



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Carl-Johan Krusell

# Emissionsförfaranden ur ett likabehandlingsperspektiv

Examensarbete  
20 poäng

Handledare:  
Torsten Sandström

Associationsrätt

VT 2005

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>2</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>3</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>4</b>
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemformulering och syfte	5
1.3 Avgränsningar	5
1.4 Metod och material	6
1.5 Disposition	6
<b>2 LIKHETSPRINCIPERNA</b>	<b>7</b>
2.1 Likhetsprincipen som allmän princip	8
2.1.1 Undantag	10
2.2 Generalklausulerna och otillbörlighetsrekvisitet	13
2.2.1 Otillbörlighet	15
2.2.1.1 Företagsekonomiskt försvarligt	16
2.3 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna	18
2.4 Delanalys	20
<b>3 AKTIEBOLAGETS ÖKNING AV AKTIEKAPITALET</b>	<b>23</b>
3.1 Emissioner	24
3.2 Företrädesrätten	26
3.3 Utspädningseffekten	28
3.3.1 Värdeminskning på befintligt innehav	28
3.3.2 Minskad ägar-/röstvärdesandel	30
3.4 Riktade emissioner	31
3.4.1 Emissioner som riktas till endast vissa aktieägare	33
3.5 Apportemissioner	37
3.6 Kvittningsemissioner	40

3.7	Riktade emissioner till anställda och företagsledare	41
<b>4</b>	<b>ANALYS</b>	<b>43</b>
4.1	Likhetsprincipens tillämplighet vid emissioner	43
4.2	Generalklausulernas tillämplighet vid emissioner	45
4.2.1	Formell likabehandling, reell olikbehandling	49
4.3	Några övriga aspekter	50
<b>5</b>	<b>SLUTSATSER</b>	<b>54</b>
<b>6</b>	<b>AVSLUTANDE KOMMENTARER</b>	<b>55</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>56</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>60</b>

# Sammanfattning

Uppsatsen behandlar olika emissionsförfaranden och vilken inverkan den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen har på dessa. Likhetsprincipen kan delas upp i likhetsprincipen såsom allmän rättsgrundsats samt generalklausulerna. Likhetsprincipen är tillämplig på förhållanden mellan aktier i samma bolag medan generalklausulerna får sin främsta betydelse när likhetsprincipen inte är tillämplig, till exempel om en otillbörlig fördel getts en utomstående eller undantag gjorts från likhetsprincipen i ABL eller bolagsordningen.

Vad som skall anses vara en otillbörlig fördel i generalklausulernas mening har varit föremål för mycket diskussion. Vissa författare menar att en åtgärd som är företagsekonomiskt försvarlig inte kan klassificeras som otillbörlig. I uppsatsen intas istället ställningen att en avvägning som inkluderar även andra faktorer såsom minoritetsskydd, makt- och majoritetsmissbruk och andra relevanta faktorer, får göras. I denna avvägning får även företagsekonomiska skäl betydelse men är inte ensamt avgörande.

Emissioner kan vidtas antingen med företrädesrätt för de befintliga aktieägarna eller göras riktade. Huvudregeln i ABL är att kontantemissioner skall genomföras med företrädesrätt. De aktieägare som inte vill eller inte bereds möjlighet att delta drabbas av utspädningseffekter, såväl ekonomiska som inflytandemässiga, beroende på vilken emissionskurs som används samt storleken på emissionen. Vid en företrädesemission kan dock de aktieägare som väljer att inte delta till viss del skydda sig mot ekonomisk utspädning genom möjligheten att avyttra sina teckningsrätter. Vid apportegendom har aktieägarna ingen företrädesrätt och ett sådant beslut fattas med enkel majoritet till skillnad från den två tredjedels majoritet som krävs för att rikta emissioner i övriga fall. Vid en apportemission påverkas den ekonomiska utspädningseffekten inte bara av emissionskursen utan även av värderingen av den tillskjutna egendomen. Uppsatsen innehåller *de lege ferenda* ett förslag att det skall krävas två tredjedelars majoritet för avvikelser från företrädesrätten även vid apportemissioner.

Likhetsprincipens främsta betydelse vid emissioner ligger i de krav på kvalificerad majoritet som uppställs vid avvikelser från företrädesrätten. Ett beslut om riktad emission kan inte som sådant angripas med hjälp av likhetsprincipen. Principen kan dock tillämpas på genomförandet av beslutet och de åtgärder som vidtas inom ramarna för detta. Detsamma gäller för företrädesemissioner.

Det främsta skyddet för en minoritet vid emissioner finns istället i generalklausulerna och otillbörlighetsrekvisitet. Vid en bedömning av en riktad emission är särskilt faktorer såsom skälen för riktningen, emissionskursen och den inflytandemässiga utspädningen viktiga.

# Förord

Så har tiden kommit då det skall sättas punkt för drygt fyra års studier på Juridicum i Lund och gå vidare mot nya erfarenheter och utmaningar. Jag skulle först vilja ta tillfället i akt att rikta ett stort tack till vänner, flickvän och familj som har gjort min studietid i Lund till en oförglömlig upplevelse.

Jag vill även rikta ett stort tack till min handledare, universitetslektor Torsten Sandström, som ställt både sin tid och kunskap till förfogande och hjälpt mig i mitt arbete med uppsatsen. Ett varmt tack även till jur.kand., civ.ek. Daniel Eek på Setterwalls Advokatbyrå som tog sig tid att dela med sig av sina kunskaper och erfarenheter i ämnet.

Lund, maj 2005

*Carl-Johan Krusell*

# Förkortningar

AB	Aktiebolag
ABL	Aktiebolagslag (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
art	artikel
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
DI	Dagens Industri
Ds Fi	Departementsserien Finansdepartementet
FL	Lag (1987:667) om ekonomiska föreningar
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätt
JT	Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet
LEO-lagen	Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, mm.
LU	Lagutskottet
mkr	miljoner kronor
NBK	Näringslivets Börskommitté
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv (Avd I)
Prop.	Regeringens proposition
s	sida
SvJT	Svensk Juristtidning
TR	Tingsrätt
USD	amerikanska dollar

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Emissioner kan vidtas av olika anledningar men det är inte ovanligt att den direkta orsaken är att undvika eller lösa en finansiell kris för bolaget.<sup>1</sup> Andra orsaker kan vara att kreditgivare kräver att det skall finnas en balans mellan främmande och eget kapital i bolaget för att bevilja ytterligare lån eller att man behöver öka sitt rörelsekapital inför ett större förvärv.

Det genomförs ett stort antal emissioner i Sverige varje år. Bolagsverket som är den myndighet där emissioner skall registreras får in ca 7000 registreringsärenden årligen.<sup>2</sup> Den sammanlagda ökningen av aktiekapitalet genom nyemission uppgick år 2003 till 18 321 mkr.<sup>3</sup>

En emission kan ge upphov till olika effekter för de befintliga aktieägarna beroende på hur en sådan genomförs. Om inte alla ges möjlighet att delta i emissionen kommer dessa grupper att drabbas av en värdeminskning på sina aktier och de grupper som får teckna kommer till viss del att tillgodogöra sig en vinst på förlorarnas bekostnad. De aktieägare som inte deltar i emissionen kommer även drabbas av en inflytandemässig utspädning då deras proportionella ägarandel i bolaget minskar. Det är därför intressant att se på hur reglerna om kapitalökningar tar hänsyn till de befintliga aktieägarnas intressen och hur dessa förhåller sig till den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen.

Som huvudregel har aktieägare enligt ABL företrädesrätt till de aktier som ges ut i samband med en nyemission vilket skapar ett visst skydd mot ogynnsamma effekter. Denna företrädesrätt var ovillkorlig fram till 1973 då möjligheten att genomföra en riktad emission infördes i ABL. Särskilt riktade emissioner riskerar att komma i konflikt med aktieägarnas intressen och kraven på likabehandling.

Aktieägarnas förhållande till bolaget är något som har debatterats flitigt på senare tid, både inom bolag och i media, efter ett antal företagsskandaler. Som ett resultat av denna corporate governance diskussion har bland annat flera av aktiemarknadens institutionella ägare antagit eller förnyat sina ägarpolicys som i många fall innehåller deras inställning till exempelvis olika emissionsförfaranden.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Se t ex emissionen i papperstillverkaren Klippan, DI 2005-05-10.

<sup>2</sup> <http://www.bolagsverket.se/foretag/ab/emissionsarenden/index.html> (2005-05-10).

<sup>3</sup> Statistisk årsbok 2003 s 460 (Finansmarknad, avsnitt 492, Svenska aktieemissioner)

Summan är dock långt under toppnoteringen från år 2000 som uppgick till 164 076 mkr.

<sup>4</sup> Kristiansson s 9 ff.

## 1.2 Problemformulering och syfte

Syftet med detta examensarbete är att belysa ett antal problem och frågeställningar som kan uppkomma i samband med olika former av emissioner, ur ett minoritetsskyddsperspektiv och då framförallt inriktat på principen om likabehandling av aktieägare.

För att utreda vilken inverkan den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen har på emissioner har arbetet preciserats i följande frågeställningar:

- Vad innebär den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen?
- Vilka gränser sätts genom denna samt vilka faktorer inverkar på en emissions förenlighet med likhetsprincipen och generalklausulerna?

## 1.3 Avgränsningar

Ett antal olika formuleringar förekommer i förarbeten och doktrin för att benämna likhetsprincipen, bland annat likabehandlingsprincipen, likhetsgrundsatsen och likställighetsprincipen. I detta arbete kommer jag uteslutande att använda mig av begreppet likhetsprincipen.

Uppsatsen har skrivits huvudsakligen med nu gällande ABL som grund. Stor hänsyn har dock tagits till förslaget till ny ABL<sup>5</sup> som lagts fram under tiden för arbetet. Förslaget till ny ABL överensstämmer i flesta relevanta delar med nu gällande lagstiftning, där olikheter kan märkas kommer detta att påtalas särskilt. Samtliga lagrumshänvisningar är till ABL (1975:1385) om inte annat särskilt anges.

Avsnittet om den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen är avgränsat till främst röra frågor som är av intresse för dess tillämplighet på olika emissionsbeslut. Kapitel tre om ökning av aktiekapitalet är avgränsat till att i första hand endast behandla frågor som är relevanta ur ett likabehandlingsperspektiv. Vissa frågor tas upp vid sidan om dessa syften för att ge en möjlighet att placera de olika reglerna i sitt sammanhang. Framställningen gör inte anspråk på att vara komplett i fråga om samtliga aspekter som kan påverka ett emissionsbeslut i aktiebolag utan är huvudsakligen författad utifrån ett aktieägarperspektiv. Sanktioner vid emissioner som bryter mot likhetsprincipen kommer inte heller att behandlas, även om detta hade varit nog så intressant med alla de praktiska problem det kan innebära ges inte tid och utrymme till detta.

---

<sup>5</sup> Prop. 2004/05:85.



## 1.4 Metod och material

Jag har i mitt arbete med uppsatsen använt mig av en rättsdogmatisk metod och hämtat information från lagtext, förarbeten, praxis och ståndpunkter i doktrin. Största delen av det material som jag använt mig av har bestått av förarbeten och doktrin. Då diskussionen i doktrin emellanåt varit tvetydig angående innebörden av likhetsprincipen och ibland får anses ge uttryck för författarens subjektiva åsikt i ämnet har materialet hanterats kritiskt för att få en så objektiv bild som möjligt.

Domstolspraxisen inom de för uppsatsen relevanta områdena är mycket tunn. Jag har därför till viss del valt att använda mig av Aktiemarknadsnämndens uttalanden angående emissioner. Aktiemarknadsnämnden är ett självreglerande organ som uttalar sig om vad som utgör god sed på aktiemarknaden. I vilken mån dessa uttalanden skall ses som en rättskälla är tveksamt då nämnden inte tar direkt ställning till eller tolkar specifika lagrum. Jag har ändå valt att redogöra för vissa delar av nämndens praxis då jag anser att den är belysande för problematiken och de avvägningar som måste göras.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen är indelad i sex kapitel och inleds i kapitel två med en genomgång av likhetsprinciperna och vilka krav på likabehandling som ställs i ABL. Här kommer både den mer generella likhetsprincipen samt de så kallade generalklausulerna att behandlas och även deras förhållande till varandra. Avsnittet avslutas med en delanalys där jag presenterar mina egna åsikter och ställningstaganden. Andra delen av uppsatsen består av en redogörelse för olika emissionsförfaranden samt vilka problem och effekter dessa kan orsaka ur ett likabehandlingsperspektiv. I detta avsnitt har tonvikten lagts på olika former av riktade emissioner som är den emissionsform som är mest känslig ur likabehandlingssynpunkt.

Kapitel fyra innehåller min analys av det material som redogjorts för tidigare i uppsatsen. Avslutningsvis presenteras i kapitel fem mina slutsatser samt i kapitel sex några avslutande kommentarer.

## 2 Likhetsprinciperna

Den svenska aktiebolagsrätten bygger på majoritetsprincipen. Huvudregeln vid fattande av beslut på stämma och i styrelse är att det endast krävs mer än hälften av de avlagda rösterna. Detta innebär att det i nästan samtliga aktiebolag, med fler än en aktieägare, finns en majoritet och en minoritet. För att skydda minoriteten från maktmissbruk och för att det skall vara attraktivt att investera kapital i bolag även om man inte blir majoritetsägare har det utvecklats ett minoritetsskydd inom aktiebolagsrätten. Minoritetsskyddet måste dock vara väl avvägt för att även undvika att det uppkommer en situation av minoritetsmissbruk.

Alltför omfattande minoritetsskyddsregler kan leda till att ett företag förlorar sin handlingskraft och skulle hämma dess utveckling och förmåga att ge avkastning till aktieägarna. Det måste vara välbalanserat för att skydda minoriteten samtidigt som möjligheterna att fatta beslut inom organisationen inte får inskränkas på ett sådant sätt att oöverstigliga hinder skapas som leder till nackdel för bolagets verksamhet. Ett adekvat minoritetsskydd är dock nödvändigt för att kapitalanskaffningen skall fungera.

Minoritetsskyddet i ABL bygger till stor del på lösningar som baseras på att det krävs en viss kvalificerad majoritet för att fatta beslut som typiskt sett kan ha skadliga konsekvenser för minoriteten. En minoritet av viss storlek kan även påkalla vissa åtgärder från bolaget.<sup>6</sup> Att använda sig av kvalificerad majoritet är dock ett trubbigt skyddsinstrument och är begränsat såtillvida att det inte förhindrar maktmissbruk från en tillräckligt stor majoritet.<sup>7</sup> En av grundstenarna i minoritetsskyddet inom den svenska aktiebolagsrätten är den mer generella likhetsprincipen. Kortfattat kan dess innebörd sägas vara att alla aktier skall ha lika rätt i bolaget samt att alla aktieägare skall, under lika omständigheter, behandlas lika oavsett storleken på deras aktieinnehav.<sup>8</sup>

Likhetsprincipen har en lång tradition i svensk aktiebolagsrätt. Principen är dock inget svenskt fenomen utan återfinns i många länders lagstiftning. Inom EU finns även likhetsprincipen befast genom art 42 i EG:s andra bolagsdirektiv.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Exempel på beslut som kräver viss kvalificerad majoritet är avvikande från aktieägarnas företrädesrätt vid emissioner, ändring av bolagsordning etc. En minoritet bestående av minst tio procent kan även påkalla beslut om vinstutdelning, väcka talan mot bolaget eller dess ställföreträdare etc.

<sup>7</sup> Se t.ex. prop. 1973:93 s 83.

<sup>8</sup> Åhman s 787.

<sup>9</sup> Rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976.

Likhetsprincipens främsta uttryck i ABL finns i 3 kap 1 §<sup>10</sup> ”Alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av denna paragraf”. Likhetsprincipen är inte, som kan utläsas av stadgandet, absolut. Avvikelser kan förekomma antingen genom föreskrifter i bolagsordningen eller i ABL. Undantag kan även göras om enskilda aktieägare medger undantag från principen. En rättighet kan dock inte avtalas bort på förhand, utan detta får ske från fall till fall.<sup>11</sup>

Likhetsprincipen kommer även till uttryck i de så kallade generalklausulerna i 8 och 9 kap ABL. Viss diskrepans kan återfinnas i doktrinen angående generalklausulernas förhållande till likhetsprincipen, nämligen om dessa är det fulla uttrycket för principen eller endast ett komplement till en annars allmänt gällande rättsgrundsats inom ABL. Detta skall behandlas vidare nedan i kap 2.3.

## 2.1 Likhetsprincipen som allmän princip

Likhetsprincipens främsta uttryck i ABL anses av de flesta i doktrinen finnas i 3 kap 1 § ABL som uttrycker att ”Alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av denna paragraf”.<sup>12</sup> Principen anses dock inte vara inskränkt till just denna bestämmelse utan genomsyrar hela aktiebolagsrätten. Dess innebörd kan förenklat beskrivas som att alla aktieägare skall behandlas lika under lika omständigheter, oavsett storleken på deras aktieinnehav.

Viss kritik mot att likhetsprincipens främsta uttryck skall finnas i 3 kap 1 § ABL har förekommit i doktrinen. Bergström, Högfeldt och Samuelsson motsätter sig att detta skulle vara det främsta uttrycket för likhetsprincipen och att det inte går att uttolka en sådan princip som är gällande som en allmän rättsgrundsats inom hela aktiebolagsrätten från detta stadgande. De anser istället att principen får sitt främsta uttryck genom generalklausulerna<sup>13</sup> och deras otillbörlighetsrekvisit i ABL.<sup>14</sup>

Likhetsprincipen gäller för samtliga bolagsorgan, såväl stämman och styrelsen som bolagets olika ställföreträdare. Ett beslut eller rättshandling kan vara klanderbart eller drabbas av ogiltighet om principen inte har beaktats.<sup>15</sup>

Likhetsprincipen gäller för aktier i samma bolag och de rättigheter och skyldigheter som är knutna till dessa.<sup>16</sup> Det är således endast i sin situation som aktieägare som en innehavare av aktier kan kräva att bli likabehandlad, inte vid andra relationer med bolaget såsom köp, anställning eller liknande.

---

<sup>10</sup> 4 kap 1 § i förslaget till ny ABL.

<sup>11</sup> Nerep s 271.

<sup>12</sup> Se bl.a. Nerep, Nial, Åhman, Johansson samt prop. 2004/05:85 s 247.

<sup>13</sup> Se mer om generalklausulerna nedan, kap 2.2.

<sup>14</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 161 ff.

<sup>15</sup> Nerep s 271.

<sup>16</sup> Nerep s 290.

Undantag från likhetsprincipen kan göras i ABL eller föreskrivas i bolagsordningen. De särskilda pluralitetsreglerna i ABL för att till exempel genomföra ändringar av bolagsordningen är exempel på detta. Enligt grunderna för ABL anses dock inte någon aktieägare kunna berövas rätten att delta och rösta på bolagsstämma eller klandra ett beslut från bolagsstämman. Man kan inte heller helt frånta aktier rätt till vinstutdelning.<sup>17</sup>

Likhetsprincipen är dispositiv och således kan aktieägarna medge undantag från principen och avstå från att göra sina rättigheter gällande mot bolaget.<sup>18</sup> Principen är även möjlig att avtala bort i aktieägaravtal, ett sådant avtal är dock inte rättsligt bindande för bolaget eller bolagsorganen.<sup>19</sup>

3 kap 1 § öppnar en rad möjligheter för bolaget att permanent differentiera olika aktieslag. Det råder i stort sett avtalsfrihet på vad man kan göra.<sup>20</sup> Vanligast och mest betydelsefullt är olikheter i röstvärde och olika rätt till andel i bolagets tillgångar och vinst. Det finns en uppsjö olika lösningar på hur villkoren för sådana rättigheter kan se ut. I fråga om skillnader i röstvärde begränsas bolagen dock av att ingen aktie får ha mer än tio gånger högre röstvärde än någon annan aktie enligt ABL<sup>21</sup> och art 29 i EG: s andra bolagsdirektiv. Att notera är att en bestämmelse som reglerar företrädesrätten vid ökning av aktiekapitalet endast kan förekomma i bolagsordningen om de olika aktieslagen medför olika rätt till bolagets tillgångar eller vinst eller att aktierna skall ha olika röstvärde.<sup>22</sup>

Skillnaderna mellan aktieslagen får endast vara knutna till aktien och inte till aktieägaren. Bolagsordningen skall klart ange vilka olikheter som finns mellan de olika aktieslagen. En anledning till detta är att en potentiell aktieköpare skall kunna se vilka möjligheter samt risker till särbehandling som kan finnas i bolaget.

