



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Institutionen för handelsrätt

Riktade nyemissioner ur ett minoritetsperspektiv

Joakim Klingspor

Kandidatuppsats

15 högskolepoäng

Handledare

Krister Moberg

HARK11 Kandidatuppsats i handelsrätt

Associationsrätt

VT 2011

Summary

Targeted issues are a well-established way of fundraising. The standard in the Swedish Companies Act (ABL) is that a shareholder has a preemptive right to subscribe new shares pro rata to their current holding. In 1973 the legislator opened up for a deviation from the preemptive rights, with the argument that companies could turn to public pension funds as a way of raising funds. However, the deviation from the preemptive right has its restrictions. It is restricted to the framework that is the minority protection, and in this case the “*general clause*” (*generalklausulen*) and the “*similarity principle*” (*likhetsprincipen*), both are an outlet of the equal treatment norm.

This paper aims to locate the key factors that are of special importance when filing a protest against a targeted issue decision. And also to see how well the existing minority protection protects the minority from an abusive majority. This particular area however, has not been subject to any precedent-setting bodies, which have made that the emphasis to present the *lege lata* has been put on government bills and statements from the Capital Market Board (Aktiemarknadsnämnden).

At the end three key points are presented that are of special importance when reviewing if a decision of a targeted issue is undue. These are 1) the subscription price 2) the power shift and 3) the underlying reasons. The underlying reasons are the widest category of them, and intervene with the others. However, the underlying reasons are hard to prove, especially the eventual “loyalty” aspect of the decision. The possible undue in a decision is determined by balancing the relative economic gain against the relative loss of minority influence.

Today’s Companies Act (ABL) seems to have found a balance, between protecting the minority from an abusive majority, and still maintain a way for companies to adapt to market changes.

Sammanfattning

Riktade nyemissioner vid kapitalanskaffning är ett väl etablerat tillvägagångssätt. Huvudlinjen vid nyemissioner är att varje befintlig aktieägare skall ha företräde att teckna de nya aktierna i relation till sitt innehav. 1973 luckrades lagen upp till förmån för att bolag skulle kunna vända sig till Allmänna Pensionsfonder, och på så sätt blev en avvikelse från företrädesrätten möjlig. Avvikelsen från företrädesrätten begränsas dock till minoritetsskyddsreglerna om aktieägarna lika rätt dvs. ”generalklausulen” och ”likhetsprincipen”.

Denna uppsats syftar till att lokalisera huvudfaktorerna för klandertalan vid riktade emissioner. Samt vilket skydd lagen ger minoriteten från en övergripande majoritet vid en riktad emission. Då detta område inte har blivit behandlat av någon prejudicerande instans i någon extensiv utsträckning har vikten för att redogöra de lege lata lagts vid utredningar och uttalanden från aktiemarknadsnämnden.

I slutsatsen belyses att tre kritiska punkter som är av speciell vikt då ett beslut om riktad emission skall granskas med generalklausulens otillbörlighetsrekvisit. Dessa är 1) teckningskursen, 2) maktförskjutningen och 3) de bakomliggande förhållanden. Punkt tre är den vidaste av dem, och ingriper de båda andra punkterna, och används för att understödja de andra punkterna. Men begränsas i bevisningen, i synnerhet beslutets ”lojalitet” mot aktieägarna. Den eventuella otillbörligheten i beslutet får bestämmas efter en avvägning mellan de relativa ekonomiska fördelarna kontra minoritetens intressen.

Aktiebolagslagen så som den ser ut idag torde det finnas en sund balans mellan att dels skapa trygghet för minoriteten från en övergripande majoritet, men samtidigt har förutsättningar för att bolagen skall kunna anpassa sig till marknaden.

Innehållsförteckning

Summary.....	2
Sammanfattning	3
Förkortningar	6
1. Inledning	7
1.1 Ämne/bakgrund	7
1.2 Syfte Och problemformulering	8
1.3 metod och material	8
1.4 Avgränsning	9
1.5 Disposition	9
2. Riktade emissioner en översikt	10
2.1 Företrädesrättens	11
2.2 Hur beslutet fattas	12
3. Minoritetsskyddet en översikt	13
3.1 Minoritetsskyddets syfte	13
3.2 Minoritetsrättighetsreglerna	15
3.3 Minoritetsskyddsreglerna	16

3.4 minoritetens maktmedel att klandra stämmobeslut	17
4. Minoritetsskyddet vid riktade emissioner	18
4.1 Minoritetsskyddet vid beslutets tillkomst	18
4.2 Minoritetsskyddet avseende beslutets innehåll	19
4.2.1 Allmänt	19
4.2.2 Likhetsprincipen och generalklausulen en introduktion	20
4.2.2.1 Likhetsprincipen	20
4.2.2.2 Generalklausulen	22
4.2.2.3 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulen	23
4.2.3 Generalklausulens tillämpning vid riktade emissioner	25
4.2.3.1 Otillbörlighetsrekvisitet	25
4.2.3.2 Allmänt	26
4.2.3.3 Otillbörlighet i samband med emissionskursen	29
4.2.3.4 Otillbörlig maktförskjutning	32
4.2.3.5 Otillbörlighet i samband med de bakomliggande förhållandena.	34
5. Sammanfattning och avslutande kommentarer	39
Källförtäckning	41

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag 2005:551
AMN	Aktiemarknadsnämnden
SOU	Statens offentliga utredningar
Prop.	Proposition
Leo Lagen	Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag,
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
HD	Högsta domstolen
TR	Tingsrätten
HovR	Hovrätten

1. Inledning

1.1 Ämne/bakgrund

Ett aktiebolag kan skaffa nytt kapital till sin verksamhet på olika sätt. Ett av de vanligare är att emittera nya aktier, dvs. att öka antalet aktier mot nytt kapital. Utförandet av en aktieemission kan göras på olika sätt. Huvudlinjen i svensk associationsrätt är att varje befintlig aktieägare har en föreskriven företrädesrätt till att teckna de nya aktierna i proportion till sitt innehav. Företrädesrätten skapar i teori således förutsättningen att alla aktieägare kan behålla sitt inflytande och sin ekonomiska andel i bolaget.

1973 öppnade lagstiftaren upp för en avvikelse av företrädesrätten och därigenom öppnades möjligheterna för riktade emissioner. Detta gjordes med särskild åtanke till att bolag skulle kunna vända sig till Allmänna pensionsfonden för kapitaltillskott.¹ I samband med att lagen luckrades upp angav inte lagstiftaren någon uttrycklig förklaring i hur långt företrädesrätten fick avvika. Det fodras dock att beslutet är motiverat av objektiva skäl. Att rikta en emission till någon aktieägare eller till någon utomstående står i kontrast till två grundläggande minoritetsskyddsregler inom ABL. Dessa regler är likhetsprincipen 4 kap. 1 § ABL, som föreskriver att alla likställda aktier skall behandlas lika, och generalklausulerna i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL, som föreskriver att ingen får tillförsansa sig en otillbörlig fördel som är till nackdel för annan aktieägare eller bolaget. Vad som är speciellt prekärt vid en riktad emission är att den oundvikligen leder till en ekonomisk och inflytandemässig utspädning. Utspädningseffekten kan vara så pass stor att minoriteten förlorar viktigt inflytande, som därtill kan leda till att minoriteten förlorar möjligheten att påkalla minoritetsrättigheter som kan användas som skydd mot majoriteten.

¹ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 57

1.2 Syfte och problemformulering

Denna uppsats syfte är att lyfta fram problematiken med att avvika från aktieägarnas företrädesrätt vid riktade emissioner, genom att avvika från minoritetsskyddsprincipen om likabehandling. Samt att försöka reda ut och konkretisera de viktiga punkterna som särskilt skall granskas så att en riktad emission kan genomföras och utan att hamna i konflikt med minoritetsskyddet. Detta i relation till bolagens möjlighet att anpassa sig till marknaden.

För att utreda vilken effekt det aktiebolagsrättsliga minoritetsskyddet har på riktade emissioner har arbetet preciserats i följande frågeställningar:

- Vilket skydd erhåller minoritetsägarna i samband med riktade emissioner enligt ABL
- Hur långt kan en avvikelse företrädesrätten gå, och vilka skäl är godtagbara för att avvika från företrädesrätten

1.3 Metod och material

Enligt Sandgren finns det tre centrala metoder som används för att vetenskapligt presentera ett arbete. Dessa tre är rättskällelära, juridisk metod och rättsvetenskaplig metod.² Rättskällelära är den snävaste metoden av de tre, och används för att analysera gällande rätt, genom att peka ut de rättskällor som skall tillämpas. Hit hör även oskrivna principer för källornas tolkning, som analogier, lagtolkning och rättskällornas inbördes relation.³ Juridisk metod är något snävare än rättskälleläran. Rättskälleläran ingår i viss mån i juridisk metod, men också olika aspekter på faktahantering och faktas relation till rättskällorna.⁴

² Sandgren s 36

³ Sandgren s 36

⁴ Sandgren s 38

Rättsvetenskaplig metod är den vidaste av de tre, och där ingår delar av rättskälrelära och juridisk metod. Här ingår även empiriska metoder.⁵

I uppsatsen använder jag mig av rättskälrelära, dvs. att rådande lagtext och praxis används för att systematisera gällande rätt. Detta kompletteras också av doktrin som jag anser relevant för att redogöra de lege lata. Bristen av relevant praxis till detta område har gjort att tyngdpunkten har lagts primärt på förarbeten, och sekundärt i aktiemarknadsnämndens uttalande kring riktade emissioner. Aktiemarknadsnämnden är ett eget organ som via uttalanden, rådgivning och information verkar för god sed på aktiemarknaden.

