en garanti för att bolagets kapitalbehov tillfredsställdes i det fall företrädesemissionen inte fulltecknades. Aktiemarknadsnämnden tillämpade riskzonsprincipen och menade att utrymmet för emissionsrabatter vid riktade nyemissioner är begränsat. Att en så stor rabatt som det var fråga om dessutom skulle kunna ges till befintliga aktieägare ansåg nämnden vara svårt att förena med god sed på aktiemarknaden. Nämnden gjorde ingen egen bedömning av det aktuella förfarandets förenlighet med generalklausulerna, men hänvisade till bedömningen i sitt uttalande i AMN 2002:02.

AMN 2006:48 gällde ett bolag som, om det inte fick ett tillskott av kapital i närtid, riskerade att hamna på obestånd. Bolaget ville genomföra en riktad nyemission för att lösa kapitalförsörjningen. Aktiemarknadsnämnden återupprepade uttalandet i AMN 2002:02 och dess tolkning av aktiebolagslagen att ett bolag i finansiell kris har större utrymme att genomföra riktade nyemissioner till befintliga ägare om det framstår som det enda rimliga alternativet. Därefter konstaterade nämnden att den aktuella riktade nyemissionen framstod som det enda alternativet som med erforderlig grad av säkerhet kunde hjälpa det krisande bolaget, varför den inte ansågs strida med god sed på aktiemarknaden. Nämndens formulering att en riktad nyemission framstår som det enda alternativet som med erforderlig säkerhet kan hjälpa ett krisande bolag ger ingen ledning i vad som faktiskt avses med ett krisande bolag, eller vad som framstår med erforderlig säkerhet. Gränsdragningen för bolagets möjlighet att genomföra riktade nyemissioner vid finansiell kris blir därför inte helt tydlig.

En fråga som är relevant i förhållande till riskzonsprincipen är om den fortfarande gäller. Initiativärendet 2002:02 upphävdes genom nämndens uttalande 2016:28 och ersattes därigenom helt av Kollegiet för svensk bolagsstyrnings

⁹⁶ Sjöman (2013) s. 224 f.

rekommendation om riktade emissioner och sedermera ASK:s regler.⁹⁷ Skälet till detta kan bland annat vara ett förtydligande i förarbetena till aktiebolagslagen där lagstiftaren förtydligar att det är tillåtet att rikta nyemissioner till befintliga aktieägare så länge dessa inte strider mot generalklausulen. Vidare anges att möjligheterna att angripa en nyemission som saknar illojalt syfte och vars villkor har fastställts marknadsmissigt torde vara svår att angripa med stöd av generalklausulen.⁹⁸

Huruvida riskzonsprincipen upphävdes genom ASK:s regler är dock inte helt klart. AMN 2006:48 anses exempelvis fortfarande vara gällande.⁹⁹ AMN 2005:07 har ersatts med AMN 2018:47. I det senare uttalandet skiftar nämnden fokus från att redogöra för aktiebolagsrätten till att uttala att det viktiga för god sed vid fastställande av emissionsrabatter och ersättning vid emissionsgarantier är att det görs på ett marknadsmissigt sätt, samt att det är styrelsens uppgift att förvissa sig om detta och om att aktiebolagslagen följs.

AMN 2016:01 gällde en riktad nyemission till en utomstående investerare i ett krisande bolag. Då uttalade nämnden att det ibland kan godtas att ett bolag i finansiell kris ”vidtar en viss åtgärd utan iakttagande av sådana, i förhållande till framför allt aktiebolagslagen, mer långtgående krav som annars följer av god sed på aktiemarknaden”.¹⁰⁰ Uttalandet talar med styrka för att en riskzonsprincip fortfarande finns och att den ska förstås som ett längre gående krav på genomförande av riktade nyemissioner ur synpunkten god sed än ur aktiebolagsrättsligt perspektiv. Att uttalandet rörde en nyemission till en utomstående investerare talar även för slutsatsen att riskzonsprincipens tillämpningsområde inte inskränker sig till riktade nyemissioner till befintliga aktieägare, vilket hade varit fallet i de tidigare uttalandena.

Aktiemarknadsnämnden har till yttermera visso understrukit vikten av att styrelsen förvissas sig om att riktade nyemissioner genomförs på ett lagenligt sätt samt att dessa överväganden redovisas tydligt. I dessa uttalanden har nämnden även kritiserat att riktade nyemissioner genomförs slentrianmässigt och erinrat om vikten av att ASK:s regler iakttas till såväl bokstav som syfte.¹⁰¹

Min tolkning av dessa senare uttalanden är att, även om aktiemarknadsnämnden avhåller sig från att göra aktiebolagsrättsliga bedömningar, så kräver god sed att styrelser håller ett säkerhetsavstånd från vad som är otillåtet enligt generalklausulerna. En sådan tolkning har också stöd i att syftet med ASK:s

⁹⁷ Rekommendationen förvaltas och utgörs nu av ASK:s regler om riktade kontantemissioner, se https://regelkommitten.se/riktade-kontantemissioner/gallande-regler__25.

⁹⁸ Prop. 2013/14:86 s. 64 ff.; med illojalt syfte torde här avses att nyemissionen är ägnad att ge otillbörlig fördel till någon på ägares bekostnad.

⁹⁹ Se Guide till Aktiemarknadsnämndens uttalanden, särskilt om innebörden av uttalanden inom [klammer].

¹⁰⁰ AMN 2016:01.

¹⁰¹ Se AMN 2021:41 samt AMN 2022:36.

regler ska följas och att huvudsyftet med aktiemarknadsrätten är att skapa förtroende för aktiemarknadens aktörer, något som motverkas av att bolag tillåts agera i eller nära lagens gråzoner. Slutsatsen blir således att det finns en riks-zonsprincip som ska tillämpas vid riktade nyemissioner.

3.4.2 Emissionsrabatter och utspädning

Aktiemarknadsnämndens praxis angående riktade nyemissioner har rört en mängd olika förfaranden utöver riskzonsprincipen, som redogjorts för ovan. Nämndens uttalanden berör främst tre typfrågor relaterade till likabehandling och god sed på aktiemarknaden. En kategori berör frågor om styrelsens informationsgivning om dess överväganden i samband med avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt. En annan kategori rör frågor om tillåtlighet och storlek på emissionsrabatter. En tredje kategori rör frågan om god sed vid riktade nyemissioner vid finansiell kris i bolag och hur stor utspädning en riktad nyemission får resultera i.

Informationsgivning och styrelsens överväganden

I den första kategorin har nämnden publicerat två uttalanden, AMN 2021:41 samt AMN 2022:36.

Aktiemarknadsnämnden uttalade sig i AMN 2021:41 om tillämpningen av ASK:s regler för riktade kontantemissioner. Ärendet gällde en föreslagen ny transaktionsstruktur vid riktade nyemissioner som skulle innebära att ett bolag, för att locka till sig externa investerare, garanterar värdet av aktierna som tecknas i den riktade nyemissionen under en viss begränsad tid. Detta genom att bolaget ersätter skillnaden mellan å ena sida teckningskursen och å andra sidan marknadsvärdet vid en eventuell försäljning under den försäkrade tidsperioden. Aktiemarknadsnämnden erinrade om att bolag vid överväganden om nyemission fullt ut ska beakta reglerna både sett till dess ordalydelse och bakomliggande syfte. Nämnden påminde även om att företrädesemissioner är huvudregeln och riktade nyemissioner undantaget och att det därför inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden att genomföra en riktad nyemission utan att först noggrant utreda förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission. Nämnden tillade att god sed kräver att styrelsen tydligt redovisar för aktieägarna hur den har kommit fram till att avvika från företrädesrätten.