Ett problem vid tillämpningen av likhetsprincipen är att fastställa vilken grad av likhet som krävs i olika fall för att principen skall anses vara uppfylld.<sup>23</sup> Att en minoritet inte får ett förslag godkänt på stämman eller att ett beslut tas emot deras vilja kan inte i sig utgöra en olikbehandling.<sup>24</sup> För att kunna bedöma detta måste beslutets syfte och innebörd studeras närmare. Beslutet måste medföra en olikbehandling av aktieägarna. Ett annat skäl till att likhetsprincipen skulle kunna åberopas är att 3 kap 1 § ABL inte följts och att principen om att alla aktier skall ha lika rätt i bolaget därmed inte

---

<sup>17</sup> SOU 1971:15 s 155.

<sup>18</sup> Nerep s 290.

<sup>19</sup> Nerep s 271.

<sup>20</sup> Prop. 2004/05:85 s 247.

<sup>21</sup> Äldre bolag kan dock fortfarande använda sig av större differenser i röstvärdet med stöd av övergångsregler i ABL.

<sup>22</sup> Johansson, Svensk associationsrätt... s 150.

<sup>23</sup> Se Nerep 272.

<sup>24</sup> Nerep s 272.

efterlevts. Detta kan gälla om aktierna vid bolagsstämman getts olika röstvärden trots att någon reglering av detta inte gjorts i bolagsordningen, eller att andra värden än vad som anges i bolagsordningen tillämpats.<sup>25</sup>

Enligt Åhman är det tillräckligt att en eller flera aktieägare har erhållit en fördel som inte övriga aktieägare fått ta del av eller att en eller flera aktieägare drabbas av en nackdel som inte drabbar samtliga ägare för att likhetsprincipen skall vara åsidosatt. Den fördel eller nackdel som drabbar en aktieägare behöver inte alltid vara ekonomisk eller ekonomiskt mätbar för att likhetsprincipen skall vara tillämplig. Även en inbjudan av endast vissa aktieägare till ett idrottsevenemang kan utgöra en olikbehandling.<sup>26</sup> Åhman menar att det är av vikt för minoritetsskyddet och allmänhetens vilja att satsa kapital på aktiemarknaden att likhetsprincipen skall omfatta allt som enligt en objektiv bedömning är att se som en förmån. Ett typexempel på olikbehandling är när ett icke helägt dotterbolag genom transaktioner med sitt moderbolag ger detta fördelar av olika slag som därmed inte kommer minoriteten i dotterbolaget till del.

Förmånen eller nackdelen som drabbar en aktieägare måste dock vara av viss relevans i förhållande till aktieägandet. Som nämnts ovan omfattas endast sådant som tillkommer en person i egenskap av aktieägare och inte sådant som kan uppstå i andra former av relationer till bolaget såsom anställning, uppdrag, etc. Det kan ibland vara svårt att avgöra om en person fått en förmån i egenskap av aktieägare eller anställd. Vissa bolag ger t.ex. sina aktieägare rabatt på affärer med bolaget. Även om rabatten kan skilja sig mellan olika aktieägare blir inte likhetsprincipen tillämplig. Om skillnaden skulle bli allt för stor, och därmed otillbörlig, kan generalklausulen tillämpas.<sup>27</sup> Enligt Åhman kan ett skapande av konstgjorda kategorier bland aktieägarna, för att möjliggöra en särbehandling, komma att falla under generalklausulen.<sup>28</sup>

### **2.1.1 Undantag**

Som nämnts ovan är inte all olikbehandling otillåten, undantag från likhetsprincipen kan göras antingen i bolagsordningen eller i ABL.

Rättsfallet NJA 1989 s 751 är ett föreningsrättsligt fall och gällde installation av kabel TV i en bostadsrättsförening. Kostnaden för installationen skulle enligt ett stämmobeslut fördelas på föreningens medlemmar i relation till den årsavgift de betalade till föreningen. Årsavgiften var i sin tur beroende av lägenheternas storlek och läge i huset. Den klagande medlemmen menade att formen för debiteringen stred mot likhetsprincipen då medlemmarna fick bära olika del av kostnaderna för installationen och innehavarna av mindre lägenheter gynnades framför de

---

<sup>25</sup> Nerep 272.

<sup>26</sup> Åhman s 792 f.

<sup>27</sup> Johansson, Svensk associationsrätt... s 150.

<sup>28</sup> Åhman s 793.

med större lägenheter. HovR: n uttalade i sin dom, som senare fastställdes av HD, att då stämmobeslutet och debiteringen inte stred mot likhetsprincipen då det var förenligt med föreningens stadgar. Beslutet ansågs inte heller strida mot generalklausulen.

Undantag från likhetsprincipen görs genom de olika pluralitetsregler som finns i ABL. I detta sammanhang intar reglerna om ändring av bolagsordningen en särskild ställning. Enligt Nerep får dessa regler anses gå före likhetsprincipen. Resultatet av en tillämpning av dessa regler kan till exempel vara att likhetsprincipen sätts åt sidan, så kan vara fallet om man beslutar att ändra rättsförhållandet mellan olika aktier. Om detta skulle kunna angripas med likhetsprincipen som grund skulle regels syfte och funktion inte längre vara uppfyllt.<sup>29</sup> Detta innebär dock inte att likhetsprincipen saknar betydelse i sammanhanget, pluralitetsreglerna kan i sig själva ses som ett uttryck för likhetsprincipen. Att det enligt 9 kap 31 § ABL krävs att ett sådant beslut har biträtts av samtliga aktieägare som är närvarande vid bolagsstämman och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget innebär i realiteten ett mycket starkt minoritetsskydd. På detta sätt kommer likhetsprincipen till uttryck i de pluralitetsregler som finns i ABL i olika grad beroende på vilken majoritet som krävs för ett specifikt beslut. Nerep menar dock att besluten om ändring i bolagsordningen har getts en särställning på det sättet att likhetsprincipen här helt fått ge vika för kravet på pluralitet<sup>30</sup> med hänsyn till behovet av handlingsfrihet för bolaget.<sup>31</sup> Detta är inte fallet med andra krav på särskild pluralitet i ABL där likhetsprincipen kan användas för att klandra beslutet, dock inte endast för att ett beslut gått en minoritet emot. Det krävs att beslutet innebär en materiell olikbehandling av aktierna. Nerep menar att likhetsprincipen här istället kompletterar pluralitetsreglerna.<sup>32</sup>

Det råder delade meningar i doktrinen beträffande vilka undantag som kan göras från likhetsprincipen och vad som kan motivera ett sådant undantag. Ett rättsfall som hamnat i centrum för denna debatt är NJA 1977 s 393 och begreppet ”sakliga skäl”. Vissa författare, till exempel Nial, Johansson samt Pehrson, menar att fallet motiverar att undantag kan göras från likhetsprincipen om detta är motiverat av sakliga skäl. Detta motsätter sig bland andra Nerep som menar att rättsfallet över huvudtaget inte kan tillämpas på den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen.<sup>33</sup>

NJA 1977 s 393 är ett föreningsrättsligt fall som behandlar uteslutning av en medlem i en ekonomisk förening. Medlemmen hade på ett offentligt och provokativt sätt protesterat mot avgiften och även vägrat att betala denna. Enligt stadgarna hade styrelsen rätt, men ingen skyldighet, att utesluta en medlem som inte betalade medlemsavgift till föreningen. Då även andra

---

<sup>29</sup> Nerep s 272 f.

<sup>30</sup> Detta skall troligtvis dock inte uppfattas som att generalklausulerna inte är tillämpliga på sådana situationer.

<sup>31</sup> Nerep s 273.

<sup>32</sup> Nerep s 273 f.

<sup>33</sup> Nerep s 290 f.

medlemmar underlåtit att betala sin medlemsavgift men inte drabbats av samma sanktioner uttalade HD att "[v]id utövning av denna befogenhet får det emellertid anses åligga styrelsen att iakttaga den allmänna föreningsrättsliga grundsatsen, att medlemmar inte får behandlas olika, *med mindre detta är av sakliga skäl motiverat*" [min kursivering].<sup>34</sup> HD ansåg inte att det förelegat sakliga skäl för att särbehandla och utesluta medlemmen på grund av att vägran att betala medlemsavgiften haft provokativ karaktär.

Fallet har tolkats olika i doktrinen, både vad gäller dess tillämplighet inom aktiebolagsrätten samt dess egentliga innebörd. Nerep menar att fallet inte ger något stöd för att företagsekonomiska hänsyn skall innefattas i likhetsprincipen. Fallet rör uteslutning av medlemmar i en förening och Nerep menar att ett sådant fall inte är väl lämpat som grund för tolkning av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen.<sup>35</sup> Nereps uppfattning är att likhetsprincipens, såsom skild från generalklausulerna, skall tillämpas strikt och menar att om undantag är nödvändiga kan dessa åstadkommas på frivillig väg.<sup>36</sup>

Nial och Johansson har tolkat det ovan nämnda fallet som att undantag kan göras från likhetsprincipen då det är motiverat av sakliga skäl. De menar att undantag från likhetsprincipen inte kan göras då det gäller det ekonomiska utfallet av aktieägandet, till exempel vid vinstutdelning. Undantag bör dock enligt Nial och Johansson kunna godtas vid andra tillfällen, till exempel för att förankra en planerad emission, om detta är motiverat av sakliga skäl. Möjligheterna till avsteg får bedömas från fall till fall genom en intresseavvägning och bör medges endast då "majoritetens intresse för ett avsteg är avsevärt mycket större än minoritetens intresse av att principen upprätthålls."<sup>37</sup> Enligt Johansson skall tveksamma fall avgöras till minoritetens fördel.<sup>38</sup>

Pehrson menar att likhetsprincipen inte kan "tillämpas så strängt."<sup>39</sup> Även Pehrson grundar sitt ställningstagande på NJA 1977 s 393 och menar att en åtgärd skall anses som sakligt motiverad om den är företagsekonomiskt försvarlig.<sup>40</sup> En sådan åtgärd skall därför anses tillåten enligt likhetsprincipen. Pehrson menar även att åtgärder med marginella effekter bör ges ett visst spelrum då det annars skulle uppstå en situation där åtgärder bedöms som tillåtna enligt generalklausulerna men inte enligt likhetsprincipen.<sup>41</sup> Pehrsons uttalande har mött mycket kritik i doktrinen.<sup>42</sup>

---

<sup>34</sup> NJA 1977 s 393, s 400.

<sup>35</sup> Nerep s 291.

<sup>36</sup> Nerep s 294.

<sup>37</sup> Johansson, Nials svensk associationsrätt... s 151.

<sup>38</sup> Johansson s 124.

<sup>39</sup> Pehrson s 500.

<sup>40</sup> Diskussionen om vad som skall anses som företagsekonomiskt försvarligt skall utvecklas nedan i kap 2.2.1 om otillbörlighetsrekvisitet i generalklausulerna.

<sup>41</sup> Pehrson s 501, jfr även nedan kap 2.3.

<sup>42</sup> Se bl.a. Nerep s 290.

Åhman menar, med hänvisning till ett uttalande av Nial i den så kallade Nobelaffären, att undantag från likhetsprincipen kan göras för att avvärja en allvarlig kris i bolaget. Om krisen är så allvarlig att den inte kan övervinnas på annat sätt än genom en olikbehandling av aktieägarna kan en sådan vara tillåten. Åtminstone så länge detta inte medför nackdelar för vissa aktieägare och otillbörliga fördelar för andra.<sup>43</sup> Nerep menar att så inte är fallet. En allvarlig kris i bolaget kan göra en minoritet mer villig att efterge sina rättigheter för att rädda bolaget och en klandertalan mot ett sådant beslut skulle kunna vara till mer skada än nytta för den enskilde aktieägaren. Någon rättslig grund för att göra undantag på grund av att företaget befinner sig i kris finns dock inte enligt Nerep.<sup>44</sup>

## 2.2 Generalklausulerna och otillbörlighetsrekvisitet

Generalklausulerna är egentligen två stycken i det närmaste identiska regler i 8 och 9 kap ABL. Eftersom det inte finns några markanta skillnader mellan dessa regler kommer de här att behandlas som en regel men trots detta benämns i plural då det faktiskt rör sig om två stycken regler med olika tillämpningsområden.

Generalklausulerna, 8 kap 34 § och 9 kap 37 §<sup>45</sup>, omfattar alla beslut av samtliga bolagsorgan. Bestämmelsen i 8 kap tar sikte på beslut och åtgärder som tas av styrelse eller någon annan företrädare för bolaget, till exempel VD och särskilda firmatecknare, medan 9 kap gäller beslut av bolagsstämman. Bolaget får inte fatta ett beslut eller företa en rättshandling som kan ge en otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Regeln gäller till skillnad från likhetsprincipen även när en otillbörlig fördel tillkommer någon som inte är aktieägare i bolaget.

**9 kap 37 §** *Bolagsstämman får inte fatta ett beslut som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare*

Regeln är tillämplig på alla beslut, även de som fattats med kvalificerad majoritet. Minoritetsägarna får dock finna sig i vissa olägenheter då ett beslut kräver kvalificerad majoritet. En tillämpning av generalklausulen blir aktuellt först då beslutet framstår som maktmissbruk från majoriteten.<sup>46</sup> Ett av huvudsyftena vid införandet av generalklausulerna var just att förhindra missbruk av en majoritetsställning.<sup>47</sup>

---

<sup>43</sup> Åhman s 798.

<sup>44</sup> Nerep s 293.

<sup>45</sup> 8 kap 41 § och 7 kap 47 § i förslaget till ny ABL.

<sup>46</sup> Johansson s 127.

<sup>47</sup> Prop. 1973:93 s 84.



Den företagna åtgärden skall kunna ge någon en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller aktieägare. Att åtgärden kan ha en viss effekt innebär att det inte finns något krav på uppsåt i rekvisitet. Även om ett avsiktligt majoritetsmissbruk utgör typfallet för när generalklausulen är tillämplig utgör detta inte gränsen för dess tillämplighet.

Att åtgärden kan ge en viss effekt innebär även att det inte är ett nödvändigt krav att effekten ifråga verkligen uppstår. Det är tillräckligt att effekten utgör en sannolik följd av att ett beslut verkställs. En följd av rekvisitet är att generalklausulen även omfattar åtgärder som vidtas av bolagsorganen som typiskt sett medför otillbörliga fördelar med motsvarande nackdelar även om dessa av någon anledning inte skulle uppstå i det enskilda fallet.<sup>48</sup> Att det är just risken och den sannolika följden av en åtgärd och inte resultatet som är avgörande uttrycktes i tidigare lagstiftning med att åtgärden skulle vara *ägnad* att ha en viss effekt. I förslaget till ny ABL föreslås att den äldre lydelsen återtas och att rekvisitet *ägnad* således återinförs istället för *kan ge*.<sup>49</sup>

Den otillbörliga fördelen skall tillkomma en aktieägare eller någon annan. Det kan handla om vilken aktieägare som helst i bolaget, generalklausulerna är inte endast till för att skydda minoriteten från övergrepp utan även att skydda från illojala åtgärder i övrigt av bolagsorganen. Rekvisitet tillkommer någon annan innebär att en otillbörlig förmån ges någon som inte är aktieägare i bolaget, fysisk såväl som juridisk person. Gruppen beskrivs ofta i litteraturen som personer närstående aktieägare eller ett annat bolag som kontrolleras av en aktieägare. Detta är naturligtvis typfallet i de situationer som avses men kategorin är inte på något sätt inskränkt till att endast omfatta närstående personer.<sup>50</sup> Att generalklausulerna även omfattar ett otillbörligt gynnande av icke aktieägare på bolagets bekostnad, och därmed samtliga aktieägare, utgör en viktig skillnad mot likhetsprincipen i snäv mening som den beskrivits ovan. Likhetsprincipen omfattar definitionsmässigt endast aktieägare i samma bolag.

Den otillbörliga fördelen skall motsvaras av en nackdel för bolaget eller aktieägare. Om en nackdel drabbar bolaget drabbas indirekt samtliga aktieägare men en nackdel kan även drabba en enskild aktieägare eller en grupp aktieägare. Vad som skall anses vara en nackdel för en aktieägare eller bolaget får fastställas efter en objektiv bedömning utan hänsyn till personliga eller subjektiva preferenser.<sup>51</sup>

Vissa beslut kan innebära både fördelar och nackdelar för aktieägare, ett sådant exempel är riktade emissioner. Samtliga aktieägare får då fördel av det kapitaltillskott som kommer bolaget tillgodo genom emissionen medan

---

<sup>48</sup> Åhman s 799 f.

<sup>49</sup> Prop. 2004/05 s 611.

<sup>50</sup> Åhman s 806.

<sup>51</sup> Åhman s 806 f.

vissa ägare får se sitt innehav och inflytande i bolaget minska. Pehrson menar att i sådana situationer skall generalklausulerna endast anses tillämpliga då nackdelarna väger tyngre än fördelarna.<sup>52</sup>

### 2.2.1 Otillbörlighet

Det mest centrala begreppet i bestämmelsen är *otillbörlig fördel*. Det är detta vida och något obestämda begrepp som ger bestämmelsen en generalklausuls karaktär.<sup>53</sup> När bestämmelsen infördes 1944 innehöll den även ett uppenbarhetsrekvisit, en åtgärd eller beslut skulle uppenbarligen bereda en fördel för att generalklausulerna skulle vara tillämpliga. Detta rekvisit ersattes senare och det är numera tillräckligt att ett beslut är otillbörligt.<sup>54</sup>

Vad som skall anses vara en otillbörlig fördel har varit föremål för mycket diskussion i doktrinen. Bedömningen av vad som är otillbörligt eller inte görs på rent objektiva grunder genom att se på hur effekten uppkommit samt åtgärdens resultat. En viktig aspekt i bedömningen är om den åtgärd som är föremål för bedömning har företagits i bolagets intresse samt ryms inom det normala affärsområdet och verksamhetens syfte såsom det är fastslaget i bolagsordningen. Om en företrädare uppenbart har åsidosatt bolagets intresse vid ett beslut eller verkställigheten av ett sådant kan detta ses som otillbörligt om det leder till förmån för aktieägare eller annan.<sup>55</sup>

Lindskog menar att endast det förhållandet att det råder en påtaglig värdediskrepans mellan prestationerna inte kan anses innebära att otillbörlighetsrekvisitet i generalklausulerna är uppfyllt. För att en åtgärd skall kvalificeras som otillbörlig bör krävas att den kan hänföras till något förhållande som omfattas av regelns skyddsområde.<sup>56</sup>

Nial uttalade i Nobelutredningen att otillbörlighetsbedömningen kan påverkas av om åtgärden vidtas i syfte att avvärja en kris i bolaget. Åhman menar att det då bör krävas att krisen är av allvarlig art och att åtgärden medför positiva effekter för bolaget. Ett sådant undantag bör användas mycket varsamt om det resulterar i fördelar för vissa aktieägare på andras eller bolagets bekostnad.<sup>57</sup> Nerep menar att det faktum att bolaget befinner sig i kris inte kan vara ensamt avgörande vid en otillbörlighetsbedömning.<sup>58</sup>

Otillbörlighetsbedömningen bör, enligt Nerep, vara allsidig med beaktande av en rad aspekter. Samtliga de faktorer som har med det ifrågasatta beslutet eller åtgärden att göra får vägas in i bedömningen. Detta innefattar bland

---

<sup>52</sup> Pehrson s 498 f.

<sup>53</sup> Jfr t.ex. begreppet *oskäligt* i 36 § AvtL.

<sup>54</sup> Prop. 1973:93 s 84.

<sup>55</sup> Åhman s 800 f.

<sup>56</sup> Lindskog i SvJT s 84 f.

<sup>57</sup> Åhman s 803 f.

<sup>58</sup> Nerep s 302.

annat minoritetsskyddet, makt- eller majoritetsmissbruk, illojala transaktioner och även bolagets intresse samt i viss mån företagsekonomiska skäl.<sup>59</sup>

Fallet NJA 2000 s 404 behandlar situationen där styrelsen beslutade att verksamheten i ett bolag (SWAB) skulle överlåtas till ett annat av majoritetsägaren helägt dotterbolag (ScanAB). All verksamhet skulle fortsättningsvis bedrivas i ScanAB medan verksamheten i SWAB helt skulle upphöra. Överlåtelsen skedde till underpris. Minoritetsägaren i SWAB, Sune C, väckte talan mot styrelsen och krävde skadestånd enligt 15 kap 1 § ABL då hans aktier i SWAB blivit värdelösa. HD ansåg att beslutet att istället bedriva verksamheten i majoritetsägarens helägda dotterbolag var ägnat att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till skada för bolaget eller annan aktieägare och således stred mot generalklausulen. Det fattade beslutet stred mot SWABs verksamhetsföremål, att bedriva bruksflyg, och därmed även mot dess bolagsordning. HD ansåg att beslutet var ägnat att ge en otillbörlig fördel till SWABs majoritetsägare, som även ägde ScanAB, till nackdel för minoritetsägaren Sune C. Även HovR ansåg beslutet strida mot generalklausulen och uttalade i domskälen att SWAB berövats möjligheten att driva vinstgivande verksamhet och att Sune C därmed även berövats möjligheten att få avkastning på sitt satsade kapital i bolaget.

