



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Christian Lindhé

# Konvertibla preferensaktier

Examensarbete  
20 poäng

Handledare:  
Torsten Sandström

Ämnesområde:  
Associationsrätt

Termin 9

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>4</b>
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte och avgränsningar	5
1.3 Metod	6
1.4 Material	7
1.5 Disposition	7
<b>2 PREFERENSAKTIER</b>	<b>8</b>
2.1 Allmänt	8
2.2 Olika former av preferensaktier	10
2.3 För- och nackdelar	11
2.4 Konvertering och inlösen	13
<b>3 EMISSION AV PREFERENSAKTIER</b>	<b>15</b>
3.1 Allmänt	15
3.2 Röstreglernas skyddsobjekt och karaktär	15
3.3 Ändring av bolagsordningen	18
3.3.1 Redan utgivna aktier	19
3.3.2 Nyemission	21
3.4 Förfarandet på bolagsstämma	23
3.4.1 Bolagsstämma	23
3.4.2 Bolagsstämma per capsulam	23
3.4.3 Registrering m.m.	24
<b>4 KONVERTERING</b>	<b>26</b>
4.1 Allmänt	26
4.2 Bolagsordning och aktieägaravtal	27

<b>4.3</b>	<b>Omvandlingsförbehåll</b>	<b>28</b>
4.3.1	Införande i bolagsordningen	28
4.3.2	Villkor i omvandlingsförbehållet	29
4.3.2.1	Tid och beslut	29
4.3.2.2	Konverteringsförhållande	31
<b>4.4</b>	<b>Tolkning av bolagsordningen m.m.</b>	<b>33</b>
<b>4.5</b>	<b>Konverteringsförfarandet</b>	<b>33</b>
<b>5</b>	<b>UTSPÄDNINGSSKYDD</b>	<b>35</b>
<b>5.1</b>	<b>Allmänt</b>	<b>35</b>
<b>5.2</b>	<b>Utspädningsskydd i bolagsordningen</b>	<b>37</b>
5.2.1	Företrädesrätt vid ny- och fondemission	37
5.2.2	Andra former av utspädningsskydd i bolagsordningen?	39
<b>5.3</b>	<b>Utspädningsskydd i aktieägaravtal</b>	<b>40</b>
5.3.1	Internationell utblick	40
5.3.1.1	Full ratchet	40
5.3.1.2	Weighted average ratchet	41
5.3.2	Svenska förhållanden	41
<b>6</b>	<b>AVSLUTANDE SYNPUNKTER</b>	<b>44</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>46</b>

# Sammanfattning

I uppsatsen analyseras ett antal centrala frågor som uppkommer i samband med emission och konvertering av konvertibla preferensaktier. Syftet är att med hjälp av traditionell rättsdogmatisk metod söka utröna bland annat vilka majoritetskrav som uppställs vid emission av preferensaktier, hur konverteringsvillkoren kan utformas samt hur ett välfungerande utspädningsskydd kan konstrueras. Uppsatsen inriktas huvudsakligen på svensk rätt.

Utgångspunkten i den svenska aktiebolagsrätten är att alla aktier skall ha lika rätt till bolagets tillgångar och vinst. Genom att införa en särskild bestämmelse i bolagsordningen kan dock denna starka princip frångås, varvid vissa aktier tillerkänns företräde till en viss del av den vinst som bolagets verksamhet genererar. Sådana aktier kallas preferensaktier och övriga aktier i bolaget går under benämningen stamaktier.

Preferensaktier används idag i stor utsträckning vid så kallade Private Equity och Venture Capital investeringar. Anledningen till detta är att investeraren på så sätt kan minska sitt risktagande genom att utsikterna till avkastning ökar. Härigenom torde även kapitalkostnaden för bolaget sjunka, vilket således gör utgivande av preferensaktier till en billigare form av kapitalanskaffning än utgivande av stamaktier. Preferensaktier kan vidare användas som medel för återbetalning av aktieägartillskott eller som ett sätt att attrahera nytt kapital i händelse av ekonomisk kris i ett företag.

För att undvika illojalt agerande från stamaktieägarna, som ofta befinner sig i majoritet, kan preferensaktierna kombineras med rätt till ackumulativ utdelning och likvidationspreferens. På så vis kan de negativa konsekvenserna av stämmans eventuella vägran att besluta om utdelning lindras.

Vad gäller konverteringsrätten är detta något som regelmässigt önskas av aktörerna på riskkapitalmarknaden. Anledningen härtill är att innehavet av preferensaktier då kan omvandlas till stamaktier som kan förväntas ha bättre tillväxt och avkastning på lång sikt. Konvertering används dessutom, tillsammans med bland annat inlösen, som ett sätt att garantera investeraren en exit ur bolaget.

Preferensaktier tillskapas genom införande av en särskild bestämmelse i bolagsordningen. Utformningen av reglerna för ändring av bolagsordningen är av stor vikt för att skydda minoritetsägarna samt för att skapa ett förutsägbart förhållande mellan ägarna i bolaget. Således uppställs tämligen stränga krav på majoritet för att en ändring skall kunna genomföras. Huvudregeln, att två tredjedelar av ägarna skall samtycka till ändringen, har med avseende på preferensaktier främst relevans vid nyemissioner. Skall befintliga aktier omvandlas till preferensaktier uppställs än strängare

majoritetskrav. En i praktiken inte sällan förekommande situation är att mer än en serie preferensaktier skall utges. Vilka majoritetskrav som ABL uppställer i dessa fall är i stor utsträckning oklart. I kapitel 3 presenteras en möjlig lösning på detta problem.