I AMN 2022:36 hade nämnden att pröva om informationen i pressmeddelanden från två bolag som genomfört riktade nyemissioner uppfyllde kravet på god sed på aktiemarknaden. Det ena bolaget, FUUD AB, angav som syfte med och skäl till avvikelser från företrädesrätten att ”på ett tids- och kostnadseffektivt sätt säkra kapital för att kraftigt utöka marknadsaktiviteterna i Norden”¹⁰² vidare angavs som grunder för teckningskursen att den grundade sig på en marknadsmässig bedömning av styrelsen.¹⁰³ Det andra bolaget,

¹⁰² Pressmeddelande den 10 oktober 2021 FUUD AB.

¹⁰³ Pressmeddelande den 10 oktober 2021 FUUD AB.

Euroafrica Digital Ventures AB, angav samma tids- och kostnadseffektivitetsskäl som FUUD, med tillägget att den riktade nyemissionen skulle ta tillvara framtida möjligheter att få in långsiktiga investerare. I informationen om teckningskursen angav styrelsen att den innebar en rabatt på 20 procent jämfört med en genomsnittskurs och att styrelsen bedömde denna som marknadsmässig för den aktuella transaktionstypen.¹⁰⁴

Aktiemarknadsnämnden återupprepade sina synpunkter från AMN 2021:41 på hur ASK:s regler ska tillämpas. Nämnden anförde att för att uppfylla kravet på en tydlig redovisning om hur styrelsen resonerat för att komma fram till en riktad nyemission krävs att redovisningen ger aktieägarna möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandet i det specifika bolaget. Uttalandena som bolagen gjort om tids- och kostnadseffektivitet var närmast att se som schablonmässiga och uppfyllde inte kravet på ett tillfredsställande sätt. Angående kravet i ASK:s regler om att styrelsen ska informera om hur emissionskursen bestämts samt hur marknadsmässighet i denna säkerställts anförde nämnden att det i båda fall helt saknades information om vad styrelsen grundat sin uppfattning om att emissionskursen är marknadsmässig på.

I båda uttalanden menar nämnden att den har uppmärksammat på viss slentrianmässighet bland aktiemarknadsbolagen vid beslut om vilket form av nyemission som ska företas, innan den erinrar om vikten av att rekommendationen beaktas. Avgörande i båda uttalanden är att styrelserna inte tillräckligt noggrant genomfört och redovisat sina överväganden som lett fram till beslut om avvikelser från företrädesrätten. Jag tolkar därför uttalandena som en skärpning av vad Aktiemarknadsnämnden identifierat som handelsbruk gällande riktade nyemissioner på marknaden.

Bolag i finansiell kris

Aktiemarknadsnämnden har även i ett antal fall bedömt riktade nyemissioner av aktier i bolag som befinner sig i finansiell kris utifrån synpunkten god sed. Gemensamt för förfarandena som nämnden har prövat är den stora utspädning som bedöms följa av avvikelserna från företrädesrätten.

AMN 2015:18 gällde en nyemission som skulle resultera i att en extern investerare skulle uppnå ägande av nio tiondelar av aktierna. Efter nyemissionen skulle investeraren påkalla tvångsinlösen av resterande aktier till en kurs som översteg börskursen för aktierna. Bakgrunden till förfarandet var att bolaget hade stora lån som, om inte kapitalförsörjningen framöver löstes, skulle sägas upp med konkurs för bolaget som följd. Aktiemarknadsnämnden uttalade att det under normala omständigheter inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden att genomföra en riktad nyemission med så stor utspädningseffekt att aktietecknaren kan påkalla tvångsinlösen efter förfarandet. Mot bakgrund av

¹⁰⁴ Pressmeddelande den 10 november 2021 Euroafrica Digital Ventures AB.

bolagets svåra ekonomiska situation och att förfarandet skulle innebära en möjlighet för aktieägarna att sälja aktierna till en kurs väsentligt högre än marknadsvärdet ansågs det dock i det enskilda fallet vara förenligt med god sed.

I AMN 2016:09 gällde det ett bolag som hade försökt genomföra ett antal företrädesemissioner och tagit upp lån från huvudägarna för att klara av finansieringen av den löpande verksamheten. Utfallen av företrädesemissionerna var lägre än bolagsledningen hade hoppats på och rörelsekapitalet beräknades räcka för fortsatt drift i tre månader innan pengarna skulle ta slut. Bolaget fann en extern investerare som kunde tänka sig delta i en riktad nyemission vilken skulle innebära att investeraren blev ägare över en tredjedel av såväl aktierna som rösterna i bolaget. Aktiemarknadsnämnden hade att bedöma om åtgärden skulle medföra budplikt för den externa investeraren, men uttalade sig också om den riktade nyemissionen. Nämnden hade inget att anmärka på den stora ägarandelsutspädningen som nyemissionen skulle resultera i under förutsättning att ägarna informerades om utspädningen. I uttalandet tog Aktiemarknadsnämnden även fasta på bolagets svåra finansiella situation och att den nya investeraren skulle bli en strategiskt viktig partner som även framgent kunde bidra till bolagets kapitalförsörjning.

Aktiemarknadsnämnden gjorde samma bedömning i ett snarlikt fall, AMN 2016:30, men där den riktade emissionen skulle innebära att aktietecknaren skulle bli ägare till över hälften av aktierna i bolaget. Även där rörde det sig om ett bolag i stort behov av kapital.

Av de tre uttalandena går det att dra slutsatsen att det ur synpunkten god sed finns relativt vidsträckt möjligheter att frånga aktieägarnas företrädesrätt i bolag som är i finansiell kris¹⁰⁵, även om detta orsakar stor utspädning. En förutsättning för detta är dock att styrelsen har uttömt andra möjligheter att tillföra kapital till bolaget och tydligt informerar aktieägarna om övervägandena som den gjort.

Emissionsrabatter

Frågan om hur stor emissionsrabatt som är tillåten ur synpunkten god sed har behandlats av Aktiemarknadsnämnden i två uttalanden. I AMN 2009:49 hänvisar nämnden till att det i den aktiebolagsrättsliga litteraturen har angetts att en riktad nyemission till en kurs som inte motsvarar, eller i vart fall ligger väldigt nära, marknadsvärdet på aktierna antagligen kan klandras med stöd av generalklausulerna. Nämnden fortsätter emellertid med att konstatera att det är vanligt förekommande med en viss emissionsrabatt, inte minst vid större investeringar. Detta verkar accepteras av nämnden, då den anger att det är upp

¹⁰⁵ Vad som avses med finansiell kris skiljer sig mellan nämndens uttalanden. I AMN 2015:18 stod bolaget inför en konkurs om dess krediter sades upp. I AMN 2016:09 sade sig bolaget ha tillräckligt rörelsekapital för tre månaders drift av verksamheten.

till styrelsen att söka minimera rabatten. Rabatten i det aktuella fallet var på drygt 17 procent, vilket inte föranledde någon anmärkning från Aktiemarknadsnämnden.