Den direkta skadan, eller nackdelen, drabbar här bolaget (SWAB) och endast indirekt minoritetsägaren. Likadant tillkommer den otillbörliga fördelen endast indirekt majoritetsägaren.<sup>60</sup>

### 2.2.1.1 Företagsekonomiskt försvarligt

En stor del av den debatten som förts i doktrin angående otillbörlighetsrekvisitet har rört frågan om vad som kan anses vara företagsekonomiskt försvarligt och vilken inverkan detta har för bedömningen enligt generalklausulen. Denna diskussion bottnar i ett förarbetsuttalande.<sup>61</sup>

”En åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig kan inte betecknas som otillbörlig, även om åtgärden innebär en avvikelse från likställighetsprincipen”<sup>62</sup>

Uttalandet är en naturlig utgångspunkt vid tolkningen av generalklausulerna, endast åtgärder som inte är företagsekonomiskt försvarbara kan strida mot generalklausulen enligt Pehrson. Bedömningen av om något är i bolagets intresse och framstår som företagsekonomiskt riktigt bör ske på objektiva grunder i efterhand. Att bedöma vad som framstod som företagsekonomiskt försvarligt för bolagsstämman, eller

---

<sup>59</sup> Nerep s 304.

<sup>60</sup> Fallet har även kommenterats av Andersson i JT.

<sup>61</sup> Prop. 1973:93 s 137 samt Ds Fi 1986:21 s 31.

<sup>62</sup> Prop. 1973:93 s 137.

företrädare för bolaget, vid tiden för beslutet skulle skapa stora problem vid tillämpningen av generalklausulerna.<sup>63</sup>

Rodhe motsätter sig att förarbetsuttalandet skall tolkas som en begränsning av otillbörlighetsrekvisitet och menar att detta skulle innebära att "[g]ör du en för bolaget god affär, kan du glömma likhetsprincipen"<sup>64</sup>. Rodhes kritik är främst grundad på hans uppfattning att företagsekonomi inte kan ge några normer. Inte heller bolagets intresse kan enligt Rodhe ge någon ledning vid tolkningen av likhetsprincipen. Bolagets intresse är likställt med aktieägarnas gemensamma intresse och kan därför inte användas för att lösa en konflikt som uppstått mellan ägarna.<sup>65</sup>

Den kritik som Rodhe framfört togs fasta på av Aktiebolagskommittén i betänkandet SOU 1995:44. Kommittén uttalade att man instämde i Rodhes kritik angående företagsekonomins förmåga att ge normer och att detta skulle ligga till grund för tolkningen av vad som kan anses vara otillbörligt.<sup>66</sup> Även Åhman menar att Rodhes synpunkt är viktig.<sup>67</sup>

Nerep är av åsikten att företagsekonomiska överväganden skall ges relevans och vara en utgångspunkt vid en otillbörlighetsbedömning. Som nämnts ovan förespråkar Nerep dock en mer avvägd och allsidig bedömning av vad som skall anses vara otillbörligt, företagsekonomiska skäl skall inte ensamt avgöra. Till skillnad från Pehrson menar Nerep att även en åtgärd som bedöms vara företagsekonomiskt försvarlig kan vara otillbörlig om den allt för mycket gynnar vissa aktieägare på andras bekostnad. Som exempel nämns beslut som fattas med särskild pluralitet och därmed innebär ett avsteg från likhetsprincipen i snäv mening såsom vissa emissionsbeslut. Ett sådant beslut kan vara svårt att angripa om det skulle krävas att det inte var företagsekonomiskt försvarligt. Större betydelse bör begreppet få då det gäller olika affärstransaktioner och rättshandlingar som beslutas av stämman, styrelsen eller andra företrädare för bolaget. Sådana transaktioner som kan resultera i en formell likabehandling men där vissa aktieägare eller andra reellt gynnas bör inte ses som otillbörliga om de är företagsekonomiskt riktiga och försvarliga. Det sagda gäller förutsatt att det inte rör sig om förtäckt vinstutdelning som inte faller under generalklausulerna utan under den mer strikt tillämpade likhetsprincipen. Nerep menar att detta är viktigt för rättsäkerheten och bolagsorganens handlingsfrihet inom ramen för affärsverksamheten.<sup>68</sup>

Bergström, Högfeldt och Samuelsson menar att förarbetsuttalandet skall ligga till grund för tolkningen av vad som kan anses vara otillbörligt och att det även klargör att vinstmaximeringsprincipen är överordnad denna

---

<sup>63</sup> Pehrson s 491 ff.

<sup>64</sup> Rodhe s 244.

<sup>65</sup> Rodhe s 244. Rodhes kritik är dock svårtolkad då ingen klar skillnad görs mellan generalklausulerna och likhetsprincipen i övrigt.

<sup>66</sup> SOU 1995:44 s 183.

<sup>67</sup> Åhman s 805.

<sup>68</sup> Nerep s 298 f.

bedömning. Syftet med verksamheten i ett aktiebolag är att skapa vinst för aktieägarna och att likhetsprincipen då får vika för vinstmaximeringsprincipen menar författarna är den enda rimliga avvägningen.<sup>69</sup> Ett beslut som ur ekonomisk synvinkel är till fördel för bolaget kan inte strida mot generalklausulen, även om detta innebär att alla aktieägare inte ges lika rätt men det sammanlagda värdet på samtliga aktier ökar. Författarna menar att det visserligen kan finnas ett utrymme för en enskild aktieägare som drabbas av en nackdel då en annan ägare får en otillbörlig fördel men att detta utrymme är mycket begränsat.<sup>70</sup>

Tolkningen av otillbörlighetsrequisitet och vad som kan anses vara företagsekonomiskt försvarbart skapar problem vid bedömningen av om en emission kan anses vara otillbörlig. Att stärka bolagets egna kapital genom tillskott från aktieägare, samtliga eller endast vissa, torde i de allra flesta tänkbara fall vara företagsekonomiskt försvarbart. Denna problematik skall behandlas närmare i kap 4.

## 2.3 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna

Likhetsprincipens förhållande till generalklausulerna i ABL är som nämnts ovan inte helt problemfritt. Likhetsprincipen och generalklausulerna anses av de flesta som två från varandra fristående regler. Man kan tala om likhetsprincipen som allmän rättsgrundsats samt generalklausulerna.<sup>71</sup>

Generalklausulerna härstammar från 1944 års ABL och var avsedda att komplettera likhetsprincipen. Syftet var framförallt att dessa skulle omfatta fall då ett beslut medförde en formell likabehandling men en reell olikbehandling där vissa aktieägare fick fördelar, till exempel på grund av intressen i bolagets motpart, och andra aktieägare drabbades av nackdelar av ett bolagsstämmebeslut. Det främsta skälet till införandet av generalklausulerna var att det rädde oklarhet om likhetsprincipens tillämpningsområde och att man ville förhindra kringgåenden av denna.<sup>72</sup>

Generalklausulerna kompletterar en snäv tolkning av likhetsprincipen. Likhetsprincipen skall i det avseendet endast anses ge uttryck för ett krav på likabehandling av aktier inom samma bolag medan generalklausulerna även blir tillämpliga då fördelar tillkommer utomstående eller andra aktieägare indirekt genom andra bolag. Att ge likhetsprincipen en vidare tillämpning skulle orsaka problem då en sådan tolkning kan komma i konflikt med generalklausulerna. Eftersom generalklausulerna innehåller ett

---

<sup>69</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 139. Författarna anser även att likhetsprincipen fått sitt exklusiva uttryck i ABL genom generalklausulerna och motsätter sig således att det skulle finnas en likhetsprincip som gäller som allmän rättsgrundsats (s 127 ff.) såsom beskrivits ovan i kap 2.1.

<sup>70</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 141.

<sup>71</sup> Johansson s 118.

<sup>72</sup> SOU 1941:9 s 302 ff. samt Nial i SvJT, 1941 s 716 f.

otillbörlighetsrekvisit kan en situation uppkomma då ett beslut är tillåtet enligt generalklausulen men inte enligt likhetsprincipen, genom att begränsa den senare till att endast gälla inom bolaget kan en sådan situation undvikas.<sup>73</sup>

Generalklausulernas och likhetsprincipens tillämpningsområde sammanfaller till största del och generalklausulernas tillämpning utanför detta område är relativt begränsat. De två områdena beskrivs av Pehrsson som två cirklar som delvis, men inte helt, överlappar varandra.<sup>74</sup> Sådana områden finns dock och är som även visats ovan inte obetydliga. Det rör sig framförallt om situationer då likhetsprincipen frångåtts antingen i ABL eller i bolagsordningen, såsom vid bestämmelser om särskild pluralitet till exempel vid riktade emissioner enligt 4 kap ABL.<sup>75</sup>

Även Johansson menar att de två reglerna skall betraktas som skilda från varandra. Likhetsprincipen är endast tillämplig då ett beslut faktiskt har lett till en olikbehandling medan generalklausulen är tillämplig redan då ett beslut kan ge en otillbörlig fördel. En fördel med att betrakta reglerna såsom skilda från varandra, menar han, är att detta skapar en bevisfördel för den som vill klandra ett beslut med hjälp av likhetsprincipen eller generalklausulen. Genom att använda likhetsprincipen behöver den klagande endast göra sannolikt att en olikbehandling skett, det är sedan upp till bolaget att visa att denna varit motiverad av sakliga skäl för att undgå ansvar. Om man istället grundar sin talan endast på generalklausulen uppstår en bevissvårighet i att visa på att olikbehandlingen varit otillbörlig.<sup>76</sup> Detta synsätt kritiserar starkt av Bergström, Högfeldt och Samuelsson som menar att det finns ingen anledning att tolka regeln på ett sådant sätt att det optimerar aktieägarnas ställning.<sup>77</sup> Johansson ser stöd i sin tolkning i förarbetena till 1973 års utvidgning av generalklausulerna. Det främsta syftet med detta var att stärka minoritetsskyddet. Om resultatet av detta skulle bli att möjligheten att åberopa likhetsprincipen inskränktes skulle minoritetsskyddet istället försämrats vilket inte kan vara förenligt med motiven till lagändringen.<sup>78</sup> Även rättsfallet NJA 1989 s 751 ger uttryck för att likhetsprincipen och generalklausulerna är skilda från varandra. I domen prövas först om det aktuella beslutet var i strid med likhetsprincipen och i andra hand om det var förenligt med generalklausulen.<sup>79</sup>

Åhman menar att likhetsprincipen och generalklausulerna är kumulativt tillämpliga utan att den ena skulle konsumera den andra.<sup>80</sup> Även Nerep anser att principerna är alternativa men att generalklausulerna främst har en kompletterande funktion vid sidan om likhetsprincipen i snäv mening då

---

<sup>73</sup> Nerep s 276 ff.

<sup>74</sup> Pehrsson s 500.

<sup>75</sup> Nerep s 288 f.

<sup>76</sup> Johansson s 134 f.

<sup>77</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 132 f.

<sup>78</sup> Johansson s 135.

<sup>79</sup> NJA 1989 s 751. Här avses motsvarande generalklausul i FL.

<sup>80</sup> Åhman s 807.

denna inte är tillämplig.<sup>81</sup> Även Rodhe förefaller vara av uppfattningen att det rör sig om två åtskilda regler där likhetsprincipen kompletteras av generalklausulerna.<sup>82</sup>

Av motsatt uppfattning är dock Bergström, Högfeldt och Samuelsson. Genom att generalklausulerna infördes i ABL menar författarna att den allmänna likhetsprincipens betydelse drastiskt har minskat.<sup>83</sup> De menar att 3 kap 1 § inte bör anses vara ett generellt uttryck för likhetsprincipen i ABL. Att tillämpa en allmän princip med utgångspunkt i 3 kap 1 § låter sig enligt författarna inte göras då detta skulle strida mot paragrafens lydelse då det förutsätter att man tolkar in någon form av restriktion i bestämmelsen. Om så sker skapas en ny regel utan anknytning till den ursprungliga paragrafen. Istället skall generalklausulerna ses som det generella uttrycket för likhetsprincipen i ABL.<sup>84</sup> När det införts en konkret lagregel skall denna tillämpas före en allmän rättsgrundsats och får anses ta över själva principen. Genom införandet av generalklausulerna anser författarna att de krav som aktieägare kan ställa på likabehandling har tillgodosetts inom ABL. Då generalklausulerna omfattar alla beslut, rättshandlingar och åtgärder är möjligheterna att åberopa en fristående likhetsprincip i praktiken obefintliga.<sup>85</sup>

Aktiebolagskommittén har i ett delbetänkande uttalat att man anser att likhetsprincipen kommer till uttryck dels i 3 kap 1 § samt i generalklausulerna. Generalklausulerna anses dock ha ett något vidare tillämpningsområde än den mer generella likhetsprincipen som endast gäller inom bolaget.<sup>86</sup> Även i propositionen till ny aktiebolagslag sägs att likhetsprincipen får sitt främsta uttryck genom 3 kap 1 §. I det nya förslaget har även en rubrik, likhetsprincipen, infogats ovanför 4 kap 1 § som föreslås bli 3 kap 1 § motsvarighet i den nya lagen. I propositionen sägs att det anses naturligt att denna princip skall gälla även fortsättningsvis.<sup>87</sup>

## 2.4 Delanalys

Likhetsprincipen gäller inom ABL som allmän rättsgrundsats med ett krav på att samtliga aktier skall ha lika rätt i bolaget och att alla aktieägare skall behandlas lika under lika omständigheter, oavsett storleken på deras aktieinnehav. Likhetsprincipen, såsom allmän rättsgrundsats, genomsyrar hela ABL och kommer till uttryck i olika form. Tydligaste uttrycket för principen kan ses i 3 kap 1 §. Jag är här inte ense med Bergström med flera som hävdar att likhetsprincipen endast kommer till uttryck genom generalklausulerna. Att tolka saken på detta sätt överensstämmer inte med

---

<sup>81</sup> Nerep s 288 f.

<sup>82</sup> Rodhe s 243 f. Rodhe är dock svårtolkad på denna punkt.

<sup>83</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 161.

<sup>84</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 133 f.

<sup>85</sup> Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 125 ff.

<sup>86</sup> SOU 1995:44 s 183.

<sup>87</sup> Prop. 2004/05:85 s 247 och 542.

det syfte som angavs i motiven vid införandet av generalklausulerna, bland annat att man ville förhindra kringgåenden av likhetsprincipen och att bestämmelsen även skulle omfatta åtgärder som medförde en formell likabehandling men en reell olikbehandling. Att se endast generalklausulerna som det enda uttrycket för likhetsprincipen skulle i praktiken innebära att deras införande innebar en försämring av minoritetsskyddet, något som inte var avsett. Generalklausulerna och likhetsprincipen har även delvis skilda tillämpningsområden och korresponderar därför inte helt. Jag är därför inte av uppfattningen att den ena regeln skulle konsumera den andra.

Likhetsprincipen tar främst sikte på förhållandet mellan aktieägare, eller snarare aktier, inom samma bolag medan generalklausulen är tillämplig även vid transaktioner med utomstående. Betydande undantag görs dock från likhetsprincipen i ABL och möjlighet ges även att göra ytterligare undantag i bolagsordningen. Framförallt kraven på särskild pluralitet vid vissa beslut i ABL innebär undantag från likhetsprincipen. Kravet på särskild pluralitet innebär i sig självt ett skydd för minoriteten men att tillämpa likhetsprincipen på sådana beslut skulle förfela syftet med kravet. Min uppfattning är att likhetsprincipen, såsom allmän rättsgrundsats, inte kan användas för att klandra ett beslut som är taget med särskild pluralitet, till exempel att avvika från aktieägarnas företrädesrätt eller ändringar i bolagsordningen. Här får det främsta skyddet istället anses finnas i generalklausulerna. En annan fråga är dock hur vida principen kan användas för att angripa de effekter som kan uppstå genom en tillämpning av beslutet. Om till exempel aktieägare som getts rätt att delta i en riktad emission olikbehandlas inom ramen för beslutet, exempelvis genom att de erbjuds olika teckningskurser eller villkor på annat sätt, kan detta klandras med hjälp av likhetsprincipen.<sup>88</sup> Det handlar då inte om att klandra beslutet som tagits med kvalificerad majoritet som sådant utan snarare en tillämpning av detta som innebär en olikbehandling.

Angående sakliga skäl kan sägas att jag inte tenderar att hålla med om att det av författarna åberopade rättsfallet ger en bra grund för påståendet och nog inte bör tolkas som ett allmänt uttalande som även skall gälla aktiebolagsrätten. Jag anser dock att det finns ett behov av att kunna göra avsteg från likhetsprincipen när så är nödvändigt och kan motiveras. Om detta inte skulle vara fallet skulle ett bolags handlingsutrymme avsevärt inskränkas. Likhetsprincipen måste dock tillämpas strikt när det är fråga om utdelningar och andra ekonomiska förmåner från ett bolag. Andra situationer kan dock i största mån regleras genom bolagsordning, aktieägaravtal eller att aktieägarna genom principens dispositivitet avstår från att göra sina rättigheter gällande. De mest framträdande exemplen är när ett företag befinner sig i finansiell kris och någon annan lösning inte synes finnas. Att inte göra ett avsteg från likhetsprincipen skulle kunna innebära att samtliga aktieägare istället går miste om hela sin investering. Att då endast förlita sig på samtliga aktieägares samtycke för att kunna vidta

---

<sup>88</sup> Detta förutsätter naturligtvis att det rör sig om aktier av samma slag.



en nödvändig åtgärd förefaller inte ändamålsenligt. Utrymmet för sådana undantag måste dock anses vara mycket begränsat och inte gå utöver vad som är nödvändigt.

Generalklausulerna har ett vidare tillämpningsområde då de omfattar samtliga beslut som fattas i bolaget, även sådana som fattas med kvalificerad majoritet samt då en utomstående person gynnas. Dessa skall främst ses som ett komplement till likhetsprincipen då denna inte är tillämplig. De har dock en "högre tröskel" än likhetsprincipen i och med kravet på otillbörlighet.

Vad som skall anses vara otillbörligt har, som nämnts ovan, varit föremål för mycket diskussion. Min åsikt är att fokus inte skall läggas på vad som är företagsekonomiskt försvarligt i den utsträckning som antyds i motiven och av Bergström med flera. Företagsekonomiska hänsyn bör inte vara de enda skäl som tas i en bedömning av vad som är otillbörligt utan en mer allsidig bedömning bör göras. Jag är här ense med Nerep som menar att även beslut som är företagsekonomiskt försvarliga kan vara otillbörliga då hänsyn också skall tas till faktorer som makt- och majoritetsmissbruk, bolagets intresse och verksamhetens syfte. Att ett beslut som strider mot verksamhetens syfte och därmed ger fördelar för en majoritet och nackdelar för minoriteten, även om detta sker indirekt, kan ses som otillbörligt framgår av NJA 2000 s 404.

Att ett beslut har fattats med viss pluralitet kan ha en viss inverkan på, men på intet sätt vara ensamt avgörande för en otillbörlighetsbedömning. Det kan alltid uppstå situationer där en tillräckligt stor majoritet kan åstadkommas för att fatta beslut som gynnar majoriteten på minoritetens bekostnad. Att ett beslut fattas enhälligt sätter dock generalklausulen ur spel.

### 3 Aktiebolagets ökning av aktiekapitalet

Det finns en mängd olika anledningar till att ett bolag behöver öka sitt egna kapital. Det är inte ovanligt att ett bolag som befinner sig i kris genomför en nyemission som en nödvändig åtgärd för företagets överlevnad. Det kan dock även röra sig om mindre dramatiska händelser än så. En emission kan genomföras som en föreberedelse inför en börsintroduktion, antingen för att man behöver öka sitt aktiekapital eller uppnå en större ägarspridning. En ökning av det egna kapitalet kan även vara önskvärt för att förbättra den finansiella ställningen, även långivare kräver ofta en viss balans mellan eget kapital och främmande kapital i ett bolag för att bevilja krediter. En apportemission genomförs ibland då företaget skall förvärva viss egendom, istället för att betala säljarna med kontanta medel betalas då med aktier i företaget.<sup>89</sup>

Ökning av aktiekapitalet kan ske genom ett antal olika emissionsformer. Nyemission av aktier (antingen kontant- eller apportvederlag), nyemission av konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Ökning av aktiekapitalet kan ske även utan att något kapitaltillskott görs till bolaget genom så kallad fondemission.