1.4 Avgränsning

Uppsatsen avgränsas till huvudsak svensk rätt. Riktade emissioner som ett led i incitamentsprogram till bolagets ledning eller anställda kommer inte att behandlas. Uppsatsen är avgränsad till nyemissioner till aktieägare inom ett och samma bolag, vilket gör att LEO-lagen inte kommer att behandlas. Riktade emissioner till allmänheten kommer inte heller att behandlas.

1.5 Disposition

Uppsatsen är indelad i fem kapitel. I kapitel 1 inleds uppsatsen i en redogörelse av metod, disposition och frågeställning. I kapitel 2 redogörs de grundläggande mekanismerna kring riktade emissioner. Där kommer även kort diskuteras vilka regler som utgör ramverket för aktieemittering. I kapitel 3 introduceras minoritetsskyddets övergripande utformning. Här kommer även de rättsliga principer och mekanismer som är tillämpbara för minoriteten att redogöras för. Avslutningsvis i kapitel 4 kommer diskussionen handla om vad minoriteten har för hjälpmedel och inom vilket ramverk en riktad emission får ske. Här kommer

⁵ Sandgren s 39

särskild vikt läggs vid likhetsprinciperna och generalklausulerna. Uppsatsen avslutas i kapitel 5 med egna kommentarer kring den diskussion som har framställts.

2. Riktade emissioner en översikt

Emissionsförfarandet är ett led i bolagens kapitalanskaffning. Grundläggande för emissionerna är att öka bolagens bundna kapital genom att på ett eller annat sätt tillföra nytt kapital. Emissioner kan ses som ett alternativ till traditionella lån. Emissionerna kan göras på olika sätt och då påverka bolaget och dess delägare på olika sätt. Mellan 2008 – 2010 gjordes totalt 259 nyemissioner som ett led i kapitalanskaffning och uppgick till ca 128,3 mdr kr.⁶ De olika varianterna är bl. fondemission, nyemission och kvittningsemission. I denna uppsats står nyemission i centrum. Det karaktäristiska för en nyemission är att nya aktier ges ut i utbyte mot kontanter och på så sätt ökar bolagets bundna kapital i relation till att bolagets antal aktier ökar. Genom fondemission ges nya aktier ut genom att omvandla bolagets fria kapital till bundet kapital. Skillnaden mellan dessa kan också ses genom att en nyemission kräver nytt utomstående kapital från aktieägarna eller utomstående finansiärer. Och vid fondemissioner omvandlas endast bolagets egna kapital. Nyemissioner jämfört med fondemissioner är således mer kritiskt med hänsyn till andelsförhållandet mellan aktieägare. Effekten av att en nyemission kräver utomstående kapital är att kan leda till både en ekonomisk och en andelsmässig utspädning som i sin tur kan leda till att makten i bolaget förskjuts.

För att minska den negativ effekt en nyemission kan ge har den Svenska aktiebolagslagen implementerats med den s.k. *företrädesrätten* 13 kap. 1 §.

⁶ http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/50_Statistik/10_Kapitalbarometern/2010/kapbar_0210.pdf

Företrädesrätten innebär i kort att varje befintlig aktieägare har en företrädesrätt att teckna de nya aktierna i relation till deras innehav. Det karaktäristiska för en riktad nyemission är dock, att någon eller några befintlig aktieägare eller utomstående får en ”ensam” företrädesrätt framför alla andra aktieägare. Problematiken vid riktade emissioner är därmed uppenbar. För att rikta en emission måste företrädesrätten frångås, vilket kan leda till ekonomiska och andelsmässiga nackdelar för de som ej är berättigade att delta i emissionen.

2.1 Företrädesrätten

Som ovan nämnt är grundprincipen vid nyemissioner att varje aktieägare har en lika företrädesrätt att teckna nya aktier i relation till sitt befintliga innehav framför utomstående, 13 kap. 1 § ABL. Företrädesrätten torde vara ett utlopp av minoritetsskyddsregeln om aktiernas lika rätt eller ”likhetsprincipen” som återfinns i 4 Kap. 1 § ABL, och föreskriver att alla aktier har lika rätt i bolaget och som genomsyrar hela aktiebolagsrätten.⁷ Företrädesrättens principiella syfte torde vara att skapa samma förutsättningar för alla aktieägare som innan emissionen gjordes. Lagstiftaren har därtill skapat en garanti för att majoriteten inte genomför en emission till fördel för sig själv till och nackdel för minoriteten.⁸

Företrädesrätten kan dock regleras annorlunda i bolagsordningen (subsidiär företrädesrätt), vilket regleras i 4 kap. 3 § ABL. I bolagsordningen kan det föreskrivas att bolaget har olika aktieslag med olika företrädesrätter. Ett visst aktieslag kan ha en skild företrädesrätt till sitt aktieslag Eller att man har rätt att teckna alla aktieslag (primär företrädesrätt).⁹

Av förarbetarna kan det utläsas att en avvikelse från företrädesrätten är befogad om avvikelsen motiveras med objektiva godtagbara skäl. Och om dessa skäl

⁷ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 11

⁸ Prop. 2004/05:85 s 334

⁹ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 97

syftar till bolagets intresse.¹⁰ Advokatsamfundet ansåg i 1973 års proposition, att den riktade emissionen även skulle vara till *synnerlig* nytta för bolaget.¹¹ Doktrinen skiljer sig åt om vad sådana objektiva skäl kan vara. Men exempel på godtagbara skäl som angivits i uttalanden och doktrin är då bolaget befinner sig i en finansiell kris¹² eller behöver pengar för att expandera.¹³ Detta kommer att diskuteras mer ingående under i kapitel 4.

2.2 Hur beslutet fattas

För att en riktad nyemission praktiskt skall vara genomförbar krävs således en avvikelse från företrädesrätten. Beslutet tas på bolagsstämman med kvalificerad majoritet. Beslutet skall ha biträttats av minst 2/3 av såväl de angivna rösterna som de aktier som är företrädda vid bolagsstämman, 13 kap. 2 § ABL.

Aktiebolagslagen kräver vid beslut som avviker från företrädesrätten att kallelsen innehåller en utförlig redovisning av skälen till och varför en avvikelse från företrädesrätten görs eller är nödvändig, samt grunderna för emissionskursen, 13 kap. 4 § ABL. Genom åren har stora institutionella ägare satt upp s.k. ägardirektiv. Dessa har i vissa fall utvidgat kraven för huruvida företrädesrätten får sättas ur spel. Vissa ägardirektiv kräver vid beslut som avviker från företrädesrätten att motiven och skälen bakom presenteras.¹⁴ Av noteringsavtalet framkommer det att skälen bakom avvikelserna skall redogöras för i det första pressmeddelandet om emissionen¹⁵.

¹⁰ Prop. 1973:93 s 129

¹¹ Prop. 1973:93 s 48

¹² Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 238

¹³ AMN 2002:02

¹⁴ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 20

¹⁵ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 19

3. Minoritetsskyddet en översikt

3.1 Syftet med minoritetsskyddet

Aktiebolagsrätten vilar på majoritetsprincipen. Vilket betyder att bestämmanderätten tillkommer den som har majoriteten av rösterna i bolaget.¹⁶ För att minoriteten inte skall stå helt utan hjälpmedel mot en övergripande majoritet har lagstiftarna ställt upp ett antal skyddsregler. Enligt Rolf Skog är uppkomsten av minoritetsskyddsregler nödvändigt inte bara för att skydda minoriteten från en exploaterande majoritet. Utan också för att skapa trovärdighet i bolagen för investerare och därtill skapa trovärdighet inom näringslivet.¹⁷ Erik Sjöman framhåller att ett aktiebolag torde få svårare att attrahera riskkapital om investerarna vore ”hänvisade till att underkasta sig majoritetens godtycke”.¹⁸ Vidare framhåller Sjöman att minoritetsskyddet som en begränsning av majoritetens bestämmanderätt, inte primärt är uppställt av rättviseskäl, utan också av kapitalanskaffningsskäl.¹⁹

Minoritetsskyddet kan sägas vara uppbyggt enligt två metoder. Enligt Båvenstam och Beyer kan minoritetsskyddet i ABL delas upp i *minoritetsrättighetsregler* och *minoritetsskyddsregler*. Minoritetsskyddet enligt den tidigare är uppbyggt genom att ABL ställer upp vissa givna rättigheter som tillkommer minoriteten olika på grund av innehav.²⁰ Sådana regler är insynsregler, och regler som ger en minoritet av ett visst inflytande en särskild rätt att diktera eller hindra beslut. Minoritetsskyddet enligt den senare är uppbyggda efter generella regler och principer som inskränker i majoritetens handlingsfrihet. Dessa regler är bl.a. regler om aktiers och aktieägares jämlikhet och bolagets verksamhetsföremål.

¹⁶ Prop. 1975:103 s 246

¹⁷ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 234

¹⁸ Sjöman s 50

¹⁹ Sjöman s 50

²⁰ Beyer och Båvenstam s 13

Särdraget för skyddsreglerna är att de skyddar minoriteten oavsett innehav, tillskillnad från vissa minoritetsrättigheter. Distinktionen mellan minoritetsskyddsreglerna och minoritetsrättigheterna kan också ses genom att minoritetsrättigheterna är kopplat till ett mer aktivt deltagande från minoriteten, och tillkommer en minoritet av olika innehav. Och på omvänt sätt skyddar minoritetsskyddsreglerna minoriteten utan att de aktivt behöver påfordras.²¹ Vilket betyder att majoriteten alltid skall förhålla sig till minoritetsskyddsreglerna, men behöver inte ta hänsyn till minoritetsrättigheterna så länge de inte påfordras.