Att det beror på omständigheterna i det enskilda fallet om en emissionsrabatt är förenligt med god sed eller inte bekräftas till viss del i AMN 2014:39. Ett bolag hade beslutat om två nyemissioner, en med företrädesrätt för aktieägarna och en riktad. Teckningskursen var densamma i båda av likabehandlingsskäl. Den riktade emissionen hann genomföras, men innan företrädesemissionen hann påbörjas insåg styrelsen att teckningskursen översteg marknadsvärdet till följd av misstag i redovisningen. För att kompensera detta avbröts företrädesemissionen och en ny föreslogs till marknadspris. För att kompensera investeraren i den riktade nyemissionen föreslogs att denna skulle få teckna aktier i en ny riktad emission till ett pris motsvarande kvotvärdet, det vill säga aktiernas andel i aktiekapitalet. Den riktade nyemissionen skulle sålunda ske till ett pris som väsentligt understeg marknadsvärdet på aktierna. Aktiemarknadsnämnden uttalade att det ankommer på styrelsen att ansvara att teckningskursen är förenlig med aktiebolagslagen och att god sed inte ställer några ytterligare krav.

4 Förutsättningar för ansvarsutkrävande av styrelsen vid riktade nyemissioner

4.1 Kapitelintroduktion

I de två föregående kapitlen har frågor om förutsättningarna och hindren för att genomföra riktade nyemissioner redogjorts för. I detta kapitel kommer frågan om vilken möjlighet det finns att hålla styrelseledamöterna ansvariga om en riktad nyemission genomförs trots att förutsättningarna för denna brister.

Inledningsvis i detta kapitel görs en sammanfattning av förutsättningarna för att genomföra riktade nyemissioner i aktiemarknadsbolag. I sammanfattningen presenteras resonemang och slutsatser från kapitel 2 och 3. Därefter följer en redogörelse för aktiebolagslagens påföljdsregler. Till sist redogörs och diskuteras förutsättningarna för att hålla styrelseledamöter ansvariga vid riktade nyemissioner. På så vis besvaras uppsatsens tredje frågeställning.

4.2 Förutsättningar för genomförande av riktade nyemissioner i aktiemarknadsbolag

Nyemissioner, oavsett om de är riktade eller sker med företräde för aktieägarna, beslutas av bolagsstämman. Styrelsen har dock ett stort inflytande på processen, dels genom utformningen av beslutsförslag till stämman, dels genom dess möjlighet att besluta om nyemissioner med stöd av bemyndigande eller med stämmans efterföljande godkännande. I 13 kap. aktiebolagslagen finns en mängd procedurregler som reglerar hur ett formellt korrekt emissionsbeslut ska beredas och fattas. Gällande riktade nyemissioner anges i samma kapitel det högre majoritetskravet som gäller vid beslut om avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt. Vid riktade nyemissioner ska även grunderna för teckningskursen samt skälen till avvikelser från företrädesrätten anges i beslutet om nyemission. Vilka skäl som anses godtagbara är inte angivet i lagtexten. I förarbetena till aktiebolagslagen uttalas att det ska finnas objektiva godtagbara skäl till att avvika från aktieägarnas företrädesrätt. Det har i förarbetena även getts exempel på skäl som om de tillsammans och med tillräcklig styrka talar för att det ligger i bolagets intresse att avvika från företrädesrätten medför att det inte föreligger något annat aktiebolagsrättsligt hinder för att avvika från företrädesrätten mer än att nyemissionen inte strider mot generalklausulerna. De exempel som då angavs var att en företrädesemission riskerar att inte fulltecknas, de höga kostnaderna för en företrädesemission, tidsaspekten samt eventuell exponering mot kurssvängningar på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden har dock på senare tid erinrat om att företrädesemission är och ska vara förstahandsalternativet när aktiemarknadsbolag överväger att ta in nytt kapital genom utgivning av aktier.

Redovisningen av skälen till avvikelser från företrädesrätten ger aktieägarna underlag till en bedömning av om nyemissionen ligger i deras intresse samt

om den är förenlig enligt generalklausulerna i aktiebolagslagen. Aktiemarknadsnämnden har tagit fasta på detta och kräver att bolagsstyrelser tydligt redovisar hur de har resonerat när de kommit fram till att avvika från aktieägarnas företrädesrätt. Redogörelsen i aktiemarknadsbolag ska ge aktieägarna möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget.

En ytterligare förutsättning för att en riktad nyemission ska vara tillåten är att den inte strider mot generalklausulerna i aktiebolagslagen. Avvikelsen från företrädesrätten får alltså inte ge en otillbörlig fördel till en aktieägare eller någon annan på bekostnad av de befintliga aktieägarna. För aktiemarknadsbolagen räcker det inte att nyemissionen inte står i strid med generalklausulerna; det krävs att emissionen inte är i riskzonen för att strida mot generalklausulerna. Denna riskzonsprincip kan formuleras som att ett emissionsförfarande redan vid första anblick ska framstå som förenligt med generalklausulerna.

Viktigt vid bedömningen om det rör sig om en otillbörlig fördel är huruvida ekonomiska värden har förts över från aktieägare till den som får fördelen – vid riktade nyemissioner, den som får teckna aktierna. Otillbörlighetsbedömningen påverkas även av huruvida åtgärden som ska bedömas är motiverad av företagsekonomiskt riktiga och försvarliga skäl.

Emissionsrabatter förekommer ofta som ett verktyg för att locka till sig nya investerare. Ekonomiska värden överförs visserligen när riktade nyemissioner genomförs till rabatt, men aktieägarna får sannolikt finna sig i att deras andel i bolaget minskar förutsatt att avvikelsen från företrädesrätten är motiverad av företagsekonomiska hänsyn, till exempel att tillföra bolaget strategiskt viktiga investerare.

Frågan om emissionsrabatter har bedömts i Aktiemarknadsnämnden, som i flera fall har uttalat att det beror på omständigheterna i det enskilda fallet huruvida en emissionsrabatt är förenlig med god sed eller inte. Nämnden har även uttalat att det är styrelsens uppgift att försöka minimera rabatten så mycket som möjligt samt att det ankommer på styrelsen att bedöma huruvida rabatten är marknadsmässig.

Bolag som befinner sig i finansiell kris har stort utrymme att ge emissionsrabatter, medan bolag som gör nyemissioner för att ta in nya investerare har mindre. Generellt kan sägas att om en styrelse bedömer en riktad nyemission som det enda säkra alternativet att rädda ett bolag i finansiell kris har stora möjligheter att frångå aktieägarnas företrädesrätt. Ägarna kan i sådana situationer få finna sig i att en extern investerare, efter nyemissionen, blir ägare till en majoritet av aktierna i bolaget och att ägarnas maktposition kraftigt försvagas.

4.3 Aktiebolagslagens skadeståndsregler

4.3.1 Styrelseledamöters skadeståndsansvar gentemot bolaget

I 29 kap. 1 § första meningen aktiebolagslagen regleras styrelseledamöters skadeståndsansvar mot bolaget. Däri anges att en styrelseledamot eller verkställande direktör som när den fullgör sitt uppdrag, uppsåtligen eller av oaktsamhet, skadar bolaget ska ersätta skadan. Vid tillämpning av regeln är det alltså tre rekvisit som ska vara uppfyllda, nämligen att bolaget ska ha lidit en skada, att skadan ska ha vållats inom ramen för uppdraget samt att skadan ska vara orsakad uppsåtligen eller genom någon form av oaktsamhet.