Detta arbete kommer främst att ta sikte på vem som har rätt till de nya aktierna vid en emission och hur denna rätt påverkar övriga aktiers värde samt aktieägarnas ställning i bolaget. Som skall behandlas nedan finns det i svensk aktiebolagsrätt som huvudregel en företrädesrätt för befintliga aktieägare att teckna nyemitterade aktier i förhållande till sitt tidigare innehav.

Även andra regelverk än ABL är av intresse vid emissionsfrågor. De bolag som är börsnoterade är bundna av noteringsavtalet med Stockholmsbörsen.<sup>90</sup> Av intresse är även de uttalanden som gjorts av Aktiemarknadsnämnden. Tidigare fanns det även rekommendationer från NBK angående riktade emissioner, dessa intogs dock aldrig i noteringsavtalet och är numera upphävda.

I avsnittet avses med emission kontanta emissioner där pengar betalas in till bolaget i utbyte mot nya aktier. Då andra former av emissioner avses kommer detta att särskilt anges.

---

<sup>89</sup> André, Eriksson, Hansson s 85.

<sup>90</sup> Se särskilt p 22 i bilaga I till noteringsavtalet om omedelbart offentliggörande av beslut om nyemission eller förslag till sådant beslut. Även regler om kurspåverkande information kan bli aktuella.

### 3.1 Emissioner

De regler som huvudsakligen styr förfarandet vid ökning av aktiekapitalet genom emissioner finns i 4 och 5 kap i ABL. Även andra regler kan dock komma att spela in, till exempel kan bolagsordningen behöva ändras så att den tillåter den föreslagna ökningen av aktiekapitalet.

I 4 kap ABL sägs att aktiekapitalet kan ökas genom nyemission eller fondemission. En ökning genom nyemission innebär att nya aktier ges ut mot betalning från dem som har rätt att teckna aktierna. Betalningen kan ske med pengar, kontantemission, eller genom att annan egendom tillförs bolaget, apportemission. Fondemission är en bokföringsmässig åtgärd där det egna kapitalet fördelas om i bolaget genom att fritt eget kapital används för att öka aktiekapitalet, alternativt kan en ökning ske genom uppskrivning av anläggningstillgångar, 4 kap 16 §. En sådan åtgärd behöver inte innebära att nya aktier ges ut, istället kan det nominella beloppet<sup>91</sup> per aktie ändras. Vid en fondemission sker således inget tillskott ifrån aktieägarna.

Utgivande av konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med teckningsoptioner regleras i 5 kap ABL. Gemensamt för dessa instrument är att de inte resulterar i någon omedelbar ökning av aktiekapitalet. Innehavaren av instrumentet ges en möjlighet att i framtiden omvandla den fordran som finns på bolaget genom skuldebrevet till aktier respektive att utnyttja teckningsoptionerna till att teckna aktier till en förutbestämd kurs.

Beslut om emission fattas normalt av bolagsstämman. Beslutet kan som huvudregel fattas med enkel majoritet av stämman om emissionen skall genomföras med företrädesrätt för aktieägarna. Det kan även krävas att bolagsordningen ändras för att tillåta det högre aktiekapitalet. Ett sådant beslut måste fattas innan emissionsbeslutet och kräver två tredjedelars majoritet.

Beslut om emission kan även i vissa fall fattas av styrelsen. Ett beslut av styrelsen kan tas dels under förutsättning att stämman godkänner beslutet i efterhand, 4 kap 14 §, samt även om stämman i förväg bemyndigat styrelsen att fatta ett sådant beslut, 4 kap 15 §. I det senare fallet behövs inget godkännande i efterhand. Styrelsen kan dock inte fatta beslut om att ändra bolagsordningen om detta skulle krävas för att genomföra emissionen, på detta sätt sätts ett tak för hur stor ökning av aktiekapitalet styrelsen kan genomföra med stöd av bemyndigandet.<sup>92</sup> Styrelsen kan även fatta beslut om emission utan företrädesrätt för aktieägarna om detta särskilt framgår av

---

<sup>91</sup> Vid införandet av nya ABL kommer det nominella beloppet att försvinna och istället ersättas med ett kvotvärde. Kvotvärdet fås genom att dividera aktiekapitalet med antalet aktier i bolaget.

<sup>92</sup> Minimikapitalet får enligt 2 kap 4 § p4 inte vara mindre än en fjärdedel av maximikapitalet. Om ett bolag har ett rörligt aktiekapital och endast utnyttjat miniminivån på 10 mkr kan styrelsen således teoretiskt sett besluta om en emission som maximalt ger ett aktiekapital på 40 mkr utan att bolagsordningen behöver ändras.

bemyndigandet. Ett sådant bemyndigande måste fattas med två tredjedelars majoritet av bolagsstämman, detsamma gäller om stämman i efterhand skall godkänna en emission med avvikelse från företrädesrätten. Ett bemyndigande för styrelsen att på eget initiativ genomföra en nyemission är som längst giltigt till nästkommande ordinarie bolagsstämma, på så sätt ges stämman möjlighet att ompröva detta vid varje ordinarie bolagsstämma.

Ett förslag till beslut om nyemission måste hållas tillgängligt minst en vecka före stämman där beslut om emissionen skall fattas, 4 kap 4 §. Det finns även detaljerade föreskrifter i lagen om vad ett sådant förslag till beslut skall innehålla. Bland annat uppgifter om vilken företrädesrätt som skall gälla för emissionen och om avsteg från företrädesrätten skall göras måste detta motiveras samt grunderna för fastställandet av emissionskursen redovisas. Dessa uppgifter skall även finnas med inför beslut om ett bemyndigande för styrelsen att genomföra en emission. Detta slogs fast i ett nyligen avgjort rättsfall från HovR: n.<sup>93</sup> En minoritetsägare hade klandrat ett beslut att bemyndiga styrelsen att genomföra nyemission med avvikelse från företrädesrätten. Som grund angavs bland annat att information om skälen för avvikelsen samt grunderna för emissionskursen inte angetts enligt 4 kap 4 §.<sup>94</sup> HovR: n konstaterar att 4 kap 4 § är tillämplig i sin helhet även vid bemyndiganden. Beslutet upphävdes. I TR: s dom sägs bland annat att syftet med bestämmelsen ”är att tillförsäkra aktieägarna erforderligt informationsunderlag”. En allvarlig brist i informationsunderlaget utgör då grund för klander.<sup>95</sup>

Att särskilt notera i detta sammanhang är att i förslaget till ny ABL har motsvarande hänvisning, som domstolen grundade sin dom på, inte tagits med. Således förefaller kravet på att dessa handlingar skall ha upprättats innan stämman fattar beslut om bemyndigande ha tagits bort. Det sägs istället att dessa handlingar skall upprättas av styrelsen inför ett emissionsbeslut med stöd av bemyndigandet.<sup>96</sup> I samband med apportemissioner sägs att ett krav på att fullständiga handlingar skall ha upprättats inför ett beslut om bemyndigande ”kraftigt skulle minska bemyndigandeinstitutets användbarhet”. Som exempel nämns offentliga uppköpserbjudande som skall finansieras genom en apportemission.<sup>97</sup> Delvis får denna argumentation anses gälla även för kontantemissioner.

Efter att beslutet fattats skall detta genast kungöras<sup>98</sup> och i avstämningsbolag får avstämningsdagen inte sättas tidigare än tre veckor från kungörelsen följt av en teckningstid om minst två veckor. Att

---

<sup>93</sup> Mål T 179-02, HovR för Övre Norrland.

<sup>94</sup> Se hänvisning i 4 kap 15 §.

<sup>95</sup> Mål T 179-02, HovR för Övre Norrland.

<sup>96</sup> Prop. 2004/05:85 s 699.

<sup>97</sup> Prop. 2004/05:85 s 698.

<sup>98</sup> Kravet på kungörelse är endast absolut i avstämningsbolag, i andra bolag behöver kungörelse endast ske om inte alla aktieägare varit representerade på bolagsstämman, 4 kap 7 §. Kravet på kungörelse kommer enligt förslaget till ny ABL att slopas, se prop. 2004/05:85 s 344 f.

genomföra en emission med företrädesrätt i ett avstämningsbolag tar således minst sex veckor från det att förslaget upprättats.

För att garantera att en emission blir fulltecknad och kan genomföras sätts ofta emissionskursen lägre än det verkliga värdet på aktien.<sup>99</sup> Det finns dock i 4 kap 1 § ABL ett förbud mot att emittera nya aktier till underkurs, det vill säga att sätta emissionskursen under det nominella beloppet. Detta förbud är dock inte absolut, i bolag som är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats kan en emission till underkurs ske. Anledningen till att denna möjlighet ges är att möjliggöra för börsnoterade bolag att erbjuda en attraktiv emissionskurs och därmed förenkla kapitalanskaffningen.<sup>100</sup> Aktier kan då tecknas till ett belopp som understiger det nominella beloppet om bolaget tillför mellanskillnaden till aktiekapitalet med medel från det egna kapitalet i övrigt eller genom uppskrivning av anläggningstillgångar.<sup>101</sup> Förfarandet har ibland kallats för partiell fondemission.<sup>102</sup> Ett väsentligt värde kan genom ett sådant förfarande flyttas från de äldre aktierna till de nyemitterade. Huvudsyftet med underkursförbudet är dock att skydda bolagets borgenärer och inte aktieägarna.<sup>103</sup>

## 3.2 Företrädesrätten

En viktig fråga i samband med emissioner är vem som skall ha rätt till de nya aktierna. Som huvudregel har befintliga aktieägare företräde till de nya aktier som ges ut i samband med en kontant nyemission. Aktierna skall fördelas mellan dem i förhållande till det antal aktier de ägde vid tiden för emissionen, 4 kap 2 §.<sup>104</sup> Företrädesrätten till nyemitterade aktier kan ses som ett utflöde av likhetsprincipen.<sup>105</sup> Företrädesrätten innebär ett skydd mot den ekonomiska och inflytandemässiga utspädning som kan uppstå vid en nyemission.<sup>106</sup> Vid fondemission uppstår sällan några problem.<sup>107</sup> Däremot är sådana problem inte sällsynta vid andra typer av emissioner. Vid apportemission har aktieägarna, till skillnad från fallet vid kontantemission, ingen lagstadgad företrädesrätt.<sup>108</sup>

---

<sup>99</sup> Skog s 15 (Skog).

<sup>100</sup> Prop. 2004/05:85 s 348.

<sup>101</sup> Aktiebolagskommittén föreslog, i SOU 1997:22 s 216, att möjlighet för börsbolag att emittera till underkurs skulle avskaffas då den sällan eller aldrig användes. Detta har dock inte blivit fallet och möjligheten föreslås finnas kvar i förslaget till ny ABL, prop. 2004/05:85 s 347 f.

<sup>102</sup> Johansson s 127 f.

<sup>103</sup> SOU 2001:1 s 210.

<sup>104</sup> Företrädesrätten regleras även i EG: s andra bolagsdirektiv.

<sup>105</sup> Skog s 11 (Skog).

<sup>106</sup> Utspädningseffekten skall behandlas närmare i kap 3.3.

<sup>107</sup> Aktieägarna har som huvudregel en företrädesrätt vid fondemission, 4 kap 2 §. Jfr Johansson s 126. Om det finns olika aktieslag med olika rätt till andel i bolagets tillgångar eller vinst eller olika röstvärden skall dock fördelningen av aktier vid fondemission regleras i bolagsordningen, prop. 2004/05:85 s 336 f.

<sup>108</sup> Vad som gäller vid apportemission skall utvecklas närmare nedan, kap 3.5.

Aktieägare som inte vill eller inte kan delta i emissionen har rätt att överlåta de teckningsrätter som utfärdas till någon annan. Den som förvärvar teckningsrätten har då rätt att delta i emissionen på samma villkor och i samma utsträckning som den överlåtande aktieägaren skulle ha haft. Förvärvaren får därmed företrädesrätt till de nyemitterade aktierna.<sup>109</sup> Möjligheten till handel med teckningsrätter innebär att en aktieägare som inte kan eller vill delta i emissionen kan skydda sig mot ekonomisk utspädning.

Bolag där det finns mer än ett aktieslag, och dessa skiljer sig åt ifråga om rätten till andel i bolagets tillgångar eller vinst eller ifråga om röstvärde, måste numera reglera företrädesrätten i bolagsordningen. Bestämmelsen är ett resultat av Sveriges implementering av EG: s andra bolagsdirektiv<sup>110</sup> En sådan reglering i bolagsordningen kan innebära att alla aktieägare skall ha företrädesrätt till samtliga nyemitterade aktier av alla slag eller att företrädesrätten endast skall gälla inom varje aktieslag. Det förra kallas av Skog för lika företrädesrätt och det senare för olika företrädesrätt. Om ett bolag har infört olika företrädesrätt måste även den primära och subsidiära företrädesrätten regleras. Den primära företrädesrätten tillkommer de som har rätt att teckna aktier inom det specifika aktieslaget. Den subsidiära företrädesrätten reglerar vilka som skall ha rätt att teckna de aktier som inte blivit tecknade med stöd av den primära företrädesrätten.<sup>111</sup>

Vilken företrädesrätt som skall gälla, och vilka som kommer att ha rätt att teckna aktier skall redovisas i förslaget till beslut som skall hållas tillgängligt före stämman, 4 kap 4 §. Detta skall även tas med i emissionsbeslutet. Om endast vissa utpekade skall ha rätt att teckna och det inte gäller hela gruppen aktieägare, benämns det som en riktad emission. Företrädesrätten kan även åsidosättas generellt utan att ge företräde åt någon annan, man talar då om oriktade emissioner eller att man avviker från aktieägarens företrädesrätt. 4 kap 2 § 2 st för aktier samt 5 kap 2 § 2 st för konvertibler och teckningsoptioner.<sup>112</sup> Att företrädesrätten helt frångås innebär att både aktieägare och utomstående kan delta i emissionen på lika villkor.

Tidigare var aktieägarnas företrädesrätt vid emissioner ovillkorlig. Möjligheten att avvika från företrädesrätten vid emission och istället göra dem riktade infördes i ABL 1973. Tanken var bland annat att företag skulle kunna vända sig till Allmänna pensionsfonden och på det sättet få ett kapitaltillskott genom att fonden blev delägare i bolaget.<sup>113</sup> De bestämmelser som togs in i ABL fick dock en mycket mer generell utformning och vidare tillämpningsområde än så och öppnade vägen för

---

<sup>109</sup> Skog s 12 (Skog).

<sup>110</sup> För en ingående diskussion om detta och förslag på hur sådana bestämmelser kan utformas i bolagsordningen se Skog s 12 (Skog) och 36 ff. (Edhall) samt Skog i Balans nr 1, 1996.

<sup>111</sup> Skog s 12 (Skog).

<sup>112</sup> Rodhe s 236.

<sup>113</sup> Prop. 1973:93 s 71.

utomstående intressenter.<sup>114</sup> Fram till 1995 kunde beslut om avvikande från företrädesrätten tas med enkel majoritet, numera krävs två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna, 4 kap 2 § ABL. Ändringen gjordes för att anpassa den svenska regleringen till EG: s andra bolagsdirektiv.<sup>115</sup> Avvikelse från företrädesrätten kan göras genom bolagsordning, i emissionsbeslutet eller i de villkor som meddelats om emissionen gäller skuldebrev med konvertibler eller teckningsoptioner.

Aktiespararnas riksförbund förordar i sin ägarstyrningspolicy att alla emissioner som riktas till endast vissa befintliga aktieägare eller bolaget närstående personer skall föregås av en oberoende värdering samt att beslut om sådan emission skall fattas med minst nio tiondelars majoritet på bolagsstämman.<sup>116</sup>

Aktiemarknadsnämnden förespråkar i sitt uttalande 2002:2, att vid kontantemissioner bör företrädesrätt för aktieägarna, i förhållande till deras innehav, alltid vara förstahandsalternativet.<sup>117</sup>

### 3.3 Utspädningseffekten

En emission med avvikande från aktieägarnas företrädesrätt medför en utspädning, både vad gäller inflytande och värdemässigt, för de aktieägare som inte ges möjlighet att delta. Detsamma drabbar aktieägare som väljer att inte delta i en företrädesemission. Företrädesrätten ger även alla aktieägare möjlighet att utnyttja den förmån som kan uppkomma om teckningskursen är lägre än det verkliga värdet på aktierna.<sup>118</sup> Ett sätt att skydda sig mot den värdemässiga utspädningen är möjligheten att avyttra de teckningsrätter som tilldelas aktieägarna vid en företrädesemission.

#### 3.3.1 Värdeminskning på befintligt innehav

Beroende på till vilken kurs emissionen sker påverkas värdet på befintliga aktier. Emmitterade aktier får normalt inte ges ut till ett belopp som understiger det nominella värdet på aktierna, så kallat förbud mot emission till underkurs. Det verkliga värdet på aktierna kan dock skilja sig markant från det nominella värdet, antingen på grund av företagets vinstutveckling eller på grund av förändringar i penningvärdet. Detta innebär att de nya aktierna kan komma att emitteras med viss rabatt för dem som tecknar och motsvarande förlust för befintliga aktieägare som inte deltar i emissionen.<sup>119</sup> Detta kan undvikas genom att ha en emissionskurs som motsvarar de gamla aktiernas värde före emissionen. När en emission sker med företrädesrätt

---

<sup>114</sup> Se bl.a. AMN 2002:2, Rodhe s 57.

<sup>115</sup> Se art 29.4 i direktivet och prop. 1993/94:196 s 114.

<sup>116</sup> Aktiespararnas ägarstyrningspolicy s 11.

<sup>117</sup> AMN 2002:2.

<sup>118</sup> Prop. 2004/05:85 s 340.

<sup>119</sup> Rodhe s 53 ff.

och aktieägarna kan teckna de emitterade aktierna i relation till sitt tidigare innehav blir detta inte problematiskt eftersom de då får båda sidor av myntet, både vinst och förlust som tar ut vartannat.

Den ekonomiska utspädningseffekten är beroende av förhållandet mellan värdet på de emitterade aktierna, emissionskursen samt emissionens storlek. Den bestäms av teckningskursen samt förräntningen på det tillskjutna kapitalet. Om det nya kapitalet kan ge en förräntning som är i linje med marknadens avkastningskrav uppstår ingen utspädning och därmed ingen skada för de befintliga aktieägarna. En förlust för de befintliga aktieägarna som inte deltagit kommer dock att uppstå om det nya kapitalet ger en högre avkastning än de anspråk som uppställs av marknaden.<sup>120</sup> Förenklat innebär detta att om de nyemitterade aktierna ges ut till en kurs som understiger värdet på de gamla aktierna så ökar bolagets förmögenhet proportionellt mindre än antalet aktier. En värdeöverföring sker då från de gamla till de nya aktierna.

Att fastställa emissionskursen är en svår och viktig uppgift vid en emission. Det är en öppen fråga för bolagsstämman vilken kurs som skall väljas. Kursen får dock inte, som nämnts ovan, understiga det nominella beloppet för aktierna och det övre taket utgörs normalt av börskursen eller annat marknadsvärde. Vad som skall anses vara en hög eller låg kurs kan dock vara svårt att fastställa då ett flertal olika faktorer får tas hänsyn till vid en aktievärdering. Gavatin föreslår att kursen kan relateras till det justerade substansvärdet på aktierna enligt balansräkningen för att jämföra detta med motsvarande värden efter olika emissionskurser. På så sätt kan man se vilken utspädning olika alternativ kan leda till. Om bolaget är noterat på börs eller annan marknadsplats kan naturligtvis den rådande börskursen ge ledning om marknadens värdering och förväntningar om värdet på aktierna. Det som dock kan vara av störst betydelse vid beslutet om emissionskurs är, förutom hur aktieägarna blir påverkade, bedömningen om emissionen kommer att bli fulltecknad eller inte. För att det skall bli fallet måste de som erbjuds att teckna anse att det är värt att göra investeringen.<sup>121</sup>

I förarbetena till den lagändring som innebar att det blev möjligt att genomföra riktade emissioner uttalades även att en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt inte skulle kunna göras om emissionskursen sattes så lågt att det uppenbarligen var fråga om en så kallad partiell fondemission. Med detta menades att ett väsentligt värde flyttas från de gamla aktierna till de nya.<sup>122</sup> En viss favör för tecknare ansågs dock vara tillåten.<sup>123</sup>

Vid en företrädesemission kan de aktieägare som inte vill eller kan delta i emissionen skydda sig mot den ekonomiska utspädning som de annars

---

<sup>120</sup> Skog s 22 f. (Skog).