I detta sammanhang kan det också sägas att det är vedertaget antaget att majoriteten och minoriteten korrelerade om man så vill, genom att de har samma ekonomiska intresse, dvs. intresset att generera vinst till aktieägarna. Detta betyder de facto att de beslut som majoriteten tar som leder till en positiv utveckling för bolaget, även är en positiv utvecklingen för minoriteten. Detta betyder också att det omvända förhållandet gäller vid ogynnsamma beslut.²² Huvudregeln i svensk bolagsrätt är dock att varje aktieägare har rätt att se efter sina egenintressen.²³

Det är viktigt att minoritetsskyddet inte blir alltför extensivt. Ett alltför extensivt minoritetsskydd skulle hämma majoritetens handlingskraft. Majoriteten behöver ett tillräckligt mandat för att bolaget snabbt ska kunna anpassas sig till marknadsförändringar. Lagstiftningen måste således finna en balans mellan att bibehålla majoritetens handlingskraft utan att för den skull utelämna minoriteten till majoritetens fullständiga godtycke. Svante Johansson anser att denna gränsdragning är en av associationsrättens svåraste problem.²⁴

²¹ Beyer och Båvestam s 14

²² Sjöman s 49

²³ Johansson s 126

²⁴ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 146

3.2 Minoritetsrättighetsreglerna

Minoritetsrättighetsreglerna tillkommer som sagt ovan aktieägare av olika innehav i bolaget. Anledningen till att vissa rättigheter tillkommer en minoritet med ett visst innehav torde härledas till att sådana beslut kan påverka bolagets verksamhet i så pass stor uträkning att dessa befogenheter bör tillkomma en minoritet som representeras av ett avsevärt intresse och har således liknande skyddsbehov.²⁵

Vissa minoritetsrättighetsregler tillkommer aktieägare vid ett innehav av minst en aktie. Den kanske viktigaste är den s.k. ”*initiativrätten*” och innebär att varje aktieägare har rätt att initiera ett ärende vilket återspeglas i 7 kap. 16 § ABL.

Om en minoritet representeras av en ägare eller ägargrupp om en tiondel av bolagets aktier har minoriteten s.k. positiva minoritetsbefogenheter och detta betyder att de har ett tillräckligt inflytande att få beslut till stånd. Sådana positiva minoritetsbefogenheter är bl.a. att påkalla extra bolagsstämma 7 kap. 13 § ABL, tillsätta minoritetsrevisor 9 kap. 9 §. För att hindra att majoriteten försöker svälta ut minoriteten genom att hålla inne utdelningen kan en minoritet som representeras av en tiondel även kräva utdelning, 18 kap. 11 §.²⁶

En viktig regel för minoriteten är rätten att initiera en skadeståndsprocess mot bolagsledningen, 29 kap. 7 §. För detta krävs det att minoriteten innehar en tiondel av bolagets aktier. Genom att neka ansvarsfrihet kan minoriteten, trots att den är oförmögen att hindra beslut som tas av majoriteten på exekutiv nivå, hindra majoriteten att bortse från dåliga beslut.²⁷

Minoriteten har inte bara rätt att diktera beslut utan också i viss mån rätt att hindra beslut. Lagstiftaren har gett en minoriteten om en tredjedel av bolagets aktier makt

²⁵ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 199

²⁶ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 251

²⁷ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 245

att hindra vissa beslut.²⁸ Sådana beslut innebär också ändringar av bolagsordningen och är t.ex. ökning/minskning av kapital och avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt.²⁹ För att beslut med uppställda majoritetskrav skall vara genomförbara krävs det att de har *företräts* av ett tillräckligt antal aktieägare. Företeelsen att inte bara röstvärdet tillgodoräknas utan också hur de har företräts bidrar till en mer ”rättvis” röstning. Detta innebär att man tar även hänsyn till aktier med lågt röstvärde i förhållande till kapitalinsats.

Syftet med uppställda majoritetskrav vid beslut som innebär ändringar i bolagsordningen härleds till att majoriteten skulle få en allt för stor makt utan dessa. Dock sträcker sig skyddet på kvalificerad majoritet som minoritetsskydd till möjlighet att koordinera sig till att uppgår till tillräckligt stor för att majoriteten kan hindras.

3.3 Minoritetsskyddsreglerna

Som ovan sagt utgör den andra delen av minoritetsskyddet av Minoritetsskyddsregler. Skyddsreglerna utgör ett ramverk inom vilket alla beslut måste hålla sig inom, dessa kan också kallas för uppställda direktiv för minoriteten. Skyddsreglerna skyddar alla aktieägare utan att de behöver påkalla dem.³⁰ Enligt Beyer och Båvenstam torde de viktigaste minoritetsskyddsreglerna vara generalklausulerna och likhetsprincipen.³¹ Till minoritetsskyddsreglerna bör även bolagsordningen tillräknas. Då bolagsordningens associationsrättsliga innebörd kan likställas som ett avtalsförhållande mellan aktieägare, vilket ger ett ramverk för aktieägarnas inbördes samverkan.³² I bolagsordningen återfinns också reglerna om bolaget verksamhet och syfte. Till minoritetsskyddsreglerna tillräknas även reglerna om kvalificerad majoritet för vissa beslut.³³

²⁸ Beyer och Båvenstam s 25

²⁹ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 237

³⁰ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 248

³¹ Beyer och Båvenstam s 14

³² Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 159

³³ Beyer och Båvenstam s 14

Likhetsprincipen och generalklausulerna är uppställda för att skydda minoriteten. I ABL återfinns likhetsprincipen i 4 kap. 1 §, och generalklausulerna i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 §. Dessa minoritetsskyddsregler kommer närmare diskuteras under i kap 4.

Bolagsverkets verksamhet ger också ett indirekt minoritetsskydd, då vissa beslut måste registreras hos bolagsverket och då det åligger bolagsverket att se om ändringen är i strid mot bolagsordningen eller tillämplig lag.³⁴

3.4 Minoritetens maktmedel att klandra stämmobeslut

Initiativrätten som nämndes kort ovan är en viktig del för minoriteten i rätten att klandra beslut. Klandertalan blir aktuell då någon befarar att ett bolagsstämmobeslut eller styrelsebeslut har kommit till på obehörig ordning eller strider mot aktiebolagslagen eller annan tillämplig lag 7 kap 50 § ABL, eller på annat sätt är betingat med materiella fel eller formella brister.³⁵ Passivitet av aktieägarna vid uppkomsten av fel kan räcka till att beslut blir giltiga. Tidsfristen för klanderpreskription är tre månader från den dag beslutet har tagits. Underlåtenhet att föra klandertalan efter fristen gör att rätten går förlorad 7 kap. 51 § ABL. Vissa beslut som är rättsstridiga mot tvingande regler blir ogiltiga oavsett preskriptionstiden, detta är en s.k. nullitet.³⁶

³⁴ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 258

³⁵ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 170

³⁶ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 193

4. Minoritetsskyddet vid riktade emissioner

4.1 Minoritetsskyddet vid beslutets tillkomst

Minoritetsskyddet vid beslutets tillkomst rör främst beslutets formella betingelser. Beslutets formella betingelser berör främst kallelse, information, röstning och upplysningar i övrigt till beslutet.³⁷

Minoritetsskyddet vid riktade emissioner avseende beslutets tillkomst kommer uttryckligen i första hand av kravet på kvalificerad majoritet. Som ovan nämnt krävs det ett majoritetsbeslut som har biträtts av minst två tredjedelar av såväl de angivna som de aktier som är företrädda på vid stämman, 13 kap. 2 § ABL. Att beslutet skall vara särskilt biträtt är som sagt ovan i ett led i att skapa en motvikt till de röststarka aktierna.

Huruvida det får föreligga ett jämförhållande mellan röstningen och de företrädesberättigade framgår inte av lagen. AMN föreslår dock i sitt initiativuttalande 2002:02, att den eller dem som är företrädesberättigad inte bör vara med och rösta i det förevarande beslutet.³⁸ Samt att den som är föremål för den riktade emissionen inte heller bör rösta för den andelen som denne förvärvar i processen i framtida beslut.³⁹ Detta gäller enbart då en riktad emission riktas till befintliga aktieägare.

Lagberedningen ansåg dock att uppställda krav på kvalificerad majoritet som ett led i minoritetsskyddet vid riktade emissioner inte var tillräckligt då det endast tillgodoser skydd för en begränsad minoritet, och hänvisar istället till

³⁷ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 192

³⁸ AMN 2002:02

³⁹ Uttalande 2002:02

generalklausulen.⁴⁰ För att minoritetsskyddet som utgörs av speciella pluralitetskrav och även majoritetsprincipen skall få ett självberättigande, krävs dock att minoriteten får finna sig i att en större majoritet kan driva igenom åtgärden.

4.2 Minoritetsskyddet avseende beslutets innehåll

4.2.1 Allmänt

Beslutets innehåll är rättsstridigt om något bolagsorgan överskrider gränsen för sin behörighet.⁴¹ Det för minoriteten centrala vid riktade emissioner och vid emissioner i övrigt, är att företrädesrätten upprätthålls. Företrädesrätten som ovan nämnt syftar till att skapa ett skydd för aktieägarna mot den ekonomiska och inflytandemässiga utspädningen som eljest blir följden av den riktade emissionen. Om något bolagsorgan avviker från företrädesrätten och effekten av det leder till en otillbörlig fördel får någon aktieägare eller annan blir generalklausulen tillämplig. Generalklausulen utgör således en del av minoritetens remedium vid riktade emissioner.

13 kap. 14 § ABL, föreskriver att två centrala faktorer skall redogöras för i kallelsen. Dessa är emissionskursen och skälen bakom en avvikelse från företrädesrätten. Eftersom effekten av en riktad emission kan påverka röstförhållandet i så pass stor utsträckning och av detta tränga undan minoriteten från vissa minoritetsrättigheter, bör även den relativa utspädningen granskas.⁴² Dessa tre faktorer kommer närmare granskas under kapitel 4.2.3.1 om otillbörlighet.