Skadeståndsskyldighet för en styrelseledamot kan inte uppstå utan att det har inträffat en skada, i fallet av 29 kap. 1 § första meningen aktiebolagslagen, på bolaget. Skadebegreppet i aktiebolagslagen omfattar rena förmögenhetsskador.¹⁰⁶ Varje minskning av bolagets förmögenhet innebär inte att det har drabbats av en skada.¹⁰⁷ Någon entydig definition av skadebegreppet inom aktiebolagsrätten finns inte. Skadebegreppet bestäms i stället i varje enskild situation.¹⁰⁸ Dotevall ställer emellertid upp riktlinjer för vad som avses med skada i aktiebolagsrättsliga sammanhang. Han beskriver skada som en ekonomiskt mätbar förmögenhetsförlust som utan eller mot den skadelidandes vilja drabbat denne.¹⁰⁹

Utöver att en skada ska ha uppkommit för bolaget så krävs det adekvat kausalitet mellan ett handlande eller en underlåtenhet och skadan. Kausaliteten är sällan problematisk i aktiebolagsrättsliga sammanhang, mer än att utreda vad som faktiskt har hänt.¹¹⁰ Högsta domstolen har, i förhållande till rena förmögenhetsskador – vilket oftast är fallet vid tillämpning av aktiebolagslagens skadeståndsregler, uttalat sig om kravet på adekvat kausalitet. Domstolen uttryckte att kravet på adekvat kausalitet mellan handling och inträffad skada innebär att skadan ska fa framstått som en beräknelig och i viss mån typisk följd av ett handlande, för en person med kännedom om samtliga omständigheter.¹¹¹ Uttalandet är tämligen generellt och ger föga vägledning för hur ett enskilt fall ska bedömas. Dotevall menar att om en styrelseledamot har försummat en plikt som åligger denne enligt bolagsordning eller aktiebolagslagen och det därvid uppstår en skada så föreligger som huvudregel adekvat kausalitet mellan en handlandet eller underlåtenheten, och skadan.¹¹²

¹⁰⁶ Bergström & Samuelsson (2021) s. 265; prop. 1997/98:99 s. 189.

¹⁰⁷ Dotevall (2017) s. 54.

¹⁰⁸ Dotevall (2017) s. 54; Svernlöv (2012) s. 52 f.

¹⁰⁹ Dotevall (2017) s. 54.

¹¹⁰ Svernlöv (2012) s. 70 f.

¹¹¹ NJA 1998 s. 893.

¹¹² Dotevall (2017) s. 52.

Bedömningen av om en skada har vållats inom ramen för ett uppdrag innebär bland annat att ansvaret endast gäller under uppdragstiden, det vill säga tiden som en person är styrelseledamot.¹¹³ Uppdragets omfattning består av de förpliktelser som åläggs styrelsen genom lagstiftning, främst aktiebolagslagen och redovisningslagar, och bolagsordningen. Uppdraget innebär inte bara att förpliktelserna ska uppfyllas. Styrelseledamöters ställning som sysslomän i förhållande till bolaget medför att de måste uppfylla förpliktelserna med tillbörlig omsorg, vilket påverkar culpabedömningen som diskuteras nedan.¹¹⁴

För skadeståndsskyldighet förutsätts att skadan har orsakats uppsåtligt eller av oaktsamhet; styrelseledamoten ska ha agerat oaktsamt. Culpabedömningen sker enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer.¹¹⁵ Grundfrågeställningen vid en culpabedömning är därför om styrelseledamoten borde ha handlat på ett annat sätt för att undvika skada.¹¹⁶ I aktiebolagsrättsliga sammanhang kan svaret på frågan sökas i reglerna som finns i aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning och i bolagsordningen.¹¹⁷ Eftersom bolagsstämman har möjlighet att ge styrelsen direktiv som den är skyldig att följa kan ledning även sökas i dessa direktiv.¹¹⁸ Ledning kan även sökas i annan lagstiftning som ålägger styrelsen förpliktelser att handla på ett visst sätt. Det finns även ett visst utrymme att göra så kallade fria culpabedömningar om skadan saknar samband med en överträdelse av tillämplig lag eller bolagsordning.¹¹⁹ Vid en fri culpabedömning tas hänsyn till risken för skadan, den sannolika skadans storlek, möjligheterna att förekomma skadan och möjligheten att inse risken för skadan. Dessa omständigheter vägs sedan mot varandra för att avgöra om styrelseledamoten borde agerat på ett annat sätt.¹²⁰

Bland förpliktelserna som åläggs styrelseledamöter av aktiebolagslagen finns en vård- och lojalitetsplikt som följer av den sysslomannaställning ledamöterna intar gentemot bolaget.¹²¹ Lojalitetsplikten gentemot bolaget innebär att styrelsen ska agera i bolagets intresse som utgörs av samtliga aktieägares gemensamma intresse. Aktieägarnas gemensamma intresse består av att verksamhetsföremålet i bolagsordningen uppfylls i syfte att generera vinst till fördelning mellan aktieägarna, om inget annat syfte bestämts i bolagsordningen.¹²² Lojalitetsplikten för styrelsen kommer även till uttryck i generalklausulen i 8 kap. 41 § aktiebolagslagen som förhindrar en styrelses

¹¹³ Svernlöv (2012) s. 53.

¹¹⁴ Prop. 1997/98:99 s. 186.

¹¹⁵ Dotevall (2017) s. 46; Svernlöv (2012) s. 57.

¹¹⁶ Svernlöv (2012) s. 57 f.

¹¹⁷ Jfr. formuleringen i 29 kap. 1 § andra meningen aktiebolagslagen där dessa anges som förutsättningar för ansvar gentemot aktieägare eller tredje man.

¹¹⁸ Dotevall (2017) s. 48 f.

¹¹⁹ Svernlöv (2012) s. 67.

¹²⁰ Hellner & Radetzki (2023) s. 128.

¹²¹ Prop. 1975:103 s. 377.

¹²² Dotevall (2017) s. 132; se även avsnitt 2.4.2 där bolagets intresse och vinstmaximeringsprincipen diskuteras mer djupgående.

åtgärder som är främmande för bolagets verksamhetsföremål och syfte.¹²³ Detta innebär bland annat att en styrelseledamot som kan motivera sitt agerande med företagsekonomiskt riktiga och försvarliga skäl normalt sett inte kan bli skadeståndsansvarig för brott mot generalklausulen.¹²⁴

En fråga som blir aktuell i sammanhanget är om det i svensk rätt finns en så kallad *business judgment rule*; det vill säga att domstolarna avstår från att pröva den företagsekonomiska riktigheten i en åtgärd under förutsättning att styrelseledamoten gjort en skälig ansträngning att genomföra åtgärden på en välinformerad grund och att åtgärden genomförs med bolagets intresse som ledstjärna.¹²⁵ Frågan kan besvaras jakande. Det är en vanlig uppfattning i den rättsvetenskapliga litteraturen.¹²⁶ Högsta domstolen har dessutom i ett fall slagit fast att det krävs att en åtgärd är uppenbart främmande för verksamhetsföremålet eller syftet, samt att domstolen inte prövar frågan om ett besluts lämplighet.¹²⁷

Finns det, utöver lag, bolagsordning och stämmodirektiv, några andra handlingsnormer som kan användas som måttstockar vid en culpabedömning? Frågan riktar främst in sig på om styrelseledamöter kan åläggas skadeståndsansvar enbart på grund av att den underlåtit att följa så kallad soft law, exempelvis Svensk kod för bolagsstyrning eller annan självreglering på aktiemarknaden.