<sup>121</sup> Gavatin s 59 f.

<sup>122</sup> SOU 1971:15 s 175.

<sup>123</sup> Prop. 1975:103 s 331.



skulle drabbas av. Då varje aktieägare har rätt att teckna aktier i relation till sitt tidigare innehav kan det föreskrivas att det krävs ett visst antal aktier för att kunna teckna en ny. Det skapas då en marknad för teckningsrätter som innehavarna kan sälja antingen till någon annan aktieägare eller till någon utomstående. Genom försäljningen av teckningsrätterna kan en ägare få ersättning för den förlust som blir följden av att inte delta i emissionen.<sup>124</sup>

Uträkning av teckningsrättens värde i ett börsnoterat bolag:

$$\frac{\text{Aktiens börskurs efter teckningsrätten avskilts} - \text{teckningskursen för den nya aktien}}{\text{Antalet teckningsrätter som behövs för att köpa en ny aktie}}^{125}$$

Då kostnaden för att försäljning av en teckningsrätt ibland kan komma att överstiga värdet av densamma har man för avstämningsbolag infört en särregel. Teckningsrätter som inte motsvarar en hel ny aktie kan säljas kollektivt av det emitterande bolaget för de teckningsberättigades räkning. En försäljning av teckningsrätter innebär dock ingen vinst för den enskilda aktieägaren utan endast en ersättning för värdeminskningen på det kvarvarande innehavet.<sup>126</sup>

### 3.3.2 Minskad ägar-/röstvärdesandel

Genom att nyemittera aktier sprids ägandet av bolaget ut på fler aktier än vad som var fallet före emissionen. Denna aspekt bör beaktas både av majoritet och av minoritet vid ett beslut att ge ut nya aktier då dessa kan komma att användas mot deras intressen. Minoriteten kan bli särskilt drabbad av att förhållandet mellan ägargrupperna förändras genom att stora delar av det minoritetsskydd som finns i ABL bygger på detta kan åberopas av aktieägare som innehar minst en tiondel av aktierna. Om förändringen innebär att denna gräns inte längre kan uppnås förlorar minoriteten mycket av det skydd som erbjuds, bland annat genom att kunna tvinga fram beslut om utdelning och kunna väcka talan mot företrädare för bolaget, och får då en väsentligt sämre ställning.<sup>127</sup>

Avsikten med en riktad emission kan, från majoritets sida, vara att få till stånd en utspädning som resulterar i att minoritets andel understiger tio procent. Detta öppnar även möjligheten till att tvångsinlösa minoritetens aktier enligt ABL.<sup>128</sup>

Rodhe menar att om aktier emitteras till en kurs som alltför mycket avviker från de gamla aktiernas värda kan detta vara möjligt att angripa med hjälp av generalklausulen. För att detta skall vara möjligt i fall då det istället rör

<sup>124</sup> Rodhe s 54 f.

<sup>125</sup> Andrén, Eriksson, Hansson s 83.

<sup>126</sup> Rodhe s 55 samt 4 kap 3a §.

<sup>127</sup> Rodhe s 56.

<sup>128</sup> Gavatin s 60. Se 14 kap 31 §. För en redogörelse över hur tvångsinlösen reglerna kommer att förändras i nya ABL se Af Sandeberg i JT s 288 ff.

sig om en inflytandemässig utspädning krävs, enligt Rodhe, förmodligen en mer påtaglig maktförskjutning till minoritetens nackdel. Som exempel anges ett fall där minoritetens andel har gått från 15 procent till 7,5 procent innebärande att stora delar av minoritetsskyddet gått förlorat och att det även finns möjlighet för tvångsinlösen.<sup>129</sup>

I ett opublicerat fall från Svea HovR skulle Esselte AB: s andel i AB Carl Lamm till följd av ett beslut om en riktad emission komma att understiga tio procent. Esselte klandrade beslutet och yrkade även om inhibition. TR: n biföll inhibitionsyrkandet vilket dock upphävdes av HovR: n. Enbart minskningen av Esseltes ägarandel kunde enligt HovR: n inte anses vara otillbörligt enligt generalklausulen. Fallet blev dock aldrig prövat i sak då parterna förliktes.<sup>130</sup>

Aktiespararnas riksförbund menar i sin ägarstyrningspolicy att en riktad emission inte bör medföra mer än tio procents utspädning av vare sig röstvärde eller kapital.<sup>131</sup>

Det finns ingen motsvarande möjlighet för aktieägarna att skydda sig mot inflytandemässig utspädning såsom är fallet med teckningsrätter vid värdemässig utspädning. Den aktieägare som inte deltar kommer att få en minskad andel i bolaget med ett mindre antal röster som följd.

### 3.4 Riktade emissioner

En nyemission kan företas utan företrädesrätt för aktieägarna, så kallad riktad emission. Emissionen kan vara kontant-, apportemission samt emission av konvertibler eller teckningsoptioner. Att en emission riktas innebär att man gör avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och istället ger företrädesrätt till de som emissionen riktas till. Vid riktade emissioner har likhetsprincipen och generalklausulerna stor betydelse. De aktieägare som inte erbjuds möjlighet att delta i emission drabbas av en utspädning på det sätt som beskrivits ovan.

Möjligheten att genomföra riktade emissioner infördes, som nämnts ovan, 1973 för att företag skulle kunna få kapitaltillskott från Allmänna pensionsfonden.<sup>132</sup> De regler som infördes öppnade dock inte endast möjligheten att rikta emission till Allmänna pensionsfonden utan även till att rikta dessa generellt, antingen till en eller flera befintliga aktieägare eller utomstående. Ett annat syfte med att genomföra en riktad emission kan vara att emissionen endast är möjlig att genomföra om en utomstående intressent tecknar sig för hela eller en del av emissionen och endast är villig att göra detta om han erbjuds företrädesrätt framför de befintliga aktieägarna.<sup>133</sup>

---

<sup>129</sup> Rodhe s 57 f.

<sup>130</sup> Mål Ö 1849/88, Svea HovR.

<sup>131</sup> Aktiespararnas ägarstyrningspolicy s 11.

<sup>132</sup> Prop. 1973:93 s 71.

<sup>133</sup> SOU 1971:15 s 175.

Ett beslut om att avvika från företrädesrätten kan endast fattas för det enskilda fallet. Som nämnts ovan måste bolag med olika aktieslag reglera företrädesrätten i bolagsordningen. Att här föreskriva att det generellt inte skall föreligga någon företrädesrätt vid emissioner är inte tillåtet.<sup>134</sup> Beslut om riktade emissioner fattas på samma sätt som för företrädesemissioner, av bolagsstämman eller styrelsen efter bemyndigande eller stämmans godkännande i efterhand. Ett beslut om riktad emission måste dock fattas med minst två tredjedels majoritet av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.<sup>135</sup> Om ett förslag till emission innebär en avvikelse från företrädesrätten måste skälen för detta anges i förslaget till emission samt även grunden för fastställandet av emissionskursen.<sup>136</sup>

Då möjligheten till riktade emissioner infördes i svensk rätt övervägdes i utredningen om det skulle ställas upp ett krav på att en avvikelse från företrädesrätten var till nytta för bolaget eller att det var erforderligt för kapitalanskaffningen.<sup>137</sup> Något sådant krav har dock aldrig tagits in i lagen då det ansågs att det skulle bli alltför obestämt. Skyddet för aktieägarna har istället i första hand ansetts finnas i generalklausulerna och likhetsprincipen.<sup>138</sup>

Aktiemarknadsnämnden har i ett antal uttalanden uttryckt en restriktiv syn på riktade emissioner. I sitt uttalande 2002:2 sägs att vid en kontantemission bör enligt nämndens mening företrädesrätt för de befintliga aktieägarna alltid vara förstahandsalternativet.<sup>139</sup> Särskilt gäller denna restriktiva syn emissioner som helt eller delvis riktas till endast vissa aktieägare.

Emissionskursen får stor betydelse vid bedömningen av riktade emissioner. Grunderna för beräkningen av emissionskursen skall anges i förslaget till beslut om emissionen. Enligt Rodhe måste en emission som sker utan företrädesrätt för aktieägarna göras till en kurs som överensstämmer med aktiernas värde före emission, eller i vart fall ligga nära detta värde. Om så inte är fallet kan emissionen angripas med hjälp av generalklausulen.<sup>140</sup> Enligt uttalanden i förarbeten är det dock möjligt att emissionskursen fastställs så att tecknare erhåller en viss favör vid tecknandet av en riktad emission. Uttalandet kom till efter påtryckningar från näringslivet som menade att det var fast praxis att göra så för att förvissa sig om emissionens genomförande. Favören får dock inte bli av den storleken att den får

---

<sup>134</sup> Skog s 19 (Skog).

<sup>135</sup> 4 kap 2 §. Apportemissioner, som alltid är riktade, kan dock beslutas med enkel majoritet. Framtill 1995 kunde ett beslut om riktad emission fattas med enkel majoritet. I och med implementeringen av EG: s andra bolagsdirektiv var Sverige dock tvunget att införa ett krav på kvalificerad majoritet. Särskilda regler gäller för vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag enligt den så kallade LEO-lagen.

<sup>136</sup> Enligt noteringsavtalet bör dessa skäl offentliggöras redan i första pressmeddelandet om emissionen om bolaget är noterat på Stockholmsbörsen. Noteringsavtalet, Bilaga 1 p 22.

<sup>137</sup> SOU 1971:15 s 175.

<sup>138</sup> ABL-kommentar s 4:9.

<sup>139</sup> AMN 2002:2. Se även AMN 1988:12.

<sup>140</sup> Rodhe s 57, se även AMN 2002:2.

karaktär av en partiell fondemission.<sup>141</sup> Enligt Skog finns det ingen generell gräns för vad som kan anses vara en godtagbar emissionsrabatt. Detta får avgöras från fall till fall och kan påverkas av andra omständigheter såsom att bolaget befinner sig i finansiell kris och därför är i stort behov av att emissionen kan genomföras.<sup>142</sup>

Enligt Johansson inverkar tre olika faktorer på bedömningen av en riktad emission och dess förenlighet med generalklausulen. Dessa är 1) De nya aktiernas emissionskurs, 2) Förändringen i styrkeförhållandena i bolaget och 3) Skälen till att emissionen riktats. Av dessa tenderas, enligt Johansson, mest vikt att läggas vid punkterna ett och tre.<sup>143</sup>

### 3.4.1 Emissioner som riktas till endast vissa aktieägare

Riktade emissioner som riktas till viss eller vissa aktieägare kan anses vara extra känsliga. Då en emission riktas till någon som redan är delägare i bolaget påverkar förändringen i ägarstrukturen förhållandena inom ägarkretsen, framförallt kan skillnaden i röstvärde och inflytande förändras. Om emissionskursen understiger aktiernas verkliga värde ges även en ekonomisk fördel till de aktieägare som getts möjlighet att delta.<sup>144</sup>

Enligt ABL är det tillåtet att rikta en emission till endast vissa aktieägare enligt samma regler som för riktade emissioner i övrigt. Lagstiftaren har dock tagit fasta på riskerna med situationen. I förarbetena till ABL sägs det att en emission till vissa aktieägare kan ske endast om objektiva godtagbara skäl för ett sådant förfarande föreligger.<sup>145</sup> En följd av att en sådan emission genomförs utan att kunna motiveras av objektiva skäl är att den då kan angripas med generalklausulen för att förhindra missbruk. Enligt Lagutskottet bör det vara ”synnerligen ovanligt” att det kan åberopas sådana skäl att en kontantemission kan riktas till endast vissa aktieägare utan att detta anses som en otillbörlig fördel i generalklausulens mening.<sup>146</sup> Riktade kontantemissioner till enbart vissa aktieägare är enligt Johansson ”särdeles betänkligt” ur en minoritets synvinkel.<sup>147</sup>

Vad som skall anses vara objektiva godtagbara skäl framgår inte av nämnda förarbetsuttalanden och någon relevant domstolspraxis finns inte heller, såvitt veterligt, att tillgå. Aktiemarknadsnämnden har i ett antal uttalanden

---

<sup>141</sup> Prop. 1975:103 s 331.

<sup>142</sup> Skog s 24 (Skog). Se även AMN 2004:15 där ett bolag genomfört en emission som en del i en företagsrekonstruktion. Emissionen registrerades dock inte i tid och om bolaget skulle återbetala emissionslikviden skulle bolaget hamna på obestånd. Bolaget tilläts att genomföra emissionen på nytt till samma villkor trots att marknadsvärdet på aktierna stigit kraftigt, bl.a. till följd av beskedet att bolagets finansiering var säkrad genom den aktuella emissionen genomförts.

<sup>143</sup> Johansson s 148. Se även nedan kap 4.2.

<sup>144</sup> Skog s 24 (Skog).

<sup>145</sup> SOU 1971:15 s 175 och prop. 1973:93 s 129.

<sup>146</sup> LU 1973:19 s 45.

<sup>147</sup> Johansson s 143.

dock tagit ställning i frågan för att bedöma vad som skall anses vara ”god sed på aktiemarknaden” i samband med emissioner.<sup>148</sup>

I sitt generella uttalande, 2002:2, angående riktade emissioner skriver nämnden att emissioner som helt eller delvis riktas till endast vissa aktieägare alltid innebär en risk att likhetsprincipen åsidosätts.<sup>149</sup> En åtgärd som är i ”riskzonen” för att komma i konflikt med generalklausulen kan enligt nämnden inte vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

AMN 2003:20 gällde bolaget Biophausia AB. Bolaget befann sig i finansiell kris och hade ett utestående konvertibellån som skulle förfalla till betalning. Då konverteringskursen var ofördelaktig jämfört med börskursen på aktierna kunde någon konvertering inte vara att räkna med. En återbetalning av lånet var inte möjligt om inte bolaget tillfördes nytt kapital. Biophausia AB planerade att genomföra en emission med företrädesrätt för aktieägarna om 40 mkr samtidigt som det utestående konvertibellånet förlängdes samt att villkoren för detta justerades. Bolaget planerade även att genomföra en riktad emission av nya konvertibla skuldebrev till bolagets två huvudägare om totalt 12,3 mkr med samma konverteringskurs som emissionskursen i företrädesemissionen. Den potentiella utspädningen vid en konvertering beräknades bli 11,2 – 14,0 procent. Om företrädesemissionen inte tecknades till lägst 60 procent skulle konverteringskursen sättas till hälften av emissionskursen. Den potentiella utspädningen vid en konvertering skulle i det fallet bli 21,6 procent.<sup>150</sup>

Med hänvisning till det generella uttalandet om riktade emissioner, 2002:2, konstaterade nämnden att för att en emission riktad till vissa aktieägare skall vara tillåten enligt ABL krävs att det föreligger objektiva skäl. ”Enligt nämndens mening... [är] ...det sannolikt att en nyemission riktad till vissa aktieägare är tillåten enligt aktiebolagslagen (1975:1385), om bolaget befinner sig i en finansiell kris och en sådan emission bedöms vara det enda alternativ, som med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur denna kris.”<sup>151</sup> Aktiebolagsnämnden ansåg att även då det rörde sig om en planerad emission av konvertibler, var det troligt att detta var det enda alternativet för bolaget att ta sig ur den finansiella krisen. Åtgärderna bedömdes därför överensstämma med god sed på aktiemarknaden.<sup>152</sup>

AMN 1987:3 gällde en riktad emission av skuldebrev förenade med teckningsoptioner i Gambro. Företaget riskerade att bli dömt att betala ett stort skadestånd i en rättsprocess i USA på grund av påstådda brister i ett emissionsprospekt. Som en del i en förlikning med de kårande i processen erbjöd Gambro en riktad emission av teckningsoptioner för B-aktier till ett

---

<sup>148</sup> Se vidare angående AMN: s roll på den svenska aktiemarknaden på [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se)

<sup>149</sup> AMN 2002:2. Likhetsprincipen skall här troligtvis förstås som generalklausulen.

<sup>150</sup> AMN 2003:20.

<sup>151</sup> AMN 2003:20.

<sup>152</sup> AMN 2003:20.

värde av 1,5 miljoner USD. De utgivna optionerna skulle ha ett inlösenpris som var 33 procent högre än marknadspriset vid utgivandet av optionerna.

Aktiemarknadsnämnden bedömde att förlikningsförslaget och den riktade emissionen överrensstämde med god sed på aktiemarknaden. Den föreslagna emissionen var till stor fördel för bolaget, och därmed samtliga aktieägare, som annars riskerade ett mycket stort skadestånd. I ett utlåtande från Nial sägs att emissionen framstod som förmånlig för Gambro. Då ersättningen i förlikningsuppgörelsen kraftigt understeg det belopp som Gambro riskerade att betala i skadestånd och de käre därigenom avstod från sina krav kunde inte emissionen ses som en otillbörlig fördel. Då den potentiella utspädningen var mycket liten kunde inte heller aktieägarna drabbas av någon nackdel.<sup>153</sup>

I ett annat ärende<sup>154</sup> gällde det en delvis riktad emission i fastighetsbolaget AB Drott som då var ett helägt dotterbolag till Skanska AB. Emissionen var delvis riktad till ett av Skanskas dotterbolag samt två av Skanskas huvudägare då Skanska avstått sin företrädesrätt. Aktiespararna ifrågasatte, på Skanskas mindre aktieägars vägnar, om skälen för den riktade emissionen var relevanta och godtagbara. Även grunderna för emissionskursen ifrågasattes.

I sitt övervägande skriver nämnden att Skanskas aktieägare inte har några aktiebolagsrättsliga rättigheter i Drott. Beslutet som minoritetsägarna i Skanska kan kritisera är Skanskas beslut att avstå från sin företrädesrätt till förmån för några av sina huvudägare. Nämnden menar med hänvisning till ett utlåtande av Nial att generalklausulen är tillämplig på sådana beslut, att bedöma beslutets förenlighet med denna ankommer dock inte på nämnden utan på domstol. Nämnden tar endast ställning till vad som är god sed på aktiemarknaden. Skälen bakom en riktad emission ansågs då ärendet avgjordes främst vara en företagsekonomisk fråga som nämnden förutom i undantagsfall tog ställning till. Vad gäller fastställande av emissionskursen menade nämnden att detta är mycket svårt och att en viss spännvidd måste accepteras. Det krävs dock särskild omsorg vid fastställande av kursen när emissionen riktas till större aktieägare. I sådana situationer bör utomstående experter anlitas. Emissionen bedömdes överensstämma med god sed på aktiemarknaden.<sup>155</sup>

Mot bakgrund av ovan presenterade ärenden och Aktiemarknadsnämndens praxis i övrigt kan ses att det med tiden utvecklats en allt mer restriktiv inställning till riktade emissioner till förmån för vissa aktieägare. Bedömningarna har kommit att fokuseras på om det föreligger objektivt godtagbara skäl eller inte och då särskilt om bolaget ifråga befinner sig i finansiell kris.<sup>156</sup>

---

<sup>153</sup> AMN 1987:3.

<sup>154</sup> AMN 1988:12.

<sup>155</sup> AMN 1988:12.

<sup>156</sup> Se t.ex. AMN 2002:2, 2002:15, 2003:20 och 2003:33.

En fråga som behandlats upprepade gånger av Aktiemarknadsnämnden i samband med riktade emissioner är om de aktieägare som emissionen riktas till kan delta i beslutet på bolagsstämman.<sup>157</sup> Något hinder mot detta finns inte i ABL: s jävsregler på bolagsstämman som endast tar sikte på ansvarssituationer.<sup>158</sup> Även i AMN 1988:12 sades att det inte förelåg några hinder för en aktieägare att delta i ett sådant beslut. Aktiemarknadsnämnden har dock senare ändrat inställning och i deras generella uttalande angående riktade emissioner, AMN 2002:2, sägs att i syfte att minska risken för att ett beslut skall komma att strida mot likhetsprincipen bör inte en aktieägare delta i ett sådant beslut.<sup>159</sup>

Det har blivit allt vanligare att genomföra riktade emissioner för att påskynda kapitalanskaffningen till bolag. En del av dessa varianter innebär att rikta emissioner i olika stadier till vissa aktieägare för att i slutändan uppnå en sammantagen effekt av en företrädesemission. Jag skall nedan visa på två olika förfaranden som återfinns i litteraturen.