⁴⁰ Prop. 1973:93 s 69 jfr Prop. 1975:103 s 358

⁴¹ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 193

⁴² jfr Johansson s 149

Vid riktade emissioner så får inte något i beslutet strida mot verksamhetsföremålet eller bolagets syfte, denna förutsättning är en viktig del av minoritetsskyddet. Om ett bolagsorgan företar en rättshandling som strider mot bolagets syfte eller är främmande för bolagets verksamhet är beslutet således ogiltigt.

4.2.2 Likhetsprincipen och generalklausulen en introduktion

Likhetsprincipen och generalklausulens principiella syfte är att begränsa bolagsorganens makt i förhållande till främst minoritets aktieägarna.⁴³ Här kommer de att presenteras närmare för att sedan lyfta fram hur de är tillämpbara vid riktade emissioner.

4.2.2.1 Likhetsprincipen

Likhetsprincipen kommer uttryckt i aktiebolagslagen genom 4 Kap. 1 § ABL, och föreskriver att *"alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av 2-5"*. Likhetsprincipen innebär ergo att alla aktier och aktieägare skall behandlas lika under lika villkor, vilket präglar hela aktiebolagsrätten. Likhetsprincipen skyddar aktieägarna principiellt genom att förhindra att förhållandet mellan aktieägarna förändras.⁴⁴

Jan Andersson och Lars Pehrson anser att dagens likhetsprincip skall ses mot bakgrund av den snäva betydelsen i artikel 42 från EU's andra bolagsdirektiv som behandlar regler för kapitalökning vid kontanta emissioner.⁴⁵ Direktivet behandlar likhetsprincipen då den föreskriver att *"för att direktivet skall kunna genomföras måste medlemsstaternas lagstiftning behandla de aktieägare lika som befinner sig i samma ställning"*.⁴⁶ Likhetsprincipens tillämpning avseende kontanta

⁴³ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 81

⁴⁴ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 56

⁴⁵ Andersson och Pehrson s 117

⁴⁶ Rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976

emissioner bör således tolkas ur bolagsdirektivet lydelse att aktieägare som befinner sig i samma rättställning med proportionellt innehav skall på samma sätt behandlas lika.⁴⁷

Samuelsson och Bergström anser att likhetsprincipens principiella tillämpning tillkommer aktiernas inbördes rättigheter, varvid det ekonomiska andelsförhållandet anses som det essentiella.⁴⁸ De styrker detta påstående med att likhetsprincipen instiftades för att särställa kapitaltillväxten. På så sätt försäkras likhetsprincipen investeraren om att det insatta kapitalet inte sjunker i värde i annat fall än när affärsverksamheten går dåligt.⁴⁹

Undantag från likhetsprincipen kan göras genom bestämmelser i bolagsordningen och av vissa majoritetsbeslut. Undantag av beslut tagna med viss majoritet är exempelvis nyemissioner, nedsättning av aktiekapital och ändring av bolagsordningen och avvikelser från företrädesrätten.⁵⁰ Minoriteten måste i dylika fall finna sig i att en större majoritet vill driva igenom besluten, för annars skulle majoritetsprincipen tillika kraven på kvalificerad pluralitet förlora sitt självberättigande.⁵¹ Av bolagsordningen kan en avvikelse från principens innebörd göras genom att tilldela aktierna olika rättsliga betingelser i bolaget. En sådan distinktion av aktiernas lika rätt kan göras genom att föreskriva att aktierna erhåller exempelvis olika rösträtt och/eller olika rätt till utdelning och deltagande i emissioner.⁵² Sådana ingripande förändring av aktiernas lika rätt görs med kvalificerad majoritet på bolagsstämman 7 kap. 42 § ABL.⁵³ Dock kan det inte föreskrivas att aktiernas olika rätt har en sådan räckvidd att en aktie kan förlora rösträtt på bolagsstämman. Och på så sätt har en yttre gräns satts upp för möjligheten att skapa olikhet mellan aktier.⁵⁴

⁴⁷ Andersson och Pehrson s 117

⁴⁸ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 55

⁴⁹ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 55

⁵⁰ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 158

⁵¹ Nerep s 272

⁵² Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 157

⁵³ Nerep m.fl. Lagkommentar s 216

⁵⁴ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 158

En avvikelse från likhetsprincipen torde även vara möjlig då den är av sakliga skäl motiverad, med hänvisning till föreningsfallet NJA 1977 s 393.⁵⁵ Motiveringen torde få göras efter en ”*in casu-avvägning*” mellan majoritetens och minoritetens intressen. Avsteg från principen är möjlig då majoritetens intresse väger avsevärt mycket tyngre än minoritetens att upprätthålla likhetsprincipens syfte som minoritetsskydd.⁵⁶

4.2.2.2 Generalklausulen

Generalklausulen infördes i 1944 års aktiebolagslag, där den ursprungligen var avsedd att komplettera de rådande minoritetsskyddsreglerna. Syftet med införandet av en generalklausul var till att förhindra att en majoritet skulle missbruka sin ställning till nackdel för minoriteten.⁵⁷ Generalklausulen återfinns i dagens aktiebolagslag i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL, och föreskriver att bolagsstämman, styrelsen eller annan ställföreträdare inte får företa ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

Generalklausulens associationsrättsliga betydelse är att ingen aktieägare skall lida sämre rätt av att någon annan tilldelats en otillbörlig fördel av ett beslut taget av bolagsstämman eller av styrelsen. Generalklausulerna täcker således de båda bolagsorganens befogenheter och behörigheter.⁵⁸ Att aktieägarna ej får fördelas olika rätt kommer genom lydelsen att ett bolagsorgan ej får ta ett beslut som är *ägnat att ge en otillbörlig fördel* åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare och där otillbörligheten står som utgångspunkt för bedömningen.

⁵⁵ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 158

⁵⁶ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 158

⁵⁷ Prop 1973:93 s 84

⁵⁸ Nerep m.fl. Lagkommentar s 491

Cleas Bergström och Per Samuelsson framhåller att generalklausulen inte tar sikte på andelsförhållandet mellan ägarna, utan tar sikte på det enskilda beslutets betydelse för aktieägarna eller annan.⁵⁹

Förhållandet mellan generalklausulen och likhetsprincipen har vållat tolkning och tillämpningsproblem vilket kommer diskuteras i kapitlet nedan.

4.2.2.3 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulen

Vid införandet av generalklausulen var det inte självklart hur den skulle förhålla sig till likhetsprincipen, eller om de skulle erbjuda ett större skydd för minoriteten än vad likhetsprincipen initialt gjorde. Håkan Nial som var en av författarna till förslaget att införa generalklausulen, framförde dock att den låg inom likhetsprincipens räckvidd.⁶⁰

Nerep betonar att generalklausulen ej kan utgöra en *komplettering* och samtidigt ett *uttryck* för likhetsprincipen.⁶¹ Jan Andersson skiljer dessa åt genom distinktionen av likhetsprincipen i ”vid mening” eller likhetsprincipen i ”snäv mening”.⁶² Då ”vid mening” är det tidigare, och innebär att likhetsprincipen har en vid definition och även innefattas av generalklausulen. Och då likhetsprincipen i dess snäva mening anses som mer inskränkt och utgörs av 4 kap. 1 § ABL . Andersson och Pehrson anför att uttrycket likhetsprincipen används för att redogöra en rättsregel som överstämmer med innehållet i generalklausulen.⁶³

Bakgrunden till införandet av generalklausulerna låg i att det fanns svårigheter i likhetsprincipens räckvidd. I 1941 års utredning formulerade lagberedningen detta som svårigheten att skilja mellan *formell* och *reell* likabehandling, med fokus på beslut som sedermera skadade bolaget.⁶⁴ Som exempel för att illustrera det

⁵⁹ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 147

⁶⁰ Nerep s 275

⁶¹ Nerep s 276

⁶² Andersson och Pehrson s 114

⁶³ Andersson och Pehrson s 120

⁶⁴ SOU 1941:9 s 301

aktuella problemet angav lagberedningen ett fall då ett moderbolag ingår ett avtal med ett dotterbolag varigenom moderbolaget vinner en fördel som motsvaras av en nackdel för dotterbolaget tillika dess aktieägare.⁶⁵ Detta betyder formellt sett att alla aktieägare drabbas lika i dotterbolaget, men reellt sett vinner aktieägarna i moderbolaget en fördel på dotterbolaget bekostnad. Sammanfattningsvis så kunde ett beslut i sig utgöra en formell likabehandling men, reellt sätt utgöra en olikbehandling som då inte var inom likhetsprincipens tillämpningsområde. Då bolagsskadlighet av ett sådant beslut ej utgör någon grund för klandertalan stod således minoriteten utan hjälpmedel. Generalklausulen skulle alltså komplettera likhetsprincipen och ge likhetsprincipen en vidare definition, för att förhindra kringgående av likhetsprincipen i dess snäva mening.⁶⁶

Lars Pehrson anser att likhetsprincipen skall tolkas i snäv mening, med hänvisning till att likhetsprincipens tillämpningsområde är begränsat till åtgärder i ett och samma bolag. Generalklausulens tillämpningsområde är således inte begränsat till aktieägarna i bolaget, utan även på fördelar för annan än aktieägare.⁶⁷

Generalklausulen som självständig minoritetsskyddsregel är kopplad till de åtgärder som är ägnade att bereda en aktieägare eller annan en otillbörlig fördel. Detta med motiveringen att likhetsprincipen i 4 kap. 1 §, även måste kunna tillämpas på sådana beslut som inte är ägnade att bereda otillbörlighet.⁶⁸ Men som skild rättsfigur från likhetsprincipen torde generalklausulen bli tillämplig på sådana beslut där lagen tillåter en avvikelse från likhetsprincipen genom t.ex. kvalificerad majoritet, och då avvikelsen är otillbörligt stor.⁶⁹ Nerep anför, något kategoriskt, att generalklausulen syftar till att ersätta likhetsprincipen vida tillämpningsområde.⁷⁰