Dotevall menar att den typen av regelverk som självregleringen tillhör inte utgör en objektiv måttstock vid culpabedömningen, det vill säga att ett brott mot regelverket inte ensamt är skadeståndgrundande. Han menar vidare att det är högst osäkert om reglerna kan sägas vara uttryck för någon sedvana för styrelsearbete. Dotevall menar att även om så skulle vara fallet så utgör inte sedvana en handlingsnorm som om den bryts medför skadeståndsansvar enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.¹²⁸

Vad som dock kan grunda en handlingsnorm som utgör en objektiv måttstock vid en culpabedömning enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen är direktiv och beslut från bolagsstämman, vilka styrelsen är skyldig att följa.¹²⁹ Att inte följa stämmodirektiv eller stämmans beslut kan i sig grunda skadeståndsansvar för styrelseledamöter mot bolaget, under förutsättning att stämmans anvisningar är lagliga.¹³⁰ Detta innebära att om stämman har fattat beslut om att bolaget

¹²³ Se avsnitt 2.4.2.

¹²⁴ Se avsnitt 2.4.2.

¹²⁵ Svernlöv (2012) s. 58.

¹²⁶ Svernlöv (2012) s. 59; Dotevall (2017) s. 89; Johansson (1991) s. 604; Sandström (2023) s. 268 ff.

¹²⁷ Se NJA 1987 s. 394, domstolen hade att pröva ett beslut i en ideell förening, men uttalade sig även om hur bolagsbeslut ska prövas.

¹²⁸ Dotevall (2017) s. 49 f.

¹²⁹ Prop. 1975:103 s. 383.

¹³⁰ Dotevall (2017) s. 50 f; Svernlöv (2012) s. 60.

ska följa ett visst regelverk så blir reglerna i detta en objektiv måttstock vid culpabedömningen.

Eftersom styrelseledamöters skadeståndsansvar gentemot bolaget inte inskränker sig till överträdelser av rättsnormer, så kan soft law-regelverk få viss inverkan vid en fri culpabedömning.

Beslut om skadeståndstalan mot styrelsen för bolagets räkning fattas av bolagsstämman. Talan kan väckas av en majoritet, varpå den nya styrelsen driver den, eller av en minoritet som äger minst en tiondel av aktierna, enligt 29 kap. 7 § aktiebolagslagen. I det senare fallet så förs talan för bolagets räkning men av aktieägarna, enligt 29 kap. 9 § aktiebolagslagen.¹³¹

4.3.2 Styrelseledamöters skadeståndsansvar gentemot aktieägare eller annan

Styrelseledamöter kan även bli skadeståndsansvariga för skador som åsamkas aktieägare eller andra, vilket regleras i 29 kap. 1 § andra meningen. Samma rekvisit som för skadeståndsansvar mot bolaget gäller för skador mot aktieägare eller annan, med tillägget att skadan måste ha uppstått på grund av en överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.

När det gäller skadeståndsansvaret mot aktieägare så är skadebegreppet intressant att analysera. En aktieägars skada kan nämligen delas in i en av två kategorier. Den ena, direkta eller omedelbara skador, utgörs av skador som drabbar den enskilde aktieägaren utan att bolaget skadas. Det kan exempelvis röra sig om överträdelser av minoritetsskyddsregler som direkt skadar minoritetsägaren. Den andra kategorin, indirekta eller medelbara skador, består av skador som drabbar bolaget vilket i sin tur drabbar den enskilda aktieägaren utifrån dess andel i bolaget – alla aktieägare drabbas således lika.¹³²

Att direkta skador som drabbar aktieägare eller andra tredje män på grund av styrelseledamöters oaktsamma fullgörande av sitt uppdrag ska ersättas är okontroversiellt. Den skadelidande aktieägaren kan då själv väcka talan mot styrelseledamöterna.¹³³

När det gäller indirekta skador för aktieägare, som primärt drabbar bolaget, så är utgångspunkten att den enskilde aktieägaren ska ersättas indirekt. Ersättning för skadan ska alltså utges till bolaget, som har lidit skadan. På så vis kompenseras aktieägaren genom att dess andel i bolaget ökar i värde med

¹³¹ Se även NJA 2002 s. 446 där Högsta domstolen förklarar att aktieägarminoriteten är part i målet men att talan förs för bolagets räkning. Distinktionen är främst relevant i fråga om fördelning av rättegångskostnaderna.

¹³² Svernlöv (2012) s. 77; Dotevall (2017) s. 56 f.

¹³³ Svernlöv (2012) s. 77.

motsvarande belopp.¹³⁴ Taleregeln i 29 kap. 9 § aktiebolagslagen som ger en minoritet möjlighet att föra talan för bolagets räkning blir därför särskilt betydelsefull i bolag där styrelseledamöter kontrollerar en majoritet av aktierna. Minoriteten får då möjlighet att få sina indirekta skador ersatta genom att bolagets skador ersätts.¹³⁵

Kravet på adekvat kausalitet gäller även när skadan orsakats en aktieägare. Behandlingen av adekvat kausalitet sker i princip på samma sätt som om det vore bolaget som lidit skadan.¹³⁶ Vid skador orsakade på aktieägare kan emellertid kretsen av ersättningsberättigade bli mycket omfattande, särskilt i aktiemarknadsbolag. I förarbetena anges att det i doktrinen har föreslagits att kravet på adekvat kausalitet borde skärpas. Lagstiftaren menar dock att syftet med skadestandsreglerna i aktiebolagslagen är att inskräpa styrelseledamöters ansvar och att en sådan begränsning skulle motverka det syftet. Därför anges att, med hänsyn till att omständigheterna i skadeståndfall kan vara mycket olika, en sådan begränsning av kretsen ersättningsberättigade inte ska göras och att en bedömning i stället ska ske i det enskilda fallet om ett handlande på ett adekvat sätt orsakat en skada.¹³⁷

I förarbetena till aktiebolagslagen öppnar emellertid lagstiftaren upp för ersättning för aktieägares indirekta skador om skadan vållats genom en överträdelse av likhetsprincipen eller generalklausulen.¹³⁸ Högsta domstolen har ansett att en minoritetsägare som drabbas av indirekt skada efter att styrelsen, bestående av majoritetsägarna, fattat ett beslut i strid med generalklausulen.¹³⁹

När det gäller skadestånd till aktieägare eller annan krävs det enligt 29 kap. 1 § andra meningen aktiebolagslagen att skadan vållats genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen. Lagtexten lämnar inget utrymme för ersättning som inte kan kopplas till styrelseledamöters överträdelse av aktiebolagslagen, regler om årsredovisning eller bolagsordningen. I förarbetena diskuterar lagstiftaren möjligheten för ersättning vid rena förmögenhetsskador i utomobligatoriska förhållanden, vilket är fallet mellan aktieägare och styrelse. Denna typ av skador ersätts i regel endast om skadeståndsskyldigheten grundar sig på brott eller har stöd i lag. Lagstiftaren ansåg att det inte fanns anledning att vidga ansvaret för styrelseledamöter till att omfatta överträdelser av andra normer än de som anges i 29 kap. 1 § andra meningen. Som skäl angavs att det i lagstiftningen måste finnas en balans mellan å ena sidan möjligheten för skadelidande att få skadestånd

¹³⁴ Prop. 1997/98:99 s. 190.