En variant är att genomföra en emission som ”maskeras” som riktad till vissa aktieägare. Det kan gå till på det sättet att det görs en första emission som är riktad till samtliga aktieägare förutom en eller ett par stycken. Denna emission följs upp med ytterligare en riktad emission, med exakt samma villkor, som riktas endast till de aktieägare som inte gavs möjlighet att delta i den första emissionen. På detta sätt ges samtliga aktieägare möjlighet att delta på samma villkor. Samtidigt uppnås även ett annat mål hos bolaget, nämligen att minska den tid det tar att genomföra en företrädesemission. Genom att göra emissionerna riktade behöver ingen avstämningsdag bestämmas och man slipper därigenom den vänteperiod på tre veckor som annars är föreskriven efter kungörelsen. Man behöver inte heller utfärda teckningsrätter som skall kontoföras.<sup>160</sup>

En annan variant för att på ett snabbt sätt öka aktiekapitalet i ett bolag är att kombinera en riktad emission med en företrädesemission. Huvudsyftet med ett sådant förfarande är att minska den tidsutdräkt som finns vid företrädesemissioner och samtidigt förvissa sig om att inte bryta mot likhetsprincipen. Förfarandet går ofta till så att styrelsen beslutar om en riktad emission, antingen med stöd av ett bemyndigande eller under förutsättning av stämmans godkännande i efterhand, till viss eller vissa av de större ägarna i bolaget. Då stämman godkänner emissionen beslutas samtidigt att genomföra en företrädesemission. Av vikt för att syftet att inte bryta mot likhetsprincipen skall hållas är att villkoren för de två emissionerna är lika, eller att emissionskursen i företrädesemissionen i vart fall inte är högre än i den riktade. En grundläggande förutsättning är även att

---

<sup>157</sup> Se bl.a. AMN 2002:2 och 1988:12.

<sup>158</sup> Se 9 kap 36 §.

<sup>159</sup> Att observera är att detta uttalande inte är bindande utan endast ger uttryck för vad som anses vara god sed på aktiemarknaden enligt Aktiemarknadsnämnden. Se vidare [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se)

<sup>160</sup> Skog s 138 f. (Wallin-Norrman).

de aktieägare som deltagit i den riktade emissionen inte tecknar några aktier i företrädesemissionen. Den sammantagna effekten av de två emissionerna kan likställas med en företrädesemission där alla aktieägare fått delta på lika villkor. Fördelen finns framförallt i att ett bolag som befinner sig i kris kan få in nytt kapital snabbare i och med den riktade emissionen till de större ägarna. Den riktade emissionen är, enligt ABL, att bedöma med samma restriktivitet som uttrycks i motiven. Med hänsyn till syftet bör dock, enligt Skog, ett sådant förfarande vara tillåtet, under förutsättning att företrädesemissionen genomförs eller att den riktade emissionen är villkorad av dess genomförande.<sup>161</sup> Även Aktiemarknadsnämnden har uttalat sig positivt till ett sådant förfarande som beskrivits i det senare exemplet.<sup>162</sup>

### 3.5 Apportemissioner

En emission görs vanligtvis för att öka aktiekapitalet genom att få in pengar till bolaget. Ökningen kan dock även ske på annat sätt och genom att bolaget tillförs annan egendom än pengar, så kallad apportegendom.<sup>163</sup> Apportegendom kan vara aktier i ett bolag som skall förvärfvas, fastigheter, patent eller annan egendom som det förvärvande bolaget betalar genom att ge ut nya aktier. Egendomen måste dock vara till nytta för bolaget, den skall således vara användbar i bolagets rörelse och ha en påtaglig betydelse för verksamheten.<sup>164</sup> Ett ytterligare krav är att den skall vara av en sådan karaktär att den kan redovisas som en tillgång i balansräkningen. Egendomen kan således inte heller utgöras av ett åtagande att utföra en tjänst eller liknande enligt 2 kap 2 §. Enligt Thorell torde det vara förbjudet att tillskjuta egendom som inte kan användas i verksamheten även om den har ett marknadsvärde.<sup>165</sup>

Som redan nämnt ovan i kap 3.2 finns det som huvudregel ingen företrädesrätt för de befintliga aktieägarna vid beslut om apportemission. Detta framgår av 4 kap 2 § där det sägas att aktieägarna har företrädesrätt vid kontant- och fondemission.<sup>166</sup> Att aktieägarna inte har företrädesrätt har i förarbetena motiverats med att aktieägarna normalt inte förfogar över sådan egendom som skall vara apportegendom och därmed inte har möjlighet att tillskjuta denna.<sup>167</sup> Motiveringen till att företrädesrätt saknas vid apportemission har mött viss kritik i doktrinen och i den utredning som låg till grund för ABL föreslogs att företrädesrätten skulle omfatta även apportemissioner.<sup>168</sup> I utredningen sades att den föreslagna företrädesrätten inte kunde vara ovillkorlig då syftet med en sådan emission ofta är att

---

<sup>161</sup> Skog s 26 (Skog).

<sup>162</sup> AMN 2002:2.

<sup>163</sup> Rodhe s 50.

<sup>164</sup> Prop. 1975:103 s 293.

<sup>165</sup> Skog s 97 (Thorell).

<sup>166</sup> Förslaget till ny ABL innebär inte någon förändring i detta avseende, prop. 2004/05:85 s 340.

<sup>167</sup> Prop. 1973:93 s 70 f. och prop. 1975:103 s 331.

<sup>168</sup> SOU 1971:15 s 175.



förvärva egendom från någon utomstående. Det påpekades dock att när det inte föreligger företrädesrätt kan apportemissioner användas för att maskera andra typer av emissioner där apportegendomen kan utgöras av lättanskafflig egendom.<sup>169</sup> På så sätt kan reglerna om företrädesrätt kringgås när erforderlig majoritet för en riktad emission inte kan uppnås.

Johansson menar att motiveringen till att inte ge aktieägarna företrädesrätt vid apportemission inte är hållbar. Undantaget ger möjligheter till missbruk av reglerna och med hänsyn till likhetsprincipens grundläggande betydelse borde dessa möjligheter begränsas. Johansson förespråkar istället att det införs en principiell företrädesrätt även vid apportemissioner. Främsta syftet med en sådan är att bolaget i det fallet behöver motivera varför avsteg görs ifrån företrädesrätten.<sup>170</sup> Även Nerep menar att motiveringen inte är ”alltigenom välbetänt”.<sup>171</sup>

Rodhe påpekar att, även om det är klart att någon företrädesrätt inte kan finnas vid apportemissioner, så innebär den rådande ordningen möjligheter till åtgärder som kan vara mycket ofördelaktiga för en minoritet. Av stor betydelse är att emissionskursen sätts till ett värde som motsvarar de gamla aktiernas värde för att de aktieägare som inte kan delta inte skall drabbas av ekonomisk utspädning.<sup>172</sup>

En apportemission får inte göras i syfte att åsidosätta aktieägarnas företrädesrätt. Om sådana emissioner görs i syfte att påverka maktförhållandena i bolaget till exempel genom att vissa aktieägare får apportera lättanskafflig egendom bör ett sådant beslut kunna klandras och undanröjas. Detsamma gäller om egendomen som tillförts bolaget har övervärderats och de nya aktierna inte skall fördelas lika mellan bolagets ägare.<sup>173</sup> Även Gavatin menar att det finns en särskild risk för missbruk i samband med apportemissioner och värderingen av den egendom som skall tillföras. Egendomen kan visa sig ha ett helt obetydligt värde för bolaget.<sup>174</sup>

Till skydd för de övriga aktieägarna föreskrivs i ABL att förslaget till beslut om apportemission skall åtföljas av en redogörelse för de omständigheter som kan vara av vikt vid bedömandet av värdet på den egendom som skall utgöra apportegendom. Bland annat skall det värde som egendomen kommer att tas upp till i balansräkningen samt hur många aktier som skall utges för egendomen anges. Om apportegendomen är ett bolag skall även uppgifter om detta finnas med. Redogörelsen skall granskas av en revisor som skall intyga att egendomen inte getts ett värde som är högre än dess verkliga värde för bolaget samt att egendomen är eller kan antas vara till nytta för bolaget.<sup>175</sup> Inför registreringen av emissionen skall revisorn även

---

<sup>169</sup> SOU 1971:15 s 174 f.

<sup>170</sup> Johansson s 138 f. En sådan principiell företrädesrätt finns t.ex. i övriga nordiska länder.

<sup>171</sup> Nerep s 206.

<sup>172</sup> Rodhe s 56.

<sup>173</sup> Johansson, Nials svensk associationsrätt... s 93.

<sup>174</sup> Gavatin s 60.

<sup>175</sup> Se 4 kap 6 § ABL.

avge ett intyg där egendomen beskrivs samt vilken värderingsmetod som använts vid bedömningen.<sup>176</sup>

I intyget som skall lämnas av revisorn inför registreringen av emissionen skall redogöras för om särskilda svårigheter har förelegat vid värderingen av egendomen. Syftet med dessa intyg är dock inte i första hand att skydda resterande aktieägare, intygen upprättas först efter det att emissionen genomförts och skall registreras. Ett visst skydd uppnås dock även för aktieägarna då apportintyget skall granskas av Bolagsverket inför registreringen i syfte att inte ett felaktigt eget kapital skall registreras. Enligt Thorell bör det dock framgå redan av förslaget till apportemission om värderingen av egendomen fordrar särskilda överväganden. Det skall även påpekas att det inte är revisorn som gör värderingen eller beskrivningen av egendomen, detta ankommer på styrelsen. Revisorn skall endast intyga rimligheten i den redogörelse som upprättats av styrelsen. Möjligheterna till granskning är därför beroende av det underlag som producerats av styrelsen.<sup>177</sup>

Ett problem som blir särskilt tydligt vid apportemissioner är fastställandet av emissionskursen och värderingen av den apportionerade egendomen. En apportemission kan bli mycket kostsam för en minoritet i ett bolag om den inte kombineras med andra åtgärder.<sup>178</sup>

För att övriga aktieägare inte skall lida skada av den utspädning som blir fallet vid en apportemission kan liknande åtgärder som beskrivits i kap 3.4.1 vidtas. En apportemission kan kombineras med en kontantemission med företrädesrätt för aktieägarna för att på så sätt förhindra både värdemässig och inflytandemässig utspädning.<sup>179</sup> Att förhindra den inflytandemässiga utspädningen på annat sätt torde inte vara möjligt även om stor hänsyn tas vid fastställandet av emissionskursen och värderingen av den apportionerade egendomen för att förhindra värdemässig utspädning.<sup>180</sup> Ett ytterligare alternativ, som dock ofta kan vara orealistiskt främst med tanke på tidsaspekterna, är att genomföra en företrädesemission för att sedan förvärva den tänkta apportegendomen med det influtna kapitalet.<sup>181</sup>

---

<sup>176</sup> Se 4 kap 12 § ABL.

<sup>177</sup> Skog s 93 f. (Thorell).

<sup>178</sup> Rodhe s 56.

<sup>179</sup> Johansson s 139. Här förutsätts att den som tecknar aktier i apportemissionen avstår från att teckna i den efterföljande företrädesemissionen.

<sup>180</sup> En ytterligare möjlighet till att minska den inflytandemässiga utspädningen kan vara att emittera aktier av olika slag. Om de nyemitterade aktierna får ett lägre röstvärde mildras utspädningseffekten. Här är dock bolagen begränsade till att röstvärdet får skilja sig max 1/10. Framförallt institutionella ägare kan vara intresserade av aktier med lägre röstvärde. Om dessa även skall ha högre utdelning blir detta ytterligare en variabel att ta hänsyn till.

<sup>181</sup> Johansson s 139 f.

### 3.6 Kvittningsemissioner

Vid bildande av aktiebolag får en fordran på bolaget inte användas för att kvitta en skuld vid aktieteckning. Något motsvarande förbud finns inte då det gäller ökning av aktiekapitalet i ett befintligt bolag. Att aktier skall tecknas med kvittningsrätt måste dock tas med i emissionsbeslutet, 4 kap 6 §. En kvittningsemission är ingen kontantemission då aktierna betalas med en fordran och inte med pengar. Då det inte rör sig om en kontantemission gäller inte reglerna om aktieägarnas företrädesrätt enligt 4 kap 2 §. En effekt av att en kvittningsemission inte är att bedöma som kontantemission är även att det i och med detta inte heller krävs två tredjedelars majoritet för att avvika från företrädesrätten. En kvittningsemission kan således riktas med endast enkel majoritet<sup>182</sup>. En kvittningsemission är inte heller att jämföra med en apportemission då bolaget i egentlig mening inte tillförs någon egendom såsom vid en apportemission. Den omfattas därför inte av samma granskningskyldighet av revisorerna som en apportemission.<sup>183</sup>

Nerep har varit kritisk den rådande situationen och menar att det inte finns några bärande skäl att särbehandla kvittningsemissioner från kontantemissioner. En kvittningsemission kan liknas vid en kontantemission där inbetalningen sker i förskott. Även om det flesta kvittningsemissioner som genomförs får antas vara baserade på legitima fordringar som inte har en kvittning som huvudsyfte är, enligt Nerep, undantagen från detta inte ovanligt. Det förekommer även att det tas in i fordringsavtalet att fordringen skall kunna användas till kvittning i en kommande emission. Nerep menar att när emissionen senare aktualiseras är den ”i så hög grad företagsekonomiskt motiverad” att den är mycket svår att angripa med hjälp av generalklausulen. På det hela taget förefaller en kvittningsemission att ha mer gemensamt med en kontantemission än med en apportemission då det i faktisk mening rör sig om en inbetalning av pengar.<sup>184</sup>

AMN 2002:7 gällde en kvittningsemission i Infinicom AB. Bolaget hade ett par år tidigare upptagit ett konvertibelt förlagslån om cirka 30 mkr. Konverteringstiden hade gått ut i september 2001 och de som inte konverterat hade vid tiden efterställda fordringar på bolaget. Värdet på de fordringar som inte konverterats uppgick till cirka 18 mkr. Enligt nämnden får de fordringsägare som inte utnyttjat konverteringsrätten anses ha värderat en efterställd fordran högre än aktier i bolaget. I början av 2002 inleddes en företagsrekonstruktion i Infinicom. Som en följd av detta skulle de efterställda fordringarna komma att bortfalla. Infinicom föreslog då en riktad kvittningsemission av aktier till de innehavare som valt att inte utnyttja sin konverteringsrätt. I sitt övervägande skriver nämnden att då betalning för de nya aktierna skulle ske med efterställda fordringar som med

---

<sup>182</sup> Det skall redan här påpekas att detta förhållande är på väg att ändras. I propositionen till ny aktiebolagslag föreslås att det införs ett krav på kvalificerad majoritet för beslut om en riktad kvittningsemission. Prop. 2004/05:85 s 340 f.

<sup>183</sup> Nerep s 201 f.

<sup>184</sup> Nerep s 207 f.

säkerhet skulle falla bort om ett ackord kom till stånd i bolaget är det inte uteslutet att detta skulle strida mot generalklausulen. Syftet med emission ansågs vara att ge viss kompensation till fordringsägarna trots att konverteringstiden löpt ut. Det kunde inte uteslutas att detta innebar en otillbörlig fördel för dessa och en nackdel för aktieägarna. I linje med sitt uttalande i AMN 2002:2, att en åtgärd som är i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen inte kan vara i överensstämmelse med god sed, ansågs det föreslagna förfarandet inte vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.<sup>185</sup>

I regeringens förslag till ny ABL har man tagit fasta på Nereps kritik. Där sägs att starka skäl talar för att kvittningsemissioner bör jämföras med kontantemissioner. Det finns, från bolagets perspektiv, inga avgörande skillnader mellan att de nya aktierna betalas kontant eller genom att en fordran mot bolaget kvittas. Då inte heller några andra bärande skäl kan ses för att en emission skall kunna riktas till den som har en fordran mot bolaget framför övriga aktieägare föreslås samma företrädesrätt gälla vid kvittningsemissioner som vid kontantemissioner.<sup>186</sup> Det införs även ett krav på att kvittningsvillkoren skall granskas av revisorer då en sådan emission genomförs.<sup>187</sup> I övrigt gäller, liksom idag, att det skall lämnas samma slag av information som vid en apportemission samt att förfarandet inte får vara till skada för bolaget eller dess borgenärer.

Med de nya bestämmelserna undviks maskerade riktade kvittningsemissioner som snarare har karaktär av en förskottsbetalning än kvittning av en legitim fordran.<sup>188</sup>

### **3.7 Riktade emissioner till anställda och företagsledare**

Emissioner som riktar sig till ledande befattningshavare eller anställda i ett bolag kan vara extra känsliga ur ett likabehandlingsperspektiv. Sådana transaktioner innebär en risk för att de personer som är med och sätter upp villkoren för emissionen gynnar sig själva, eller närstående, på bekostnad av övriga aktieägare.<sup>189</sup> År 1987 tillkom därför en lag som ställer höga krav på kvalificerad majoritet vid sådana transaktioner. Lagen tillkom efter vissa uppmärksammade transaktioner i företaget AB LEO och kallas därför ofta för LEO-lagen.<sup>190</sup>

LEO-lagen gäller i sin nuvarande lydelse endast aktiemarknadsbolag samt dotterbolag till sådana bolag. Lagen gäller vid emission av aktier,

---

<sup>185</sup> AMN 2002:7 och 2002:2.

<sup>186</sup> Prop. 2004/05:85 s 340 f.

<sup>187</sup> Prop. 2004/05:85 s 352. Detta krav fanns ursprungligen inte med i lagrådsremissen utan tillkom efter kritik från lagrådet.

<sup>188</sup> Jfr bl.a. SOU 1941:9 s 222 och Nerep s 202 ff.

<sup>189</sup> Prop. 2004/05:85 s 363.

<sup>190</sup> Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, mm.

konvertibler och teckningsoptioner till en viss angiven krets av personer. Mottagaren skall vara styrelseledamot, suppleant, VD eller vice VD eller anställd i bolaget eller i ett bolag som ingår i samma koncern. Även närstående, fysiska eller juridiska personer, till dessa omfattas av regleringen. Till skydd för övriga aktieägare föreskrivs i lagen att ett beslut om en riktad emission till någon som ingår i den ovan nämnda kretsen måste fattas av bolagsstämman och att beslutet måste fattas med minst nio tiondelars majoritet av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.<sup>191</sup> Om beslut om emission fattas i ett dotterbolag till ett aktiemarknadsbolag så krävs det att emissionen godkänns genom beslut på bolagsstämma även i moderbolaget i koncernen.

LEO-lagen är, förutom emissioner, tillämplig även på vissa överlåtelser av aktier, konvertibler och teckningsoptioner.<sup>192</sup>

I förslaget till ny ABL så föreslås LEO-lagen inarbetas i ABL istället för att som idag vara en fristående lagstiftning. Lagen föreslås även få ett vidare tillämpningsområde genom att inte endast gälla för aktiemarknadsbolag utan istället alla publika aktiebolag samt dotterbolag till sådana bolag. Detta motiveras med att publika aktiebolag kan ha en ägarspridning som är lika stor som hos aktiemarknadsbolagen, inte minst gäller detta de bolag som handlas på marknadsplatser för onoterade aktier. Samma skyddsintressen föreligger då även för aktieägarna i dessa bolag. I övrigt kommer lagen att föras över till ABL i stort sett oförändrad i relevanta delar.<sup>193</sup>

---

<sup>191</sup> Det är således inte möjligt att bemyndiga styrelsen att genomföra denna typ av emissioner. Inte heller kan styrelsen genomföra en sådan för bolagsstämmans godkännande i efterhand.

<sup>192</sup> För bolag noterade på Stockholmsbörsen finns även kompletterande regler i p 27 i bilaga I till noteringsavtalet.

<sup>193</sup> Prop. 2004/05:85 s 360 ff.

## 4 Analys

Frågan i uppsatsen har varit vilka krav en aktieägare kan ställa på likabehandling vid olika typer av emissioner och vilka faktorer som inverkar på en sådan bedömning. Som visats ovan kan situationen te sig något annorlunda beroende på vilken emissionsform som valts för genomförandet samt vilka som inbjudits att delta.

Att genomföra en företrädesemission är förenat med stora administrativa kostnader och är en tidskrävande process. En emission med företrädesrätt tar minst drygt tre veckor att genomföra från det att beslutet är taget om allt går så fort som möjligt. Den främsta anledningen till att genomföra en emission är att bolaget befinner sig i finansiell kris men även anledningar som att stärka bolaget inför en försäljning, öka rörelsekapitalet samt krav från kreditgivare är vanliga. Apportemissioner används ofta för att finansiera företagsförvärv, inköp av fastigheter eller immateriella rättigheter.