⁶⁵ SOU 1941:9 s 303

⁶⁶ Andersson och Pehrson s 114

⁶⁷ Pehrson s 500

⁶⁸ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 159

⁶⁹ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 159

⁷⁰ Nerep s 276

Enligt min mening torde likhetsprincipen i snäv mening ge en mer nyanserad distinktion mellan den ursprungliga problematiken att skilja mellan ”formell” och ”reell” likabehandling. Som Nerep framhåller bör likhetsprincipen och generalklausulen ses som två självständiga principer, med sammanfallande tillämpningsområde, och det är viktigare att betona dess kompletterande möjlighet till likhetsprincipen i snäv mening.⁷¹ Förhållandet bör även kunna ses av ordalydelsen mellan dessa, likhetsprincipens *aktier* jämfört med generalklausulens *aktieägare*. Nerep och Jan Andersson påpekar dock att en liknande situation där en sådan distinktion är relevant är i praktiken svår att hitta, och saknar därför relevans.⁷² Pehrson anför i sin framställning att likhetsprincipen och generalklausulen kan ses som två cirklar som endast delvis överlappar varandra. Generalklausulen är således mer tillämpbar inom ett visst område, och det samma gäller för likhetsprincipen.⁷³

4.2.3 Generalklausulens tillämpning vid riktade emissioner

Johansson anser att minoriteten har störst möjlighet att angripa ett riktat emissionsbeslut beslut med hjälp av generalklausulen.⁷⁴ Likhetsprincipen begränsas i att den kan avvikas ifrån genom beslut av lagen föreskriven särskilda majoritetsbestämmelser, vilket i sammanhanget ABL tillåter, 13 kap. 2 § ABL. Samtidigt begränsas likhetsprincipen i sammanhanget av att den endast är tillämpbar på åtgärder inom bolaget. Vid riktade emissioner kan även en utomstående part vara delaktig, vilket gör att för att minoriteten skall erhålla ett tillräckligt skydd vid riktade emissioner måste således generalklausulen tillämpas då dens räckvidd inte begränsas till endast bolaget. Av detta utgör generalklausulen ett starkare skydd vid riktade emissioner än likhetsprincipen. Generalklausulen blir således tillämplig då lagen tillåter avsteg från

⁷¹ Nerep s 289

⁷² Nerep s 278 och Andersson och Pehrson s 124

⁷³ Pehrson s 500

⁷⁴ Johansson s 144

likhetsprincipen och otillbörlighetsrekvisitet aktualiseras då avvikelsen anses som otillbörligt stor.⁷⁵

4.2.3.1 Otillbörlighetsrekvisitet

Som ovan nämnt vinner generalklausulen tillika otillbörlighetsrekvisitet sin huvudsakliga tillämpning framför likhetsprincipen i samband med majoritetsbeslut. Generalklausulen tillämpas på sådana avtal eller rättshandlingar som formellt sett ger en likabehandling av alla aktieägare men reellt sett ger vissa aktieägare fördelar framför annan.⁷⁶

Generalklausulen fokuserar som sagt på den eventuella otillbörligheten av eller i en åtgärd. Otillbörlighetsrekvisitet används för att fastställa om effekten av innehållet av beslutet leder till att någon har tilldelats en otillbörlig fördel. Av lagen och doktrin kan det utrönas tre centrala faktorer som bör särgranskas vid riktade emissioner nämligen: 1) otillbörlig emissionskurs, 2) otillbörlig förändringen i bolagets interna styrkeförhållande, 3) otillbörliga skäl till varför emissionen riktas. Dessa tre punkter kommer att behandlas närmare i kapitlen under.

4.2.3.2 Allmänt

Jan Anderson och Lars Pehrson tar upp 4 centrala utfall där minoriteten måste påvisa en otillbörlig fördel⁷⁷

1. Fördel åt någon bolaget utomstående, till nackdel för bolaget
2. Fördel åt aktieägare, till nackdel för bolaget
3. Fördel åt en aktieägare, till nackdel för annan aktieägare

⁷⁵ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 169

⁷⁶ Nerep s 295

⁷⁷ Andersson och Pehrson s 140

4. Fördel åt bolaget utomstående, till nackdel för aktieägare

Den första kategorin torde leda till att alla aktieägare missgynnas lika mycket då en nackdel för bolaget drabbar alla aktieägare lika. Den tredje kategorin innebär att en aktieägare missgynnas och samtidigt gynnar en annan. Ett sådant beslut saknar således ekonomiska implikationer för bolaget.⁷⁸

Teoretiskt systematiskt vinner generalklausulen sin tillämpning först då någon aktieägare anses ha tillförskaffat sig en otillbörlig fördel. Vilket betyder att endast en påvisbar nackdel inte kan utgöra ett tillräckligt argument för att generalklausulen tillika otillbörlighets rekvisitet skall tillämpas.⁷⁹ Ur ett praktiskt perspektiv dock, torde en otillbörlig fördel vara lättare att påvisa om den motsvaras av en nackdel, än då ingen nackdel uppstår.⁸⁰

Den som klandrar ett beslut om otillbörlig tilldelning eller olikbehandling behöver inte påvisa att någon otillbörlig fördel har uppkommit. Utan det torde räcka med att visa att beslutet är *ägnat* att ge en otillbörlig fördel.⁸¹ Således fokuserar generalklausulen på effekterna av en viss åtgärd, och inte åtgärden som sådan.⁸² Rekvisitetet ”*ägnat att ge*” innebär att effekten av en viss åtgärd som kan klassas som otillbörlig inte behöver genomföras för att klandertalan kan väckas, dvs. att själva innehållet räcker som grund för klandertalan.⁸³

Av lydelsen *ägnat* följer också en fråga om huruvida adekvat kausalitet skall föreligga för att en åtgärd skall kunna angripas av generalklausulen. Pehrson framhåller att ett visst mått av en kausalitet skall läggas i bedömningen.⁸⁴ Hur kausaliteten skall bedömas behandlas inte av lagberedningen, vilket gör det svårt att dra någon definitiv slutsats.

En fråga som uppstår är hur otillbörlighetsbedömningen förhåller sig till om emissionen är gjord till förmån för någon befintlig aktieägare eller till någon

⁷⁸ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 149

⁷⁹ Skog mfl, En Lagkommentar s 7:93

⁸⁰ Skog mfl, En Lagkommentar s 7:93

⁸¹ Skog mfl, En Lagkommentar s 7:93

⁸² Skog mfl, En Lagkommentar s 7:93 jfr Samuelsson m.fl., Aktiebolagets grundproblem s 148

⁸³ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 148

⁸⁴ Pehrson s 499

utomstående⁸⁵. Fördelen att rikta en emission till någon utomstående ur ett likabehandlingsperspektiv, är alla aktieägare behandlas lika. Genom att en utomstående finansiär kommer in i bolaget späds de befintliga ägarnas andelar ut lika mycket. När en riktade emission genomförs till förmån för en befintlig aktieägare blir den interna olikheten mellan aktier mer påtaglig. Johansson anser att minoriteten torde med större framgång kan klandra ett beslut om en riktad emission till en befintlig ägare än då den riktas till utomstående.⁸⁶ Detta ligger även i AMN:s linje då de anser att det krävs en högre grad av återhållsamhet när en emission görs till förmån för någon befintlig ägare, än när den riktas till utomstående finansiärer.⁸⁷ Detta torde ge förutsättningen att de bakomliggande motiven bör granskas noggrannare vid en intern emission.

Rolf Skog mfl, anser att generalklausulens otillbörlighetsrekvisit bör tillämpas restriktivt. Vilket stöds av uppfattningen att beslut som fattas med en viss pluralitet får medföra en viss olägenhet för övriga aktieägare av en minoritet, om en större minoritet anser att beslutet är i bolagets intresse.⁸⁸ Detta även trots att beslutet de facto innebär en olikbehandling av aktieägare.⁸⁹ I första hand skall rekvisitet tillämpas vid beslut som torde ingripa majoritetsmissbruk.⁹⁰

Praxis som behandlar otillbörlighetsbedömningen är sparsam, men i NJA 2000 s. 404, togs frågan om otillbörlighet upp i HD. I målet hade Styrelsen i SWAB beslutat att överföra all verksamhet i SWAB till en majoritetens helägda dotterbolag ScanAB, efter vilket verksamheten i SWAB skulle läggas ner. Överlåtelsen gjordes till ett klart underpris. HD ansåg att SWAB förlorade möjligheten att fortsätta sin verksamhet som bestod i att bedriva bruksflygning, vilket stred mot bolagets syfte och verksamhetsföremål. HD ansåg att överlåtelsen

⁸⁵ Till utomstående torde även aktieägare med relativt liten andel tillräknas. jfr Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 243

⁸⁶ Johansson s 144

⁸⁷ AmN 2002:2

⁸⁸ Skog mfl, En Lagkommentar 7:92

⁸⁹ Nerep s 274

⁹⁰ SOU 1971:15 s 245

av verksamhetsföremålet till majoritetsägaren i SWAB till ScanAB ledde till att majoritetsägaren indirekt fick en fördel.⁹¹

Här torde vi se ett exempel på när generalklausulens används för att förhindra att någon vinner en reell fördel som i likhetsprincipens räckvidd anses som en formell likabehandling. Underprisöverlåtelsen innebar således en otillbörlig fördel för majoritetsägaren i Scan AB.