¹³⁵ Dotevall (2017) s. 206; Prop. 1997/98:99 s. 195.

¹³⁶ Svernlöv (2012) s. 75.

¹³⁷ Prop. 1997/98:99 s. 191.

¹³⁸ Prop. 1997/98:99 s. 189.

¹³⁹ NJA 2000 s. 404, refererat i avsnitt 2.4.2. Frågan gällde ett beslut om avyttring av ett bolags hela verksamhet som innebar att aktierna blev omöjliga att sälja. Försäljningen skedde till underpris, då ett antal tillgångar inte hade givits något värde i bokföringen.

och å andra sidan förutsättningarna att sköta bolaget på ett affärsmässigt sätt utan att styrelsens skadeståndsansvar blir för utbrett.¹⁴⁰ Av det skälet torde det inte vara möjligt för en aktieägare att vinna framgång med ett skadeståndsanspråk enligt 29 kap. 1 § aktiebolagslagen för direkt skada grundat på överträdelse av exempelvis aktiemarknadsrättslig självreglering.

Det är inte alla regler i aktiebolagen som är skadeståndssanktionerade. Enligt den normskyddslära som får anses gälla i svensk rätt, så föreligger endast rätt till ersättning när den handlingsnorm som överträtts drabbar det intresse som handlingsnormen har till syfte att skydda.¹⁴¹ Mot bakgrund av denna så är endast överträdelse av normer avsedda att skydda aktieägarintressen ersättningsgrundande. Det gäller exempelvis likhetsprincipen, generalklausulerna eller reglerna om aktieägarnas företrädesrätt.¹⁴²

4.4 Skadeståndsansvar vid riktade nyemissioner

4.4.1 Skadetyper vid riktade nyemissioner

Vid en nyemission tillförs bolaget kapital i utbyte mot aktier. En nyemission innebär alltså en ökning av bolagets tillgångar. Oavsett om en riktad nyemission genomförs på ett tillåtet eller otillåtet sätt så sker en ökning av tillgångarna. Bolaget drabbas således inte i regel av någon skada när en nyemission genomförs.

Det är dock tänkbart att ett aktiemarknadsbolag som genomför en riktad nyemission, i strid med god sed på aktiemarknaden eller i strid med någon annan regel som bolaget genom sitt noteringsavtal med börsen är skyldigt att följa, tvingas betala avtalsvite för avtalsbrott. I regelverket för emittenter på Nasdaq OMX Stockholm kan bolag exempelvis åläggas betala upp till 15 gånger den årsavgift¹⁴³ som bolaget betalar börsen, om det överträder tillämplig lag, god sed på aktiemarknaden eller börsens regler.¹⁴⁴ En sådan sanktionsavgift innebär en direkt skada för bolaget och drabbar aktieägarna indirekt. Det är därför bolaget som ska ersättas för skadan i första hand.¹⁴⁵

Ett annat exempel på när bolaget kan lida skada är när styrelsen, på grund av brister i förslaget till nyemission, tvingas ställa in eller flytta en bolagsstämma. I ett noterat bolag är detta förenat med stora kostnader.¹⁴⁶

¹⁴⁰ Prop. 1997/98:99 s. 189 f.

¹⁴¹ Se t.ex. NJA 2002 s. 94; Dotevall (2017) s. 194; Sandström (2023) s. 415.

¹⁴² Dotevall (2017) s. 194 f.

¹⁴³ Årsavgiften baseras på bolagets värde och kan som mest uppgå till cirka tre miljoner kronor för 2024, vilket ger en, se https://www.nasdaq.com/docs/2024/01/03/Nasdaq_Main_Market_Stockholm_Pricelist_2024.pdf.

¹⁴⁴ Supplement D, del I, punkt 34 i emittentregelverket.

¹⁴⁵ Se avsnitt 4.3.2.

¹⁴⁶ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 328.

Riktade nyemissioner som genomförs till en rabatt i förhållande till bolagets marknadsvärde innebär en överföring av ekonomiska värden från befintliga aktieägare till aktietecknaren.¹⁴⁷ Enligt Dotevalls riktlinjer innebär en skada en ekonomiskt mätbar förlust som inträffat mot den skadedrabbades vilja. En rabatterad nyemission mot en aktieägars vilja innebär enligt den riktlinjen en skada för aktieägarna. En sådan värdeöverföring innebär en direkt skada för aktieägarna eftersom emissionsrabatten inte påverkar det faktum att bolaget tillförs kapital, men aktiernas värde likväl sjunker.

4.4.2 Culpabedömning vid bristande förutsättningar för riktad nyemission

Som tidigare konstaterat i uppsatsen kräver riktade nyemissioner att styrelsen kontrollerar att en mängd förutsättningar är uppfyllda innan den går vidare med processen. Särskilt viktiga är styrelsens överväganden om förutsättningarna för att avvika från företrädesrätten och om generalklausulens tillämplighet. Det är även viktigt att styrelsen överväger om ett förfarande är förenligt med god sed innan den går vidare med en riktad nyemission.

Om det är bolaget som har lidit skadan på grund av en eller flera styrelseledamöters agerande finns det större möjlighet att kräva ledamöter på skadestånd till bolaget. Detta eftersom det finns möjlighet att i culpabedömningen även beakta vad som utgör god sed på aktiemarknaden och därigenom Aktiemarknadsnämndens praxis. Överträdelser av aktiebolagslagen eller av god sed på aktiemarknaden i samband med riktade nyemissioner innebär sannolikt att styrelsen agerat oaktsamt.¹⁴⁸

Det som främst begränsar bolagets möjlighet att utkräva ansvar från styrelseledamöter är därför inte skadestandsreglernas tillämpningsområde, utan tillämpningen av de normer som skapar skadeståndsskyldigheten. En riktad nyemission som motiveras av företagsekonomiska skäl kan normalt sätt inte angripas med stöd av generalklausulen.¹⁴⁹ Enligt den tidigare presenterade *business judgement rule* avhåller sig även domstolarna från att pröva bolagsåtgärders affärsmässighet.

Styrelseledamöters utformning av förslag eller beslut om riktad nyemission har varit föremål för prövning i ett stort antal fall i Aktiemarknadsnämnden. Nämnden har i flera fall uttalat att det ankommer på styrelsen att pröva om en avvikelse från företrädesrätten är förenlig med aktiebolagslagen och med god sed, samt att styrelsen tydligt ska motivera sin avvikelse.¹⁵⁰ Nämnden har dock, genom skapandet och tillämpningen av riskzonsprincipen, förordat en snävare syn på avvikelser från företrädesrätten ur synpunkten god sed, än den som följer av aktiebolagsrätten. Även om nämnden i sina uttalanden har

¹⁴⁷ Se avsnitt 2.3.