Särskilt emissioner som riktats till endast viss aktieägare riskerar att komma i konflikt med likhetsprincipen i vidare mening. En emission som riktas endast till utomstående kan vara skadlig för bolaget, och därmed samtliga aktieägare, medan en emission som riktas till vissa aktieägare riskerar att inte uppfylla kraven på likabehandling.

### 4.1 Likhetsprincipens tillämplighet vid emissioner

Likhetsprincipen får betydelse vid emissioner främst genom den inverkan den har på lagstiftningen i form av minoritetsskydd och andra föreskrifter för en emissions genomförande. Företrädesrätten samt de krav på kvalificerad majoritet som finns för att avvika från denna kan nämnas som ett utflöde ur likhetsprincipen. Även de krav som finns på information till aktieägarna i förslaget till ett beslut om emission kan till viss del ses som ett uttryck för likhetsprincipen i den meningen att samtliga aktieägare skall ha tillgång till relevant och riktig information inför beslutet.

Att däremot tillämpa likhetsprincipen som allmän rättsgrundsats för att angripa giltigheten av ett beslut om emission bör möta betydande svårigheter. En emission som genomförs med företrädesrätt för aktieägarna innebär per definition en likabehandling. Samtliga aktieägare ges samma möjlighet att delta på samma villkor. De som inte önskar göra detta kan till viss del skydda sig mot utspädning genom möjligheten att avyttra sina teckningsrätter.

Att tillämpa likhetsprincipen som rättsgrundsats vid beslut om andra typer av emissioner bör inte vara möjligt. Möjligheten att avvika från

företrädesrätten innebär ett avsteg från likhetsprincipen som gjorts i ABL. Uttrycket för likhetsprincipen får då anses finnas i det tillvägagångssätt som är föreskrivet för att fatta ett sådant beslut. Att angripa en sådan emission utifrån likhetsprincipen skulle förfela syftet med möjligheten att avvika från företrädesrätten eftersom detta per definition innebär en olikbehandling av aktieägarna. Framförallt är det emissioner som riktas till någon eller några av de befintliga aktieägarna som teoretiskt skulle kunna falla inom likhetsprincipens tillämpningsområde. Att en emission riktas till någon utomstående innebär inte en olikbehandling av aktieägarna då dessa drabbas lika av ett sådant beslut. En olikbehandling uppstår först då en aktieägare får företräde att teckna framför de andra och på så sätt kan få teckna till en förmånlig kurs och även stärka sitt innehav i bolaget gentemot övriga. Det främsta skyddet för aktieägarna vid avvikelser från företrädesrätten erbjuds istället genom generalklausulerna.

Likhetsprincipen är dock tillämplig som allmän princip vid genomförandet och tillämpningen av ett beslut om en emission med företrädesrätt. Ett område där principen kan få faktiskt betydelse är vid fördelning av aktier vid övertäckning som sker vid sidan av företrädesrätten. Den nuvarande lagstiftningen lämnar en del övrigt att önska i detta sammanhang och fördelningsbeslutet ligger ofta i princip i styrelsens händer. I förslaget till ny ABL föreslås att det tas in en regel, 13 kap 4 § 6p, som innebär att det i förslaget till beslut om emission även skall framgå enligt vilka grunder aktier som inte tecknats med företrädesrätt skall fördelas.<sup>194</sup> Beslutet kommer då inte, som idag ofta är fallet, helt att överlämnas till styrelsen. Det i kap 2.4 givna exemplet där de teckningsberättigade erbjuds olika kurs eller villkor är naturligtvis tillämpligt även vid företrädesemissioner.

Apportemissioner intar i det här sammanhanget lite av en särställning. Ett beslut om apportemission fattas med endast enkel majoritet. Som visats ovan är apportemissioner alltid riktade och kan även vara riktade till vissa aktieägare. Undantag från likhetsprincipen i ABL innebär i de flesta fall att beslutet måste fattas med särskild pluralitet, så är till exempel fallet vid ändring av bolagsordning och avvikelser från företrädesrätten i övriga fall.<sup>195</sup> Att beslut om apportemission kan fattas med endast enkel majoritet kan dock inte innebära att likhetsprincipen kan användas för att klandra ett sådant beslut. Detta skulle allvarligt förfela syftet med institutet. Apportemissioner innebär likväl ett undantag från likhetsprincipen även om skyddet för minoriteten här är särskilt lågt, framförallt med tanke på de risker som en apportemission innebär för en minoritet. Att det endast krävs enkel majoritet samt att det inte heller behöver motiveras varför en apportemission riktas öppnar för möjligheten att maskera en riktad emission till aktieägare som en apportemission om den erforderliga majoriteten inte kan uppnås. Enligt Johansson bör ett sådant beslut kunna undanröjas med

---

<sup>194</sup> Prop. 2004/05:85 s 677 ff.

<sup>195</sup> I nuvarande ABL går dock att besluta om riktade kvittningsemmissioner med enkel majoritet. Det förhållande föreslås dock, som nämnts ovan, ändras i förslaget till ny ABL och då omfattas av samma regler som riktade emissioner i övrigt.

hjälp av generalklausulen.<sup>196</sup> *De lege ferenda* hade det varit mer tilltalande med en reglering som gav aktieägarna en, åtminstone principiell, företrädesrätt även vid apportemissioner samt att beslut för att avvika från företrädesrätten fattas med två tredjedelars majoritet. På detta sätt hade en enhetlig reglering uppnåtts samt att bolaget hade blivit tvunget att motivera varför ett avsteg från företrädesrätten är nödvändigt. En sådan reglering hade inte nämnvärt ökat transaktionskostnaderna för bolaget men däremot stärkt minoritetens ställning och skapat en bättre insyn. Jag instämmer härmed i den kritik som framförts mot motiveringen till varför en apportemission alltid skall vara riktad.

En inte ovanligt förekommande situation är att majoriteten lånat ut pengar till bolaget under verksamhetens gång för att snabbare göra kapital tillgängligt för bolaget. När en nyemission blir aktuell kan det finnas en vilja att kvitta dessa skulder i samband med aktieteckningen. Möjligheten att kvitta en skuld mot teckning av aktier kvarstår i ABL, det är endast riktade kvittningsemissioner som omfattas av den nya regeln som kräver kvalificerad majoritet. I privata bolag krävs att möjlighet till att kvitta finns intaget i emissionsbeslutet medan styrelsen i ett publikt aktiebolag kan godkänna att en fordran mot bolaget används till kvittning av en skuld på grund av aktieteckning om inte annat är särskilt föreskrivet i beslutet.<sup>197</sup> Att så sker borde inte kunna strida mot likabehandlingsprincipen. Det rör sig då om en betalning som vilken som helst och även om det kan kännas lättare att kvitta en fordran än att betala in pengar kan sådana personliga preferenser inte innebära en olikbehandling. Det förda resonemanget förutsätter givetvis att fordran som används till kvittning är giltig och korrekt värderad. Om så inte är fallet skulle det innebära att aktieägarna fick teckna samma aktier till olika pris, något som solklart skulle strida mot likhetsprincipen.<sup>198</sup>

## 4.2 Generalklausulernas tillämplighet vid emissioner

Då det kan vara svårt att tillämpa likhetsprincipen vid de flesta emissioner återstår att använda sig av generalklausulerna. Dessa är tillämpliga på samtliga beslut som fattats av bolagsstämman, styrelse eller andra företrädare för bolaget, oavsett om dessa tagits med kvalificerad majoritet eller ej. Det främsta tillämpningsområdet, vad gäller emissioner, får generalklausulerna vid emissionsbeslut som innebär en avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Till skillnad från likhetsprincipen är generalklausulen även tillämplig när en otillbörlig förmån ges någon utomstående, till exempel när

---

<sup>196</sup> Johansson, Nials svensk associationsrätt... s 93.

<sup>197</sup> Prop. 2004/05:85 s 700.

<sup>198</sup> Det kan tilläggas att även om situationen inte är speciellt problematisk ur ett likabehandlingsperspektiv så kan problem uppstå i förhållande till borgenärer om bolaget har en ansträngd ekonomisk situation.



en emission riktas till en utomstående till nackdel för bolaget eller aktieägare.

Ett utav de större problemen när en emission skall bedömas utifrån generalklausulerna är vad som skall anses vara otillbörligt i regelns mening. Som visats ovan kommer företagsekonomiska skäl att vara en variabel vid en sådan bedömning. Det råder en viss oenighet i doktrin om hur stor roll de företagsekonomiska skälen skall spela vid en sådan bedömning. Flera av författarna förespråkar en avvägning där de olika skälen vägs mot varandra. Bristen på domstolsavgöranden gör dock att rättsläget på denna punkt får anses vara mycket oklart. Om förarbetena skall följas strikt är det mycket svårt att klassa någon emission som helst som otillbörlig eftersom en sådan i nästan alla tänkbara fall kan motiveras med att vara företagsekonomiskt försvarlig. Det är svårt att se en situation där en ökning av aktiekapitalet i ett bolag är oförsvarligt. Många emissioner genomförs även på grund av att företaget befinner sig i kris och en ökning av aktiekapitalet är direkt nödvändigt för att bolaget skall överleva. Att ge rekvisitet en sådan snäv och bokstavig tolkning enligt förarbetena skulle urholka skyddet väsentligt. En sådan tolkning förespråkas dock av Bergström och Samuelsson med hänvisning till den centrala roll som vinstmaximeringsprincipen har inom aktiebolagsrätten.<sup>199</sup>

Mer ändamålsenlig ter sig en intresseavvägning där de olika skälen får vägas mot varandra, där hänsyn tas till både företagsekonomiska skäl, minoritetens intressen och övriga faktorer som kan vara av betydelse. Vilka av dessa som i slutändan skall väga tyngst får avgöras i det enskilda fallet.

Johansson har delat upp de olika faktorerna som inverkar på bedömningen av en riktad emission i tre punkter:

- De nya aktiernas emissionskurs
- Förändring i styrkeförhållanden i bolaget
- Skälen till att emissionen riktats

Av dessa menar Johansson att mest vikt tenderar att läggas på punkt ett och tre medan den inflytandemässiga utspädningseffekten i sammanhanget får en mindre betydelse.<sup>200</sup>

Att skälen till varför en emission riktas är viktiga kan ses i flera avgöranden från aktiemarknadsnämnden samt uttalanden i förarbetena. Framförallt gäller detta emissioner som riktas till någon eller några av de redan befintliga aktieägarna. Som nämnts tidigare krävs det enligt motiven objektivt godtagbara skäl för att rikta en emission till endast vissa aktieägare. Någon praxis från domstolar på vad sådana skäl skulle kunna vara finns inte att tillgå. Enligt aktiemarknadsnämnden kan ett sådant skäl

---

<sup>199</sup> Se Bergström, Samuelsson, AB grundproblem s 141 ff. samt Bergström, Högfeldt, Samuelsson s 139 f.

<sup>200</sup> Johansson s 148.

vara att bolaget befinner sig i finansiell kris ”och en sådan emission bedöms vara det enda alternativ som med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur denna kris”.<sup>201</sup> Att bolaget befinner sig i kris och är i stort behov av kapital kan inverka på bedömning av vad som skall anses otillbörligt. Liknande resonemang har även förts angående likhetsprincipen.<sup>202</sup> Att bolaget är i stort behov av kapital ökar betydelsen av företagsekonomiska överväganden vid otillbörlighetsbedömningen, detta skall dock inte förstås som att andra relevanta aspekter lämnas utan avseende. Enligt min mening öppnar ett sådant tillstånd ett vidare utrymme för bolaget att agera då företagsekonomiska skäl väger tyngre, samma intresseavvägning skall dock göras som vid andra bedömningar med hänsyn till minoritetsintressen, bolagets intresse samt makt- och majoritetsmissbruk. Fältet står inte öppet för vilka åtgärder som helst endast för att bolaget befinner sig i kris. En annan aspekt är att även en minoritet har ett intresse av att bolaget räddas för att inte gå miste om sin investering. Detta kan resultera i att man finner sig i åtgärder, som kan drabba aktieägare på ett ogynnsamt sätt, som man eventuellt inte accepterat under andra omständigheter.

Skälen till att rikta en emission till en utomstående intressent kan, förutom att få in kapital, vara att få in en stark finansiär i bolaget eller att tillföra bolaget kompetens vid en expansion, till exempel tillgång till nya marknader.

Av stor vikt vid bedömningen av riktade emissioner, såväl kontanta som apportemissioner, är hur emissionskursen fastställs. Att uppnå en situation där emissionskursen helt överensstämmer med aktiernas värde torde vara svårt, inte minst beroende på de svårigheter som möts vid aktievärdering. Hos noterade bolag ger börskursen en god vägledning för hur emissionskursen bör sättas, hos onoterade bolag kan bolagets substansvärde ge viss vägledning. Svårigheter kan dock uppstå om det även skall tas hänsyn till ickeekonomiska faktorer eller ej vid bedömningen, detta problem är inte lika stort för börsbolag som för onoterade bolag då dessa faktorer hela tiden påverkar värderingen av aktierna på börsen. En kurs som avviker från aktiernas värde leder, som vistats ovan, till en ekonomisk utspädning för de aktieägare som inte har möjlighet att delta i den riktade emissionen. Om emissionen riktas till någon utomstående drabbas samtliga aktieägare lika av utspädningseffekten. Att detta blir fallet hindrar inte att en sådan åtgärd kan komma i konflikt med generalklausulen som även täcker situationen då en förmån ges en utomstående till nackdel för bolaget eller aktieägare. Att väga in i ett sådant sammanhang är dock att samtliga aktieägare även får nytta av det kapitaltillskott som tillkommer bolaget. En avvägning får göras mellan detta och det värde som överflyttas från de gamla aktierna till de nya.

Fastställandet av emissionskursen påverkas även av den tid som går mellan beslutet om och genomförandet av emissionen. Om kursen sätts redan vid

---

<sup>201</sup> AMN 2002:2.

<sup>202</sup> Se ovan kap 2.1, Åhman och Nial. Resonemanget har dock mött viss kritik.

stämmobeslutet finns en risk att aktiernas värde har förändrats vid genomförandet av emissionen och att det på detta sätt uppstår en fördel för dem som deltar i emissionen. Om värdet på aktierna under tiden har sjunkit kan en situation uppstå där marknadsvärdet är lägre än emissionskursen. Det är därför vanligt att kursen sätts på en medvetet låg nivå för att garantera att emissionen blir fulltecknad, för att så skall bli fallet måste det vara attraktivt att teckna sig för de nya aktierna. Att ge en viss favör till tecknaren även vid riktade emissioner är nödvändigt för dess genomförande och borde inte stå i strid med generalklausulen om det inte resulterar i en mer påtaglig värdeöverföring.<sup>203</sup> I förslaget till ny ABL framgår av 13 kap 5 § 8p att styrelsen kan bemyndigas att fastställa emissionskursen innan teckning påbörjas. Detta kan medföra fördelar i den aspekten att emissionskursen fastställs närmare tiden för emissionens genomförande och därmed på ett bättre sätt kan spegla det verkliga värdet på aktierna.<sup>204</sup>

Mer praktiskt kan antas att, om emissionen riktas till en utomstående intressent, denne lämnar ett bud till bolaget på hur stor andel av företaget som intressenten vill förvärva och hur mycket denne är beredd att investera. Det blir sedan upp till stämman att ta ställning till "budet".

Vid apportemissioner blir denna problematik tudelad, därav de risker som förknippas med sådana åtgärder. Det avgörande blir här förhållandet mellan den fastställda emissionskursen och värderingen av den egendom som skall tillföras. Även om emissionskursen i sig överensstämmer med det riktiga värdet på de gamla aktierna kan en övervärdering av egendomen få liknande konsekvenser. Paralleller kan dras till när ett bolag köper in egendom till överpris, alternativt säljer till underpris, från en aktieägare, något som klassas som förtäckt utdelning. I denna situation handlar det istället om en värdeöverföring från de gamla aktierna till de nya. Ett stort ansvar har i detta sammanhang överskjutits på revisorerna som skall uttala sig om värdet på egendomen ur bolagets perspektiv. En brist är dock att revisorerna endast uttalar sig om de handlingar som upprättats av bolagets styrelse. Deras bedömning är således beroende av kvaliteten i detta material.

Möjligheten att genomföra en emission till underkurs i börsbolag innebär i realiteten att företaget rabatterar ut sina aktier till den som erbjuder att teckna dessa och sedan fyller den brist som därmed uppstår i aktiekapitalet från sitt egna kapital. Aktietecknaren kan sägas få en del av sitt köp finansierat genom bolaget på bekostnad av de övriga aktieägarna. Detta kan te sig tveksamt och det finns en uppenbar risk att ett sådant förfarande skulle kunna komma i konflikt med generalklausulen om kursen inte motsvarar aktiernas verkliga värde. Att emittera till under det nominella beloppet kan ses som ett sätt att pressa emissionskursen till dess yttersta. I vissa fall kan det dock vara bra och nödvändigt för ett börsbolag att kunna emittera aktier

---

<sup>203</sup> Rodhe menar att kursen måste vara i vart fall nära de gamla aktiernas värde. Jfr även prop. 1975:103 s 331.

<sup>204</sup> Jfr prop. 2004/05:85 s 680 f. Att observera är att regeln föreslås att endast gälla om aktierna skall noteras på börs eller annan auktoriserad marknadsplats.

till under det nominella beloppet. Exempel kan hämtas från börssraset i början på 2000-talet där vissa aktier rasade kraftigt och i vissa fall även under nominellt belopp. För att kunna genomföra en emission i ett sådant läge kan det vara nödvändigt att sätta kursen lågt. Under inga omständigheter kan emissionskursen vara högre än den aktuella marknadskursen, en potentiell investerare skulle då istället förvärva aktier på marknaden.

Att rikta en emission medför även en inflytandemässig utspädning som kan få stora konsekvenser för aktieägarna. Det finns inget effektivt medel att skydda sig mot detta likt systemet med teckningsrätter som kan motverka en ekonomisk utspädning. Konsekvensen av detta är att den som emissionen riktas till stärker sitt inflytande i bolaget medan övriga aktieägares inflytande minskar. Troligen behövs mer markanta förändringar i inflytandet för att sådana icke-ekonomiska faktorer skall klassas som otillbörliga. I förlängningen innebär dock en sådan utspädning att en majoritetsägare helt kan ta över bolaget och tränga ut minoriteten. En stor del av minoritetsskyddet grundas på att det finns en minoritet om minst tio procent i bolaget, att hamna under denna gräns kan få väsentliga konsekvenser för minoriteten. Att en majoritetsägare uppnår ett ägande som överstiger 90 procent innebär också att det finns möjlighet att tvångsinlösa resterande aktieägares innehav i bolaget.

Att det kan vara svårt att klassa en emission som otillbörlig endast på grund av den inflytandemässiga utspädningen kan ses i fallet från Svea HovR som refererats ovan.<sup>205</sup> Fallet ger dock inte mycket ledning då tvistefrågan aldrig prövades i sak eftersom parterna förliktes.

#### **4.2.1 Formell likabehandling, reell olikbehandling**

Ett uttalat syfte vid införandet av generalklausulerna var att dessa skulle omfatta situationer där likhetsprincipen inte var tillämplig därför att samtliga aktieägare formellt likabehandlats men resultatet ändå kunde medföra en reell olikbehandling.

Ett exempel på detta, som nämns i doktrinen<sup>206</sup>, är att en emission genomförs med företrädesrätt men vid en tidpunkt då det är känt för majoriteten att en aktieägare saknar ekonomiska möjligheter att delta i emissionen och därmed säkra sin ägarandel. Om detta är en starkt bidragande orsak till emissionen, eller direkt avgörande, skulle detta möjligen kunna ses som otillbörligt. Problemet med detta är att det med stor sannolikhet kommer i konflikt med uttalandet i motiven om att åtgärder som är företagsekonomiskt försvarliga inte skall ses som otillbörliga. Om emissionen görs endast i syfte att minska en aktieägares innehav kan detta visserligen förefalla illojalt. Vad som skall anses som otillbörligt enligt

---

<sup>205</sup> Mål Ö 1849/88, Svea HovR.

<sup>206</sup> Se t.ex. Bergström, Samuelsson, AB Grundproblem s 143.

generalklausulen skall dock bedömas på objektiva grunder. Att i en sådan bedömning ta hänsyn till en enskild aktieägares betalningsförmåga, oavsett om denna är känd av övriga aktieägare eller ej, förefaller tveksamt. En företrädesemission medför typiskt sett inga negativa effekter eller otillbörliga fördelar för befintliga aktieägare. Enda möjligheten synes finnas i att bolaget redan före emission är väl finansierat och att det således inte föreligger några företagsekonomiska skäl för att genomföra emissionen. I en sådan situation skulle det möjligen kunna tänkas att de negativa effekter som drabbar de aktieägare som inte kan delta skulle komma att väga över i en bedömning enligt generalklausulen. I en sådan situation rör det sig framförallt om en inflytandemässig utspädning som skulle vara fördel respektive nackdel. Det är dock högst osäkert om endast en inflytandemässig utspädning ensam kan innebära att en emission klassas som otillbörlig.<sup>207</sup>

Om däremot vissa aktieägare hindras att delta, eller ett deltagande försvåras, på grund av omständigheter som kan hänföras till bolaget eller dess företrädare är situationen en annan.