I relation till bolagets intresse ligger bolagets verksamhetsföremål, liksom ledningen måste bolagsstämman hålla sig inom ramen för bolagsordningen och därtill bolagets verksamhetsföremål. Dock bör nog tillämpningen av vad som går inom ramen för verksamheten vara något ”elastisk” då en åtgärd innebär ett praktiskt understöd för verksamheten, som t.ex. kapitalplacering för framtida expanderings.⁹² Johansson anser att bristen av praxis som behandlar generalklausulens otillbörlighetsrekvisit kan ses som att klausulens existens har en slags preventiv effekt mot majoritetens eller styrelsens missbruk.⁹³

Bedömningen är objektiv, det finns en rad aspekter att väga in i otillbörlighetsbedömningen som majoritetsmissbruk över minoriteten och företagsekonomiska skäl, och objektiva skäl i övrigt. Balansgången är svår. ABL måste skydda de befintliga ägarna och att kapitalinsats inte sjunker än annat när bolaget går dåligt. Men samtidigt inte bli alltför extensivt på ett sätt att det hämmar bolagets möjligheter att anpassa sig till marknadsförändringar.

⁹¹ NJA 2000 s 404

⁹² Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 155

⁹³ Johansson, Nials svensk Associationsrätt- i Huvuddrag s 160

4.2.3.3 Otillbörlighet i samband med emissionskursen

13 kap. 4 § ABL föreskriver att grunderna för emissionskursen skall vara med i emissionsförslaget.⁹⁴ Vid en emission med företrädesrätt med en fungerad marknad för handel med teckningsrätter, är prissättningen av emissionskursen mindre relevant.

Vid riktade emissioner är problematiken desto större. Vilket kommer av att en riktad emission till låg teckningskurs oundvikligen förändrar det ekonomiska värdet till nackdel för de som ej är delaktiga i emissionen. Detta är även kallat den ekonomiska utspädningseffekten.⁹⁵ Den ekonomiska utspädningen ges av uttrycket; ”*förhållandet mellan värdet på de emitterande aktierna och den kurs till vilka de emitteras, samt emissionens storlek*”.⁹⁶ Emissionen medför alltså en förlust då teckningskursen understiger aktiernas värde.⁹⁷

För att belysa problematiken avseende värderingen av emissionskursen används ett exempel från *Rhodes aktiebolagsrätt*;

“Antag att vi har ett bolag med ett aktiekapital om 100 tkr, fördelat på 1000 aktier och sålunda med kvotvärdet 100 kr. Bolagets behållna förmögenhet är 200 tkr och värdet av varje aktie är 200 kr. Majoriteten äger 850 aktier, värda tillsammans 170 tkr, medan minoriteten äger 150 aktier, värda 30 tkr. Antag nu, att majoriteten beslutar om en riktad kontantemission om 100 tkr, med kursen 100 kr, med rätt för någon med majoriteten lierad person att teckna alla de nya aktierna. Resultatet blir då följande. Bolagets behållning är 300 tkr. antalet aktier är 2000, var och en med ett värde av 150 tkr. Majoriteten äger 1850 aktier, värda tillsammans 277,5 tkr. Minoriteten äger alltså 150 aktier, nu värda endast 22,5 tkr. Minoriteten har alltså förlorat 7,5 tkr. Den har dessutom gått ned från 15

⁹⁴ Prop 1975:103 s 333

⁹⁵ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 239

⁹⁶ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 22

⁹⁷ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 22

*procent av aktierna till 7,5 procent och alltså förlorat ett stort antal minoritetsrättigheter”.*⁹⁸

Inledningsvis kan det sägas att det finns en yttre gräns för emissionskursens prissättning. Emissionskursen får inte sättas så lågt att väsentliga värden flyttas från en ägaregrupp till viss eller vissa aktieägare eller utomstående på ett sätt att den liknar en ”partiell fondemission”.⁹⁹ Dessutom får inte kursen sättas lägre än kvotvärdet för de tidigare aktierna.¹⁰⁰

Ur ett kapitalanskaffningsperspektiv bör dock inte det ovan sagda förhindra att emissionskursen ”sockras” dvs. en erforderlig emissionsrabatt. En emissionsrabatt kan vara en viktig förutsättning till att emissionen i huvudtaget kan genomföras.¹⁰¹ Balansgången här är svår, dels skall kursen sättas så att den är tillräckligt intressant för att locka till sig investerare, och dels bevara aktieägarnas ekonomiska andel i bolaget intakt och undvika att emissionen görs till underkurs som kan anses vara otillbörlig.

AMN anser att det finns ett större utrymme för en kurssättning under börskursen vid riktade emissioner som skall lösa en finansiell kris, än en emission under normala förhållanden. Prissättningen bör då i samband med riktade emissioner som sätts under börsvärdet, bortsett ifrån marknadsmässig emissionsrabatt, endast göras då synnerligen starka och speciella skäl föreligger.¹⁰²

I fallet *Birger L m.fl. v Allmänna Ingenjörbyrå (AIB)*,¹⁰³ hade bolagsstämman i AIB fattat ett beslut att rikta en emission av konvertibla skulderbrev till bolagets anställda i syfte att knyta de anställda närmare bolaget. Detta beslut klandrades, och ansågs ha gjorts i underkurs och därför stred mot generalklausulen. TR:n ansåg att generalklausulen skall tillämpas med försiktighet, och ansåg det tveksamt om otillbörlighetsrekvisitet var uppfyllt. Kärande drog detta vidare till HovR:n, som ansåg att AIB ej hade påvisat sådana objektiva godtagbara skäl för

⁹⁸ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 58 jfr med Prop. 1973:93 s 70

⁹⁹ Prop 1975:103 s 331

¹⁰⁰ Prop. 2004/05:85 s 679

¹⁰¹ Johansson, Nials svensk Associationsrät- i Huvuddrag s 98 jfr Johansson s 128

¹⁰² Uttalande 2002:2 och 2004:15 och 2009:29

¹⁰³ Mål Nr T 374/84, Solna tingsrätt, och Ö 1845/84, Svea hovrätt

att emissionen skulle få göras i underkurs, på ett sätt som skulle göra att generalklausulen ej skulle bli tillämplig. Parterna ansökte om prövningstillstånd i HD. Men återkallade begäran efter parterna ingått i förlikning, där beslutet upphävdes av en extra bolagsstämma.¹⁰⁴

Då detta endast är behandlat av underrätter gör det svårt att dra några generella slutsatser. Dock kan det sägas att domstolarna torde utgått ifrån två olika utgångspunkter, tingsrätten torde ha utgått ifrån att generalklausulen skall tillämpas med återhållsamhet i förmån till majoritetsprincipen. Medans hovrätten fokuserade på de bakomliggande förhållanden och huruvida de ansågs som godtagbara. Som nämnt ovan i introduceringen av otillbörlighetsrekvisitet, bör riktade emissioner till befintliga ägare göras med större återhållsamhet, och då även emissionsrabatten.

Rolf Skog delar AMN:s linje, och anser att någon generell gräns vid vad som är erforderlig marknadsrabatt är svår att dra. Bedömningen bör ligga i omständigheterna för respektive bolag. Emissionsrabatten torde kunna ges mer generös då förutsättningarna tillåter t.ex. då bolaget befinner sig i en finansiell kris.¹⁰⁵

Lagstiftaren lämnade gränsdragningen till vad som är emissionsrabatt till tecknaren och vad som är ”partiell fondemission” till rättspraxis.¹⁰⁶ Värt att notera är att detta dock i sammanhanget inte har varit föremål för någon prejudicerande instans, och är därför fortfarande oprövat.

I en undersökning som gjordes på riktade emissioner och dess rabatt under 2000-2001, visade att av 60 riktade emissioner gjordes; ¼ utan rabatt, ¼ gjordes med 1-5 procents rabatt, och ¼ gjordes med 5-10 procents rabatt.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Johansson s 146

¹⁰⁵ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 25

¹⁰⁶ Prop 1975:103 s. 331 jfr SOU 1971:15 s 175

¹⁰⁷ Skog, Kontantemissioner av aktier i svenska aktiemarknadsbolag s 26

4.2.3.4 Otillbörlig maktförskjutning

Av vad som framgick av Rhodes exempel kan effekten av en riktad emission leda till en betydande andelsutspädning. Problematikens remedium kommer uttryckt av företrädesrätten i 13 kap. 2 § ABL. Företrädesrätten som huvudregel torde vara i ett led i att säkerställa aktieägarnas inbördes ställning.¹⁰⁸

En väsentlig andelsutspädning kan bidra till att en ägarminoritet med ett inflytande över 10 procent av bolaget, dvs. tillräckligt för att påkalla vissa minoritetsrättighetsregler, kan trängas under denna gräns och förlora sitt inflytande över bolaget genom en riktad emission. AMN har tidigare haft riktlinjen att en utspädningseffekt som är större än 5 procent vid en riktad emission ej är tillämplig med god sed på aktiemarknaden.¹⁰⁹

I fallet *Esselte AB v AB Carl Lamm*,¹¹⁰ ägde Esselte över 10 procent i Carl Lamm AB. På bolagsstämman beslöts det att en riktad emission skulle göras, vilken skulle leda till att Esseltes aktiepost skulle sjunka under 10 procent och därmed förlora ett väsentligt inflytande. Beslutet klandrades med krav på inhibition, vilket bifölls av TR:n. Carl Lamm besvärade sig och HovR:n fann att enbart en minskning av Esseltes AB innehav kan ej utgöra grund för att otillbörlighetsrekvisitet skall aktualiseras. Fallet avskrevs efter förlikning¹¹¹

Domstolarna har här antytt att en riktad emission som är till klar nackdel för minoriteten andelsmässigt, kan vara godtagbar och ej ungöra som grund för otillbörlighet. Detta ligger i linje med generalklausulens tillämpningsområde då endast en nackdel inte utgör grund för otillbörlighet. Dock torde otillbörlighetsbedömningen underlättas om den understöds av en påvisbar nackdel. Frågan som uppstår är då om de bakomliggande motiven är att undanröja minoritetens inflytande dvs. illojala, på vilket grunden för emission görs. Detta torde kunna bevisas med understöd av de bakomliggande förhållandena och

¹⁰⁸ Prop 2004/05:85 s 675

¹⁰⁹ AMN 1990:1

¹¹⁰ Mål nr T 6-236-88, Stockholms tingsrätt, och Ö 1849/88, Svea hovrätt

¹¹¹ Johansson s 146

bedömas med bakgrund av minoritetens relativa förlust av inflytande. I fallet ovan måste således HovR:n funnit att emissionen var motiverad av lojala motiv. Svante Johansson framför dock att minoritetens bevisvärighet i att visa de reella skälen bakom en riktad emission är så pass svåra att majoriteten i praktiken skulle kunna undanröja minoritetens inflytande utan större svårigheter.¹¹² Johansson anser vidare att då föredragande statsråden uttalat sig att generalklausulens tillämpningsområde inte får bli för snävt, och då borde i uppenbara fall även ett minskat minoritetsinflytande i sig utgöra grund för att upphäva beslutet.¹¹³

AMN bedömde att ett en riktad emission av konvertibla skuldebrev som gjordes av bolaget Biophausia, som ett led i att föra bolaget ur en kris, var förenlig med god sed på aktiemarknaden. Varav effekten av emission skulle ge en beräknad utspädningseffekt om 11,2 -14 procent.¹¹⁴ Nämnden bedömde att de positiva effekterna av att leda bolaget ur en djup kris vägde större, än de negativa effekterna som utspädningen skulle ge. Samt att denna åtgärd skulle med erforderlig grad av säkerhet leda bolaget ur krisen.