¹⁴⁸ Se avsnitt 4.3.1 samt Westermark & Lagercrantz (2013) s. 328 f.

¹⁴⁹ Se avsnitt 2.4.3.

¹⁵⁰ Se kapitel 3.

diskuterat generalklausulens tillämpningsområde på aktiemarknaden så har den främst haft synpunkter på hur riktade nyemissioner motiveras i beslut. Detta innebär enligt mig att det sannolikt är svårare att anse en riktad nyemission som oaktsam, så länge styrelsen motiverar en avvikelse från företrädesrätten med något affärsmässigt skäl.

Även om bolaget i vissa fall har möjlighet att väcka talan mot en styrelseledamot vid en bristfälligt genomförd riktad nyemission, så är det mer sannolikt att det är aktieägarna som är lider skada på grund av överträdelser av generalklausulen eller att emissionen genomförs på tveksamma grunder. Styrelseledamöters skadeståndsansvar mot aktieägare är dock begränsat till rena lagöverträdelser eller överträdelser av bolagsordningen och ger därmed inget utrymme för friare culpabedömningar.¹⁵¹ En omständighet som gör det särskilt svårt för en aktieägare att utkräva ansvar vid överträdelse av generalklausulen i samband med riktade nyemissioner är att regeln kräver att en åtgärd ska vara ägnad att ge en otillbörlig fördel till någon på aktieägares bekostnad. Detta innebär att en åtgärd som innebär att en utomstående får köpa nyemitterade aktier till ett mycket lågt pris i princip inte kan angripas om det inte går att visa att syftet med prissättningen var att ge fördelen på aktieägarnas bekostnad.¹⁵²

Svea hovrätt har i ett fall prövat skadeståndsanspråk från aktieägare mot styrelsen. Aktieägarna menade att en riktad nyemission genomförts till ett alltför lågt pris och att syftet med detta var att späda ut ägandet i bolaget. Aktierna var inte noterade på börsen, men tre oberoende värderingar utfördes. Priset sattes lägre än vad värderingen utvisade. Hovrätten prövade om styrelseledamöterna, genom emissionsrabatten, gett investeraren en otillbörlig fördel på aktieägarnas bekostnad. Hovrätten konstaterade, trots kändens utsaga om att syftet varit att späda ut ägandet, att det inte fanns skäl att betvivla att styrelsen försökt få ett så bra pris som möjligt för aktierna. Det fanns därmed inget i nyemissionen som var ägnat att ge en otillbörlig fördel på aktieägarnas bekostnad.¹⁵³

Aktieägarnas möjlighet att hävda att de har lidit indirekt skada vid en överträdelse av generalklausulen i samband med en riktad nyemission är i det närmaste obefintlig, eftersom bolaget inte lider någon skada mer än om det åläggs att betala sanktionsavgift för avtalsbrott. Detta medför att utrymmet för aktieägare att med framgång utkräva skadestånd från styrelsens ledamöter för en överträdelse av generalklausulerna tolkar jag därför som mycket begränsad.¹⁵⁴

¹⁵¹ Se avsnitt 4.3.1.

¹⁵² Jfr prop. 1973:93 s. 83 f.

¹⁵³ Svea hovrätts dom i mål T 10082-10.

¹⁵⁴ Se även Svea hovrätts beslut i mål nr Ö 1849/88 samt Göta hovrätts dom i mål T 2031/08 refererade i avsnitt 2.4.3.

4.4.3 Styrelsens ansvar för stämmans beslut rörande riktad nyemission

En fråga som är intressant i sammanhanget är vilka skadeståndsanspråk som kan riktas mot styrelsens ledamöter, trots att det är bolagsstämman som fattar beslut om riktade nyemissioner.

Till en början kan det konstateras att styrelsen inte är skyldiga att verkställa ett bolagsstämmobeslut som står i strid med lag eller föreskrifter i bolagsordningen.¹⁵⁵ Det ter sig dock som osannolikt att styrelsen, som utformat förslaget till nyemission, skulle lägga fram det till bolagsstämman med vetskapen om att det strider mot exempelvis reglerna i 13 kap. aktiebolagslagen.

Bolagsstämman kan i efterhand godkänna ett beslut som inneburit skada för bolaget genom att besluta om ansvarsfrihet för styrelsens ledamöter, enligt förutsättningarna i 29 kap. 7–9 §§ aktiebolagslagen. Styrelsen kan även undgå ansvar genom att på förhand inhämta samtycke till en viss åtgärd. För att ett sådant beslut ska ha ansvarsbefriande verkan krävs dock att aktieägarna på stämman blivit informerade om riskerna för skada som åtgärden innebär. Beslutet förlorar sin ansvarsbefriande verkan om det har fattats på oriktiga grunder, eller att risken för skada kraftigt ökat sedan samtycket lämnades, men innan åtgärden vidtagits.¹⁵⁶

När det gäller stämmans beslut om riktade nyemissioner så är det i regel styrelsen som upprättar förslag till beslut. Stämmans beslut krävs icke desto mindre. Det är sedermera styrelsen som verkställer nyemissionen. Att styrelsen med hänvisning till att det är stämman som fattat beslutet helt ska undgå skadeståndsansvar är dock inte särskilt troligt, med tanke på dess framträdande roll i sammanhanget.¹⁵⁷

I NJA 2013 s. 1250 uttalade Högsta domstolen att styrelsens verkställande av ett tillåtet stämmobeslut som inte strider mot generalklausulerna inte är ansvarsgrundande för styrelseledamöterna. Det är dock osannolikt att prejudikatet kan appliceras på styrelsens utnyttjande av ett stämmobemyndigande. Bemyndiganden från stämman för styrelsen att genomföra riktade nyemissioner kan vara mycket kortfattade och ge stort manöverutrymme, eftersom det först är i styrelsens beslut som skälen måste anges.¹⁵⁸ Att styrelsen generellt skulle kunna undgå ansvar vid en lagstridig riktad nyemission ger inte ett ändamålsenligt skydd för aktieägarna eller bolaget.

Sammanfattningsvis kan dock sägas att det faktum att nyemissionen måste härledas från ett stämmobeslut inte förhindrar att styrelsen kan hållas ansvarig. Möjligheten att kräva styrelseledamöter på skadestånd vid en riktad

¹⁵⁵ SOU 1971:15 s. 216.

¹⁵⁶ Dotevall (2017) s. 85 f.; SOU 1971:15 s. 216.

¹⁵⁷ Westermark & Lagercrantz (2013) s. 332.

¹⁵⁸ Se avsnitt 2.4.1.

nyemission med bristande förutsättningar är dock, enligt med det ovan anförda, begränsade.

5 Sammanfattande slutsatser

Beslut om att avvika från aktieägarnas företrädesrätt vid nyemission av aktier är vanligt förekommande på den svenska aktiemarknaden. Avvikelsen kan emellertid få stora konsekvenser för de befintliga aktieägarna. Effekterna är inte bara ekonomiska; de innebär även en maktrubbning i bolaget. Så som rättsläget ser ut idag ges dock denna maktrubbning väldigt liten betydelse i förhållande till en riktad nyemissions tillåtlighet. I stället är det de ekonomiska konsekvenserna som ges relevans, särskilt vid tolkningen av likabehandlingsprincipen.