### 4.3 Några övriga aspekter

Att viss utspädning drabbar de befintliga aktieägarna när det till exempel genomförs en emission för att öka ägarspridningen inför en börsintroduktion är nödvändigt. Om syftet istället är att minska minoritetsinflytandet är det mer tveksamt. Varje emission får bedömas från fall till fall och utifrån de motiv som ges till att emission riktats eller på annat sätt kommit att gynna majoriteten. De grunder som emissionskursen har beräknats på kan här komma att spela stor roll. Inte minst är detta fallet vid apportemission där även värdet på den tillförda egendomen skall värderas utifrån bolagets perspektiv.

Att rikta en emission till redan befintliga aktieägare kan tyckas vara extra känsligt då detta får stor påverkan för dem som inte ges möjlighet att delta. Såväl ekonomisk som inflytandemässig utspädning blir som mest påtaglig vid en sådan emission. Om emissionen görs till en utomstående intressent drabbas alla aktieägare lika av utspädningseffekten. Det kan dock inte bortses ifrån möjligheten att den utomstående intressenten vid en riktad emission har starka gemensamma intressen med majoritetsägaren och på det sättet kan bidra till ogynnsamma effekter för minoriteten.

För att minska den inflytandemässiga utspädningen vid emissioner som genomförs utan företrädesrätt kan man laborera med aktier som har ett mindre rötvärde. Särskilt institutionella ägare kan antas vara intresserade av en sådan lösning då man ofta söker en bra investering snarare än kontroll över ett bolag. Effekten försvinner dock inte helt då man begränsas av att det får skilja max tio gånger i röstvärdet mellan de olika aktieslagen. Som vi

---

<sup>207</sup> Jfr Mål Ö 1849/88, Svea HovR.

har sett kan det också vara svårt att få en sådan utspädning klassad som otillbörlig. En ytterligare aspekt av detta är att investeraren som får ett mindre röstvärde kan istället vilja ha högre utdelning, detta blir då ytterligare en variabel att ta hänsyn till i bedömningen.

Genom de föreslagna bestämmelserna om kvittningsemissioner undviks maskerade riktade kvittningsemissioner som snarare har karaktär av en förskottsbetalning än kvittning av en legitim fordran. Genom att införa ett krav på kvalificerad majoritet även vid kvittningsemissioner har en tidigare öppen baddörr för majoriteten stängts. Att sådana utstuderade förfaranden tidigare löpte stor risk att träffas av generalklausulen innebar en omväg för den drabbade minoriteten. Att istället införa ett krav på kvalificerad majoritet ökar skyddet för minoriteten samtidigt som möjligheten att använda sig av generalklausulen kvarstår även då en sådan majoritet kan uppnås. De nya reglerna bör inte innebära något hinder för bolag där en riktad kvittningsemission kan motiveras på ett riktigt sätt och är väl underbyggd med bolagets intresse i främsta rummet.

Möjligheten att bemyndiga styrelsen att genomföra emissioner, både med och utan företrädesrätt, kan i många fall vara positivt och direkt nödvändigt. När bolaget snabbt behöver få in nytt kapital kan alternativet att kalla till en extra bolagsstämma ta allt för lång tid. Att ge ett bemyndigande att avvika från företrädesrätten innebär dock att aktieägarna avhänder sig mycket av den kontroll över villkoren för emission som de annars skulle ha haft inflytande över på stämman. Detta är, som nämnts ovan, en av anledningarna till att ett sådant bemyndigande måste omprövas på varje ordinarie bolagsstämma.

Att skälen för avvikelser från företrädesrätten samt grunderna för emissionskursen måste anges även i förslaget till beslut om bemyndigande för styrelsen att genomföra en nyemission beskär styrelsens handlingsfrihet. På detta sätt ökar stämmans kontroll över de transaktioner som styrelsen kan företa. Detta framgår av den nyligen meddelade domen från HovR för Övre Norrland.<sup>208</sup> Svaranden menade att det inte var möjligt att ge de aktuella uppgifterna eftersom förhållandena för fastställande av kursen eller förutsättningarna för vem skulle teckna inte var kända vid tidpunkten för bemyndigandet och därför inte kunde anges. HovR:n kom fram till att dessa uppgifter måste framgå även då ett bemyndigande lämnas. Ett resultat av detta blir då att styrelsen får ”ramar” att hålla sig inom då man önskar använda sig av bemyndigandet och detta kan således inte användas för att genomföra en emission som inte täcks av de skäl som angetts. Domens betydelse kommer av allt att döma bli kortvarig. I förslaget till ny ABL finns den aktuella hänvisningen inte längre med. Istället skall de aktuella handlingarna upprättas av styrelsen inför beslutet om emission med stöd av bemyndigandet. Att kräva att dessa uppgifter skall fastställas inför att bemyndigandet skall ges förtar lite av den dynamik som institutet innebar. Det finns då en risk att de ramar som ges styrelsen blir alltför snäva och

---

<sup>208</sup> Mål T 179-02, HovR för Övre Norrland.

inte kan användas vid extraordinära händelser som kan kräva ett snabbt agerande. Vissa riktlinjer bör dock fortfarande ges av stämman om hur bemyndigandet är tänkt att användas.

Mot bakgrund av ovan presenterade ärenden och Aktiemarknadsnämndens praxis i övrigt kan ses att det med tiden utvecklats en allt mer restriktiv inställning till riktade emissioner till förmån för vissa aktieägare. Bedömningarna har kommit att fokuseras på om det föreligger objektivt godtagbara skäl eller inte och då särskilt om bolaget ifråga befinner sig i finansiell kris samt fastställandet av emissionskursen.<sup>209</sup> AMN 1988:12 är ett numera gammalt ärende och det finns kanske skäl att ifrågasätta om nämnden kommit till samma slutsats idag som då. Varken skälen till att emissionen riktades eller fastställandet av emissionskursen prövades av aktiemarknadsnämnden.<sup>210</sup> Numera anses att emissioner som är i riskzonen för att komma i konflikt med generalklausulen inte är förenliga med god sed på aktiemarknaden. Även om detta också tidigare har varit nämndens inställning så har detta tydliggjorts genom det generella uttalandet, 2002:2, om riktade emissioner.

En stor anledning till att riktade emissioner görs är de administrativa kostnader men framförallt den tidsutdräkt som är förknippad med företrädesemissioner. Tidsutdräkten skapar reella problem när företaget i kris snabbt behöver skaffa kapital. Ett antal olika varianter på ”reparativa emissioner” har beskrivits ovan. Syftet med dessa är att genom en riktad emission snabbt få in en huvuddel av kapitalet till bolaget och samtidigt genom att låta samtliga aktieägare delta ta hänsyn till kravet på likabehandling av aktieägarna. Förfarandet kan leda till en olikbehandling då man genom att maskera emissionen som riktad förhindrar handeln med teckningsrätter. De aktieägare som inte har möjlighet att delta i den ”riktade” emissionen ges därmed ingen möjlighet att skydda sig mot den utspädning som blir följden av att inte teckna aktier. Att säga att den sammantagna effekten av ett sådant förfarande är att likställa med en företrädesemission är därför en sanning med modifikation. Det ekonomiska resultatet för bolaget blir detsamma men för den enskilde aktieägaren kan det få stora konsekvenser. Att inte erbjuda en möjlighet att skydda sig mot denna utspädning kan eventuellt anses strida mot rätten att bli likabehandlad. Var olikbehandlingen ligger kan vara svårt att fastställa generellt och får bedömas från fall till fall. Klart är att åtgärden innebär ett kringgående av regler som är ägnade att tillvarata aktieägarnas intressen. Möjligen skulle ett resonemang kunna föras med utgångspunkt i att åtgärden försvårat deltagandet för mindre aktieägare om teckningstiden är särskilt kort. Anledningen till att ett sådant emissionsförfarande väljs bör i de flesta

---

<sup>209</sup> Jfr t.ex. AMN 2002:2, 2002:15, 2003:20 och 2003:33.

<sup>210</sup> AMN 1988:12 behandlar dock inte renodlat frågan om emission till endast vissa aktieägare. De teckningsberättigade var i detta fall aktieägare i Skanska, Drotts moderbolag. En ledamot i aktiemarknadsnämnden var skiljaktig och ansåg att emissionen stred mot god sed med hänvisning till just emissionskursen.

fall vara att bolaget är i stort behov av kapital och de företagsekonomiska skälen kommer då också att få stor betydelse.

Detta bör dock endast vara fallet då man ser till det första exemplet med två riktade emissioner. Exempel nummer två, med en riktad och en företrädesemission, leder inte till samma problem med teckningsrätterna då flertalet av ägarna deltar i företrädesemissionen som här kompletterar den riktade emissionen. Genom detta går aktieägarna inte miste om möjligheten att avyttra sina teckningsrätter istället för att köpa aktier. På detta sätt lider de ingen skada genom att inte deltaga om värdet på teckningsrätten antas motsvara värdeförändringen mellan de gamla och nya aktierna. Liknande förfaranden kan vidtas även vid apportemissioner.

Ytterligare ett alternativ till att genomföra en riktad emission kan vara att genomföra en företrädesemission som garanteras av en majoritetsägare eller utomstående intressent. Detta kan framförallt vara lämpligt om man misstänker att många aktieägare inte är intresserade av att investera ytterligare kapital i bolaget och att emissionen därför riskerar att inte bli fullteknad. Genom ett sådant förfarande får aktieägarna också möjlighet att avyttra sina teckningsrätter om de inte önskar tillskjuta mer kapital.

Intressant att notera kan också vara att flera av Sveriges institutionella ägare i sina ägarstyrningspolicys förordar emission med företrädsrätt för de befintliga aktieägarna. Flera anser att om en riktad emission skall genomföras skall detta särskilt motiveras med utgångspunkt i företagets situation och behov. Vissa anser även att det specifikt skall redogöras för de utspädningseffekter som aktieägare kan drabbas av i förslaget till beslut.

En restriktiv inställning kan ses till att styrelsen bemyndigas att genomföra riktade emissioner. Sådana bemyndiganden skall vara utförligt motiverade och specificerade i vilka situationer och på vilka villkor de får användas. Vissa ägare kräver även att dessa begränsas till viss del av aktiekapitalet eller utestående aktier, begränsningar på mellan fem och tio procent förekommer.<sup>211</sup>

---

<sup>211</sup> Kristiansson s 117 f.



## 5 Slutsatser

Likhetsprincipen såsom allmän rättsgrundsats har en relativt marginell betydelse som skydd för aktieägarna vid emissioner. Dess främsta inverkan är genom de bestämmelser i ABL som bygger på principen. Att använda denna för att klandra ett emissionsbeslut med avvikelse från företrädesrätten bör inte vara möjligt då detta innebär ett avsteg från likhetsprincipen som gjorts i ABL i och med kravet på kvalificerad majoritet. Principen bör dock vara tillämplig vid genomförandet av beslutet, vilket innebär att aktieägarna kan ställa krav på att bli likabehandlade inom ramen för detta. Det handlar då inte om att klandra beslutet som tagits med kvalificerad majoritet utan snarare tillämpningen av detta som kan innebära en olikbehandling, exempelvis genom att de aktieägare som ges rätt att delta i en riktad emission erbjuds olika villkor.<sup>212</sup>

Det främsta skyddet för aktieägarna vid emissioner finns i generalklausulerna. Vid en otillbörlighetsbedömning enligt generalklausulerna får ett antal olika skäl vägas mot varandra, bland annat företagsekonomiska skäl, minoritetsintressen och övriga faktorer som kan vara av betydelse. Företagsekonomiska skäl kan här få stor betydelse men bör dock inte vara ensamt avgörande.

Skäl som är av särskild betydelse vid en bedömning av riktade emissioner är emissionskursen, den inflytandemässiga utspädningen samt skälen till att emissionen riktats. Här skall särskilt betonas skäl som att företaget befinner sig i finansiell kris och därför har ett stort kapitalbehov som snabbt måste täckas. Endast det faktum att det uppstår en inflytandemässig utspädning kan svårligen bedömas som otillbörligt.

Att apportemission sker utan företrädesrätt och även beslutas med endast enkel majoritet innebär ett riskmoment för minoriteten. Jag är av åsikten att företrädesrätten skall gälla även vid apportemissioner, på ett principiellt plan, samt att avvikelse från denna skall ske genom beslut som fattas med två tredjedels majoritet samt en motivering till varför avvikelse sker.

---

<sup>212</sup> Jfr kap 2.4.

## 6 Avslutande kommentarer

Genom att initiera en emission i ett bolag kan en majoritetsägare stärka sin ställning i bolaget genom den utspädningseffekt som drabbar övriga aktieägare om emissionen görs utan företrädesrätt. Om erforderlig majoritet kan uppnås på stämman för ett sådant beslut har en minoritet i bolaget mycket svårt att stoppa ett sådant. De praktiska svårigheterna med att klandra ett beslut med hjälp av likhetsprincipen eller generalklausulerna är stora och rättspraxisen på området är i stort sett obefintlig och ger en mager ledning.

Man kan anta att det inte är särskilt vanligt, även om det naturligtvis förekommer, att en majoritet utstuderat försöker att sko sig på minoritetens bekostnad och vidtar åtgärder för att i tränga ut denna. Detta till trots är problemet aktuellt. Att en minoritet råkar illa ut vid en emission kan ha många orsaker och kan bero på att det inte gjorts en riktig konsekvensbedömning av de förslag som lagts fram vid stämman.

Generalklausulerna och likhetsprincipen är trubbiga verktyg för en minoritet att ta till för att hävda sin rätt. Det är en äventyrlig och svårförutsägbar talan att föra och kan antas vara förenad med stora processkostnader som kan verka avskräckande för mindre aktieägare. Det kan helt enkelt riskera att kosta mer än det smakar. En mer trolig effekt av att ett bolag inte respekterar likhetsprincipen är att de mindre aktieägarna ”röstar med fötterna” och helt enkelt säljer sina aktier och investerar någon annanstans, förutsatt att aktieägandet är en ren ekonomisk investering. Ett sådant resultat kan vara nog så kännbart för ett bolag då det kan leda till svårigheter med kapitalförsörjningen.

Redan risken att råka ut för en sådan talan medför troligen vissa preventiva effekter hos bolagen. Denna preventiva effekt kan motverka alltför ensidiga och utpräglat illojala förslag till emissioner. Reglerna har således ett syfte även om de är svåra att tillämpa i praktiken.

Viktigt är också att reglerna måste vara välbalanserade för att erbjuda handlingsutrymme för bolagen. Att ha ett alltför starkt skydd för minoriteten kan begränsa detta handlingsutrymme och på så sätt påverka bolagen negativt. Detta är en svår avvägningsfråga.

# Käll- och litteraturförteckning

## LITTERATUR

- Andersson, Sten  
Johansson, Svante  
Skog, Rolf      Aktiebolagslagen. En kommentar. Del I 1-9 kap.  
Supplement 4 januari 2005, Norstedts Juridik  
AB, Mölnlycke 2005. [cit: ABL-kommentar]
- Andrén, Niclas  
Eriksson, Tore  
Hansson, Sigurd      Finansiering, 1 uppl., Liber Ekonomi, Trelleborg,  
2003. [cit: Andrén, Eriksson, Hansson]
- Bergström, Clas  
Samuelsson, Per      Aktiebolagets Grundproblem, Nerenius &  
Santérus Förlag AB, Angered, 1997. [cit:  
Bergström, Samuelsson, AB Grundproblem]
- Gavatin, Charles      Aktiebolagsrätt i teori och praktik, AB Svensk  
Byggtjänst, Stockholm, 1992. [cit: Gavatin]
- Johansson, Svante      Bolagsstämma, Juristförlaget JF AB, Stockholm,  
2004. [cit: Johansson]
- Johansson, Svante      Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag,  
8:1 uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm,  
2001. [cit: Johansson, Nials svensk  
associationsrätt...]
- Kristiansson, Björn      Svenska ägarpolicies, 2 uppl., FöretagsJuridik  
Nord & Co AB, Stockholm, 2003. [cit:  
Kristiansson]
- Nerep, Erik      Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av  
nyckelfrågor, Stiftelsen MercurIUS, Stockholm,  
2003. [cit: Nerep]
- Pehrsson, Lars      Generalklausuler i aktiebolagslagen, i Festskrift  
till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987,  
Rättsvetenskapliga studier, s 483 ff., Norstedts  
Förlag, Falköping, 1987. [cit: Pehrsson]
- Rodhe, Knut      Aktiebolagsrätt, 20 uppl. Bearbetad av Rolf  
Skog, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2002.  
[cit: Rodhe]

- Skog, Rolf (red) Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda, Stockholm Centre for Commercial Law, Uppsala, 2004. [cit: Skog (artikelförfattare)]
- Åhman, Ola Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – Om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt, Iustus Förlag AB, Uppsala, 1997. [cit: Åhman]

## **OFFENTLIGT TRYCK**

- Ds Fi 1986:21 Riktade emissioner av aktier, mm. Rapport av kommissionen för undersökning av vissa aktieemissioner, mm. (Fi 1986:A)
- LU 1973:19 Lagutskottets betänkande i anledning av Kungl. Maj:ts proposition 1973:93 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m. jämte motioner,
- 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 aktiebolagslag m.m.
- Prop. 1993/94:196 Ändringar i aktiebolagslagen
- Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag
- SOU 1941:9 Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.
- SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m., betänkande avgivet av Aktiebolagsutredningen.
- SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation, delbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital, delbetänkande av Aktiebolagsutredningen.
- SOU 2001:1 Ny Aktiebolagslag, slutbetänkande av Aktiebolagsutredningen

## OFFENTLIGT TRYCK FRÅN EU

Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga, *Europeiska gemenskapernas officiella tidning nr L 026, 31/01/1977 s. 0001 - 0013*

## PERIODISKT TRYCK

- Andersson, Jan Skadestånd enligt aktiebolagslagen. Några reflektioner mot bakgrund av prejudikatfunktionen. *Juridisk Tidskrift* 2000-01, s 395 ff. [cit: Andersson i JT]
- Bergström, Clas  
Högfeldt, Peter  
Samuelsson, Per Om kravet på likabehandling av aktieägare, *Tidskrift for rettsvitenskap* nr 1-2, 1994, s 117 ff. [cit: Bergström, Högfeldt, Samuelsson]
- Lindskog, Stefan Om aktiebolags anspråk på grund av olovlig kapitalanvändning; särskilt om s.k. bristtäckningsansvar, *Svensk Juristtidning* 1992, s 81 ff. [cit: Lindskog i SvJT]
- Lundin, Kim Klart för emission men ingen garant, *Dagens Industri*, 2005-05-10. [cit: DI 2005-05-10]
- Nial, Håkan Minoritetsskydd i aktiebolag, *Svensk Juristtidning* 1941, s 702 ff. [cit: Nial i SvJT]
- Af Sandeberg, Catarina Regeringens förslag till ny aktiebolagslag – särskilt om minoritetsskyddet, *Juridisk Tidskrift* 2004-05 nr 2, s 269 ff. [cit: Af Sandeberg i JT]
- Skog, Rolf Dags att reglera företrädesrätten till nya aktier i bolagsordningen, *Balans* nr 1 1996. [cit: Skog i Balans nr 1, 1996]

## ÖVRIGT

Aktiemarknadsnämnden, [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se)

Aktiespararnas ägarstyrningspolicy, november 2003, tillgänglig på [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se)

Bolagsverket, [www.bolagsverket.se](http://www.bolagsverket.se)

Noteringsavtal, Stockholmsbörsen, tillgängligt på  
[www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen)

Statistisk årsbok 2003, tillgänglig på [www.scb.se](http://www.scb.se)

# Rättsfallsförteckning

## **RÄTTSFALL FRÅN HD**

NJA 1977 s 393

NJA 1989 s 751

NJA 2000 s 404

## **RÄTTSFALL FRÅN HovR**

Mål Ö 1849/88, Svea hovrätt

Mål T 179-02 Hovrätten för Övre Norrland

## **UTTALANDEN FRÅN AMN**

1987:2

1988:12

2002:2

2002:7

2002:15

2003:20

2003:33

2004:15