Det torde vara lämpligt för styrelsen och/ eller bolagsstämman att i sitt betänkande ta med den betydelse som en riktad emission ger till det interna maktförhållandet, samt den friktion som kan uppstå mellan ägare som kan påverka bolagets effektivitet att driva igenom beslut.

4.2.3.5 Otillbörlighet i samband med de bakomliggande förhållandena

I utredningen till 1975 års aktiebolagslag lades det fram att en avvikelse från företrädesrätten är tillåten om det motiveras av objektiva godtagbara skäl. Dock torde en avvikelse från företrädesrätten hamna i konflikt med generalklausulen.¹¹⁵

¹¹² Johansson s 148

¹¹³ Johansson s 148

¹¹⁴ AMN 2003:20

¹¹⁵ Samuelsson mfl, Aktiebolagets grundproblem s 238 och Prop. 1973:93 137 och SOU 1971:15 s 175

I propositionen från 1973 framställs att då stöd saknas i lag eller bolagsordning behöver inte ett beslut som avviker från företrädesrätten vara otillbörligt då den motiveras med objektiva godtagbara skäl.¹¹⁶ Den initiala frågan som uppkommer är då med vilka skäl en riktad emission är försvarbar. Samt vilka faktorer som räknas in i bedömningen.

Majoritetens eller ledningens reella skäl till att avvika från företrädesrätten kan grunda sig olika. Skälen kan vara ”lojala” till bolaget och minoritetens fördel, som t.ex. att leda bolaget ur en kris eller en nödvändig marknadsanpassning. Men på motsvarande sätt kan ledningen eller majoritetens motiv vara ”illojala”, och använder den riktade emissionen som ett verktyg att trycka undan minoritetens inflytande.

I det tyska rättsfallet AG 1989 s 218,¹¹⁷ hade bolagsstämman i Mauser Waldeck AG beslutat om en att en nyemission skulle riktas till Hannover Finanz GmbH som var ett bolag inom samma koncern. Beslutet klandrades och domstolen ansåg att emissionen skulle medföra otillbörliga ekonomiska fördelar för Hannover Finanz.¹¹⁸ Motiveringen till domslutet låg i de bakomliggande förhållandena. Domstolen fann att de reella skälen var att minska en viss aktieägargrups inflytande.¹¹⁹

Två faktorer som torde vara speciellt viktiga att granska i samband med de bakomliggande förhållandena är tid och relativa ekonomiska fördelarna kontra minoritetens ekonomiska förlust och förlust i inflytande. En emission kan göras med syftet att tillföra bolaget nytt kapital för att fullgöra en expansion. Men valet av tidpunkt kan ses som en avgörande faktor av motiveringen. Detta bör särskilt granskas av den anledningen att majoritetens syfte med tidpunkten då den kan vara avgörande för om en minoritet kan delta i en emission eller inte. Emissionens reella syfte kan vara att förskjuta makten inom bolaget. Om en majoritet skulle

¹¹⁶ Prop. 1973:93 137

¹¹⁷ Johansson s 146, mål T 6-236-88 Stockholms tingsrätt och Ö 1849/88 Svea hovrätt

¹¹⁸ Johansson s 129

¹¹⁹ Johansson s 147

resonera på sådant sätt torde de bakomliggande förhållandena bedömas som illojalt och otillbörligt.¹²⁰

De ekonomiska fördelarna torde bedömas i hur de står i relation till den nackdel minoriteten upplever att avvikelser från företrädesrätten. Detta kan också uttryckas som relationen mellan andelsutspädningen och ekonomiska fördelar. Här kommer även tidsaspekten in som en kompletterande faktor. Om ett bolag står utan väsentliga skulder eller i övrigt inte kan motivera ett speciellt externt kapitalbehov vid tidpunkten för beslutet, torde de ekonomiska fördelarna inte väga tyngre än den nackdel som minoriteten upplever.

AMN anser att ett exempel på ett godtagbart objektiva skäl är då bolag befinner sig i en finansiell kris, och att emissionen med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur krisen och en riktad emission anses som det enda alternativet. Nämnden förutsätter dock att det ej får finnas något i åtgärden något som skulle ligga i riskzonen att bortse från likhetsprincipen och generalklausulen.¹²¹

Svensk praxis med hänvisningar till riktade emissioner är näst intill obefintliga. Detta gör det svårt att dra några generella slutsatser om vad som är godtagbara sakliga skäl.

Av förarbetarna kan det utläsas att en åtgärd som är i bolagets intresse och är företagsekonomiskt försvarbar inte kan betecknas som otillbörlig, även om den avviker från likhetsprinciperna.¹²² Detta är en viktig förutsättning som minoritetsskyddet vid riktade emissioner har att vila på, eftersom detta skapar en yttersta gräns inom vilket grundprincipen för avvikande från likhetsprincipen ”sakliga skäl” kompletteras. Ordalydelsen ”i bolagets intresse” som norm och som en komplettering av sakligt skäl har dock blivit kritiserat av i doktrin, bl.a. av Rhode och Nial. De menar att företagsekonomi inte tillhandahåller några normer för vad som är företagsekonomiskt försvarligt med tillämpning till detta rättsområde.¹²³ Och vidare att en konfliktlösning aktieägare emellan med

¹²⁰ Nerep m.fl. Lagkommentar s 493

¹²¹ AMN 2002:2

¹²² Prop. 1973:93 s 137

¹²³ Andersson och Pehrson s 135

hänvisning till företagsekonomiska normer ej är tillämpbar då aktieägarnas gemensamma intresse är sammanställda med bolagets intresse. Rhode fortsätter med att de som antar normerna ”bolagets intresse” och ”företagsekonomiskt försvarbart” har i själva verket bortsett från likhetsprincipernas innebörd.¹²⁴ Rekvisitet ”i bolagets intresse”, ligger nära ”i aktieägarnas intresse”. Nerep anser att det finns en distinktion mellan vad som är bolagsintresset och aktieägarnas egenintresse.¹²⁵ Som statuerat ovan är huvudregeln är att varje aktieägare har rätt att se till sina egna egenintressen i bolaget.¹²⁶ För att få en fungerande samverkan i ett aktiebolag krävs således att varje aktieägare kompromissar med sina egenintressen, vilket betyder att bolagsintresset utgörs av endast en del av varje aktieägars egenintresse.¹²⁷

Aktiebolagskommittén uttalade sig i betänkandet i SOU 1995:44 om huruvida oklarheten kring företagsekonomiska normer är tillämpbara eller inte:

”En omdiskuterad fråga i sammanhanget är vad som skall läggas i ordet ”otillbörlig”. I förarbetena till 1975 års ABL uttalas att en åtgärd som är i bolagets intresse och som framgår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig inte kan betecknas som otillbörlig, även om åtgärden innebär en avvikelse från likställighetsprincipen”

”det har bl.a. anförts att företagsekonomi inte tillhandahåller några normer för vad som är riktigt eller försvarligt. Vidare är bolagets intresse detsamma som aktieägarnas gemensamma intresse. Att lösa en konflikt aktieägarna emellan med hänvisning till bolagets intresse går därför inte. Kommittén vill ge kritikerna rätt på denna punkt”.¹²⁸

Av kommitténs uttalande kan vi se stöd i att bolaget och dess aktieägare är korrelerade, på det sättet som beskrivet ovan att positiva bolagsbeslut påverkar aktieägarna positivt. Huruvida konfliktlösningen kan ske med hänvisning till bolagsintresset bör dock även kunna göras i praktiken eftersom en påvisbar positiv effekt som ägarkollektivet upplever bör också ses som ett godtagbart skäl. Kommittén påpekar liksom förarbetena dock att sådana åtgärder som bedöms som

¹²⁴ Skog, Rhodes aktiebolagsrätt s 250

¹²⁵ Nerep s 298

¹²⁶ Johansson s 126

¹²⁷ Nerep m.fl. Lagkommentar s 496

¹²⁸ SOU 1995:44 s 183

företagsekonomiskt riktiga, inte kan betecknas som otillbörlig. Nerep tolkar kommitténs uttalande till att om kritiken endast avser tolknigen av likhetsprincipen i dess snäva mening, skall kommitténs uttalande om tolknigen av otillbörlighetsrekvisitet anses som grundlöst.¹²⁹

Jan Andersson och Lars Pehrson menar att Nial och Rhodes kritik är missriktad och något fyrkantig. De anför att Rhodes och Nials framställning är ett mer strikt synsätt av ordalydelsen, och menar vidare att *företagsekonomiska skäl*, inte avser normer hämtade ur företagsekonomi, utan skall användas i egenskap av bedömningsunderlag där affärsmässiga skäl skall vägas in i otillbörlighetsbedömningen.¹³⁰ Nerep lyfter fram att företagsekonomiska normer används i andra rättsområden som t ex i skatterätt. I skatterätt används begrepp som ”affärsmässigt betingat” ”marknadsmässigt” och ”armlängds avstånd”, vilket torde ge att begrepp som ”företagsekonomiskt riktigt” inte kan vara helt oväsentligt.¹³¹ Oavsett hur förhållandet om hur objektiva skäl skall tolkas, torde det vedertagna skälet att leda bolaget ur en kris, också kunna tolkas till att en nödvändig marknadsanpassning också bör anses som ett godtagbart skäl, Vilket även ligger i linje med kommitténs uttalande.