I uppsatsen har frågan om huruvida god sed på aktiemarknaden ställer mer långtgående krav än aktiebolagslagen när det gäller riktade nyemissioner diskuterats. Frågan besvaras jakande. Genom Aktiemarknadsnämndens praxis på området förhindras inte endast kringgåenden av generalklausulerna. Med nämndens senare praxis där höga krav på motivering av avvikelser från företrädesrätten ställs, skapas dels incitament för bolagsstyrelser att göra noggranna avstämningar mot generalklausulen i arbetet med att ta fram beslutsförslag, dels mer transparens för aktieägare. Vidare så främjar riskzonsprincipen fram riktade nyemissioner vars motivering och konsekvenser är enkla att överblicka.

Möjligheten för aktieägare att utkräva ansvar vid felaktigt genomförda riktade nyemissioner är dock mycket begränsad. I den mån skadan drabbar dem själva ställer generalklausulens rekvisit, att åtgärder ska vara ägnade att ge otillbörlig fördel, upp hinder. När det gäller skador på bolaget, där bedömningen om styrelsen varit oaktsam är friare, så motsvaras inte skadan alltid av den skada som drabbar aktieägarna. Skadeståndsansvaret måste emellertid vägas mot intresset av att bolagsstyrelser effektivt kan försörja bolagen med kapital.

Sammantaget kan sägas att likabehandling för aktieägare inte är villkorlös. Aktieägarnas enskilda intresse av att ha ett visst inflytande i bolaget kan få stå tillbaka för bolagets behov av kapital, och i förlängningen aktieägarnas intresse av en vinstgivande investering.

Källförteckning

Offentligt tryck

Utredningsbetänkanden

Ds. 2012:37 Ökning av aktiekapitalet i aktiemarknadsbolag

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.

Propositioner

Prop. 1973:93 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Prop. 1975:103 med förslag till ny aktiebolagslag m.m.

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

Prop. 2013/14:86 Förenklingar i aktiebolagslagen

Litteratur

Arvidsson, Niklas, Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper. En analys i ljuset av NJA 2013 s. 1250, *Juridisk Tidskrift*, 2014/15 s. 263–275.

Bergström, Claes & Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 6 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2021.

Dahlman, Christian, Begreppet rättskälla. I: Dahlman, Christian & Wahlberg, Lena (red.), *Juridiska grundbegrepp*, Studentlitteratur, Lund 2018, s. 57–74.

Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 3 uppl., Wolters Kluwer, 2017.

Heuman, Lars, *Metoder för rättstillämpning och lagtolkning. Generaliseringar logik och argumentation*, Jure, Stockholm 2018.

Johansson, Svante, Interimistiska åtgärder vid aktiebolagsrättsliga processer, *Svensk juristtidning*, 1991 s. 601–617.

Johansson, Svante, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”Leo-området”. I: *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm 2011, s. 141–150.

Kleineman, Jan, Rättsdogmatisk metod. I: Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, 2 uppl. Studentlitteratur, Lund 2018, s. 21–46.

Nerep, Erik; Adestam, Johan & Samuelsson, Per; aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino 2019-07-01 (Juno).

Peczenik, Aleksander, Juridikens allmänna läror, *Svensk juristtidning*, 2005 s. 249–272.

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, 8 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023.

Sjöman, Erik, Aktiemarknadsnämnden och aktiebolagsrätten. I: Lundius, Boman & Skog (red.), *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck*, Corporate Governance Forum, Stockholm 2013, s. 215–242. (cit. Sjöman (2013))

Sjöman, Erik, Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten, *Svensk juristtidning*, 2023 s. 765–675. (cit. Sjöman (2023))

Skog, Rolf, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag. I Skog, Rolf (red.), *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm 2004, s. 10–35. (cit. Skog (2023))

Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 27 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2023. (cit. Skog (2004))

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning. En studie av aktiebolagslagens regler om ägarstyrning*, 2 uppl., Uppsala universitet, Uppsala 2008. (cit. Stattin (2008))

Stattin, Daniel, *Takeover. Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2020. (cit. Stattin (2020))

Stattin, Daniel & Eklund, Karin, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, Iustus Förlag, Uppsala 2021.

Svernlöv, Carl, *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget. En introduktion*, 2 uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm 2012.

Westermarck, Dennis & Lagercrantz, Monica, *Om nyemission*, Nordstedts Juridik, Stockholm 2013.

Övrigt

Självreglering

Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Regler för riktade kontantemissioner*, tillgänglig på: https://regelkommitten.se/Userfiles/PDFer/Regler_Svenska/Riktade_kontantemissioner/ask_regler_om_riktade_kontantemissioner_2023-07-07.pdf. Hämtad 2024-03-06. (cit. ASK:s regler för riktade kontantemissioner)

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, *Stadgar för föreningen för god sed på värdepappersmarknaden*, tillgänglig på: <https://godsed.se/stadgar>. Hämtad 2024-03-10.

Nasdaq Stockholm, *Regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden*, tillgänglig på: https://www.nasdaq.com/docs/2024/01/02/Nasdaq_Nordic_Main_Market%20-Shares-Rulebook_%28SWE%29_1_Jan_2024.pdf. Hämtad 2024-03-06. (Cit. Emittentregelverket)

Övriga elektroniska källor

Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Regler för riktade kontantemissioner. Gällande regler*, tillgänglig på: https://regelkommitten.se/riktade-kontantemissioner/g%C3%A4llande-regler_25. Hämtad 2024-03-13.

Aktiemarknadsnämnden, *Guide till Aktiemarknadsnämndens uttalanden*, tillgänglig på: https://www.aktiemarknadsnamnden.se/uttalanden/uttalanden-sorterade-amnesvis__1467. Hämtad 2024-03-13. (cit. Guide till Aktiemarknadsnämndens uttalanden)

Euroafrica Digital Ventures AB (publ), *Euroafrica Digital Ventures har genomfört en riktad nyemission om cirka 11 miljoner SEK*, 10 november 2021, tillgänglig på: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b949d3c13416f29b0ed3df2e071e54907&lang=sv&src=listed>. Hämtad 2024-03-12.

FUUD AB (publ), *FUUD gör riktad nyemission om 40 MSEK för accelererad expansion i Norden*, 18 oktober 2021, tillgänglig på: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=be22cdaa9141893ae60da2d65fdf8093b&lang=sv&src=listed>. Hämtad 2024-03-12.

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1984 s. 343

NJA 1987 s. 394

NJA 1994 s. 194

NJA 2000 s. 404

NJA 2013 s. 1250

Hovrättsavgöranden

Göta hovrätts dom den 5 februari 2009 i mål nr T 2031-08

Hovrätten för Övre Norrlands dom den 6 december 2004 i mål nr T 179-02

Svea hovrätts beslut den 23 augusti 1988 i mål nr Ö 1849/88

Svea hovrätts dom den 7 februari 2012 i mål T 10082-10

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2002:02

AMN 2002:07

AMN 2005:07

AMN 2006:48

AMN 2009:29

AMN 2014:39

AMN 2015:18

AMN 2016:01

AMN 2016:09

AMN 2016:28

AMN 2016:30

AMN 2018:47

AMN 2021:41

AMN 2022:46