Jan Andersson och Pehrson framhåller att beslut som avviker från generalklausulen, kan motiveras med ett långsiktigt ändamål som med tungt vägande affärsmässiga skäl som ligger i bolagets intresse även om en viss grupp av aktieägarna missgynnas på kort sikt. Avvägningen av otillbörligheten måste således ligga på den relativa tyngd de affärsmässiga skälen har, sett över en längre tidshorisont, där fördelar/nackdelar för respektive parter vägs in.¹³²

Problematiken är fokuserad till oklarheten av vad som skall tillräknas som godtagbara skäl. Men i den frågeställningen mister man frågan om hur långt de ekonomiska skälen kan dras, trots att minoriteten minoritetsskydd blir förbisett.

¹²⁹ Nerep s 297

¹³⁰ Andersson och Pehrson s.136 jfr Pehrson s 491

¹³¹ Nerep s 296

¹³² Andersson och Pehrson s 136

AMN har klargjort att ett bolag som avviker från företrädesrätten som ett led i att komma ur en kris är ett godtagbart skäl. Detta torde stödja att sakliga skäl kan styrkas av företagsekonomiska skäl, då ett beslut som leder bolaget ur en kris får ekonomiskt positiva effekter. Nerep och Samuelsson anser att detta kan tolkas som att *”en åtgärd som kan motiveras genom att den är till fördel för bolaget ur ekonomisk synvinkel kan inte anses strida mot otillbörlighetsrekvisitet”*.¹³³ Parterna bör lägga särskild vikt vid att presentera de bakomliggande skälen, för att trygga att en kanske nödvändig nyemission skall vara genomförbar och utan motstånd.

En trygg kapitalförsörjning till bolagen är en förutsättning för ett fungerande näringsliv. Förutsättningen för att kapitalförsörjningen skall vara tryggad, torde uppnås genom att ett väl fungerande samspel mellan majoriteten och minoriteten.¹³⁴

¹³³ Nerep m.fl. Lagkommentar s 498

¹³⁴ Johansson s 147

5. Sammanfattning och avslutande anmärkningar

Minoritetsskyddet vid riktade emissioner återfinns främst av likhetsprincipen och generalklausulen. Dessa minoritetsskyddsregler är dock begränsade. Men begränsningarna ligger nog inte i dess potentiella skydd mot en övergripande majoritet, utan i den praxis som skapats. Likaså är lagberedningens uttalande begränsade i huruvida företrädesrätten får avvika ifrån. Trots begränsningarna i de båda minoritetsskyddsreglerna är det ändå vad minoriteten har som verktyg mot majoritetens agerande. Att generalklausulen är den med mest slagkraft i sammanhanget kommer genom att generalklausulens tillämpningsområde även sträcker sig utanför bolaget.

Av diskussionen kring Svante Johanssons tre huvudpunkter som den centrala otillbörlighetsbedömningen utgår ifrån, dvs. 1) teckningskursen, 2) maktförskjutningen, 3) de bakomliggande förhållandena, kan det sägas att punkt tre är den vidaste av dem. De bakomliggande förhållandena torde användas för att motivera och understöda de andra punkterna, men i minoritetens avseende begränsas till bevisningen, i synnerhet till den eventuella ”lojaliteten” i beslutet. Till vem emissionen riktas torde även påverka bedömningen. Då en emission görs till förmån för någon befintlig aktieägare bör generalklausulen tillämpas hårdare med hänvisning till likhetsprincipen i vid mening.

Vid prissättningen av emissionskursen kan det sägas att det finns ett yttre gräns, vilket utgörs av att kursen inte får sättas lägre än kvotvärdet. Spannet mellan den aktuella börskursen och kvotvärdet är öppet för vad som är en erforderlig marknadsrabatt. Huruvida kursen är otillbörlig eller ej torde bedömas efter de bakomliggande förhållandenas relativa tyngd i relation med aktieägarnas kapitalförlust.

Vad som är otillbörlighet vid en maktförskjutning är svår att precisera. Vad som kan sägas är att en maktförskjutning vid en riktad emission är oundviklig. Generalklausulen tillika otillbörlighetsrekvisitet fokuserar på den eventuella fördelen av en åtgärd, och att endast en påvisbar nackdel inte därför ska utgöra grund för generalklausulen. Detta gör att en maktförskjutning som är till nackdel för minoriteten inte ensamt kan utgöra grund för klandertalan. I stället får vi se till de bakomliggande förhållanden och beslutets reella syfte, och en avvägning mellan de relativa ekonomiska fördelarna kontra den förlust av inflytande som minoriteten upplever.

En genomgående enighet bland doktrinen om vad som kan tillräknas som objektiva godtagbara skäl, vilket ger förutsättningen att generalklausulen inte blir tillämpbar, är svår att hitta. Men ett skäl tycks vara vedertaget, vilket är att en avvikelse från företrädesrätten kan göras då det motiveras med att leda bolaget ur en finansiell kris.

Denna framställning bör läsas med förutsättningen att ABL skall hitta en balans mellan ett tillfredställande skydd för minoriteten, och samtidigt ge förutsättningar för bolag att anpassa sig till marknaden. I sammanhanget torde detta komma uttryckt genom att en avvikelse från företrädesrätten kan göras då det motiveras med företagsekonomiska skäl eller i bolagets intresse, och inte anses som ett speciellt okonventionellt påstående. Då det saknas uttrycklig hänvisning till vad som skall tillräknas som godtagbara skäl, torde detta ändå öppna upp för bolagens möjlighet att anpassa sig utan att det hämmar handlingskraften i en väsentlig utsträckning.

Källförteckning

Offentligt tryck

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

SOU 1971:15 Förslag till aktieföretagslag m.m., betänkande avgivet av Aktieföretagsutredningen.

SOU 1995:44 Aktieföretagets organisation, delbetänkande av Aktieföretagskommittén

Prop. 1973:93 Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.; given Stockholm slott den 16 mars 1973.

Prop. 1975:103 Om förslag till ny aktieföretagslag m.m.

Prop. 2004/05:85 Ny aktieföretagslag

Offentligt tryck från EU

Rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976

Litteratur

Andersson, Jan, Pehrson, Lars, Likhetsprincipen och generalklausulen, ingår i antologin *Aktieföretagslagens minoritetsskydd* (red) Svernlöv, Carl, Stockholm Center for Commercial Law, Västerås 2008 (Cit: Andersson och Pehrson)

Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktieföretagets grundproblem*, Norstedts Juridik AB, Vällingby 2009, (Cit: Samuelsson mfl, Aktieföretagets grundproblem)

Beyer, Claes, Båvenstam, Urban, Är minoritetsskyddet befogat – finns det risk för minoritetsmissbruk? ingår i antologin *Aktieföretagets minoritetsskydd* (red) Svernlöv, Carl, Stockholm Center for Commercial Law, Västerås 2008 (Cit: Beyer och Båvenstam)

Johansson, Svante, *Bolagsstämman*, Juristförlaget, Stockholm 1999 (Cit: Johansson)

Johansson, Svante, *NIALS SVENSK ASSOCIATIONSRÄTT- I HUVUDDRAG*, Norstedts Juridik AB, Vällingby 2010 (Cit: Johansson, Nials Svensk Associationsrätt- i Huvuddrag)

Nerep, Erik, *Aktieföretagsrättslig analys - Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Stiftelsen MercurIUS, Stockholm 2003 (Cit: Nerep)

Nerep, Erik, Samuelsson, Per., Aktieföretagslagen. En kommentar. Kapitel 1-10 kap. Thomson Fakta AB, Stockholm 2007. (Cit: Nerep m.fl. Lagkommentar)

Pehrson, Lars, Generalklausuler i aktieföretagslagen, i Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987, Rättsvetenskapliga studier, s 483 ff., Norstedts Förlag, Falköping, 1987. (cit: Pehrsson)

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare – Ämne, material, metod och argumentation*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2006 (Cit: Sandgren)

Sjöman, Erik, Bolagsordningen, aktieägaravtalet och minoriteten, ingår i antologin *Aktiebolagslagens minoritetsskydd* (red) Svernlöv, Carl, Stockholm Center for Commercial Law, Västerås 2008 (Cit: Sjöman)

Skog, Rolf, *Rhodes Aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, Mölnlycke 2009 (Cit: Skog, Rhodes aktiebolagsrätt)

Skog, Rolf mfl, Aktiebolagslagen, En kommentar Del 1-111, Norstedts Juridik, Vällingby 2010 (Cit Skog mfl, En Lagkommentar)

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

Internet

http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/50_Statistik/10_Kapitalbarometern/2010/kapbar_0210.pdf Hämtad 2011-04-15

Rättsfallsregister

Svensk rätt

Rättsfall från Högsta domstolen

NJA 2000 s.404

NJA 1977 s.393

Rättsfall från Hovrätten

Ö 1849/88

Ö 1845/84

Rättsfall från tingsrätten

T 374/84 Solna tingsrätt

T 6-326-88 Stockholms tingsrätt

Uttalanden från AMN

2009:29

2004:15

2002:02

2003:20

1990:1