I bolagsordningen kan vidare införas ett så kallat omvandlingsförbehåll som ger bolaget eller preferensaktieägaren möjlighet att påkalla konvertering under närmare angivna omständigheter. Även för sådan bestämmelse införande i bolagsordningen uppställs särskilda majoritetskrav, då en konvertering kan få stora konsekvenser för bolagets verksamhet. En annan fråga av intresse är under vilka omständigheter konvertering kan påkallas samt vad som skall träda i de sålunda konverterade preferensaktiernas ställe. I uppsatsen diskuteras dessa frågor både utifrån ett teoretiskt och praktiskt perspektiv. Slutsatserna kan kort sammanfattas som att relativt stor frihet tillerkänns parterna i utformandet av dessa villkor men att hänsyn alltid måste tas till vissa tvingande bestämmelser i ABL rörande borgenärs- och minoritetsskydd.

Även om preferensaktieägaren har en förmånlig position vad gäller rätten till utdelning kan olika förändringar av aktiekapitalet allvarligt skada investerarens avkastningsmöjligheter. En av de viktigaste delarna i en investeringsprocess är således att skapa ett fungerande utspädningsskydd som kompenserar preferensaktieägaren i händelse av att ytterligare kapital skall anskaffa i bolaget. Avslutningsvis presenteras olika varianter på sådant utspädningsskydd. Vissa jämförelser görs här mellan internationella förhållanden och rättsläget i Sverige. Förbudet mot emission av aktier till underkurs samt det i svensk rätt obligatoriska konverteringsförhållande gör att olika komplicerade avtalslösningar vanligtvis måste användas för att trygga preferensaktieägarens investering.

Författarens förhoppning är att de slutsatser och idéer som presenteras i uppsatsen skall kunna bidra till att rättsläget i någon mån klargörs vad gäller konvertibla preferensaktier.

# Förord

Det var med högt ställda förväntningar och målsättningar som jag, under sensommaren 2000, passerade genom Juridicums snurrande entré för första gången. Utbildningen skulle självfallet inriktas på folkrätt eller mänskliga rättigheter och därefter följas av ett toppjobb på FN eller UD. Kort efter mitt inträde inom den diplomatiska sfären skulle världen förändras till det bättre, självfallet som ett resultat av mitt idoga men högst anspråkslösa arbete. Denna gymnasiala naivitet förbyttes ganska omgående i ett innerligt intresse för juridiken i sig. Aldrig tidigare hade jag väl kunnat föreställa mig att till och med den till synes mest obetydliga paragraf kunde dölja så många intressanta frågor och rättspolitiska avvägningar.

Efter ett tidigt avbrott i studierna för militärtjänst och språkstudier fångade bolagsrätten mitt intresse. Under specialkurser och framförallt under författandet av detta arbete har jag blivit allt mer övertygad om att jag gjort ett riktigt val.

Nu nästan sex år efter studiernas början ser jag tillbaka på en på alla sätt och vis njutbar och utvecklande tid. Visst har studierna många gånger varit krävande och tagit mycket tid, men jag tycker ändå att jag lyckats ganska väl i balansgången mellan hårt pluggande och sociala aktiviteter. Många ytterst trevliga studiekamrater och studentikosa upptåg kommer för alltid att finnas kvar i minnet och ge upphov till rörande nostalgi.

Trots vissa diskussioner om hård arbetsbelastning och bitvis okonventionella levnadsvanor har min mor, far, lillebror, morföräldrar och min flickvän Hanna alltid stött mig helhjärtat i allt jag företagit mig. Jag känner en stor och uppriktigt tacksamhet för detta och hoppas att jag någon gång kan återgälda i alla fall en del av ert ovärderliga stöd!

Under författandet av detta examensarbete har jag erhållit mycket god och handfast ledning av min handledare Torsten Sandström. Med sitt stora bolagsrättsliga kunnande har han styrt mig på rätt spår när så behövts, men samtidigt tillåtit mig att författa examensarbetet helt efter egna önskemål och målsättningar. Jag vill också rikta ett stort tack till advokat Magnus Hedsund på Advokatfirman Vinge i Malmö som gett mig värdefulla tips och råd både vad gäller ämnesval och författandet av uppsatsen. Dessutom skall dennes kollega Erik Sjöman nämnas för god hjälp med val av uppsatsämne och litteratur.

Examensarbetet har, på grund av högst lyckliga omständigheter, författats under stor tidspress. Trots all hjälp jag erhållit av nämnda personer innebär detta att arbetet säkerligen innehåller en del fel och ofullständigheter. Ingen annan än jag själv skall dock lastas för detta.

Nu börjar det!

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Lagstiftarens avsikt med den nya aktiebolagslagen (ABL), som trädde i kraft den 1 januari 2006, är inte att mer genomgående förändra den svenska aktiebolagsrätten. Snarare är den nya lagen ett försök att åstadkomma en reglering mer harmoniserad med EG-rätten samt den utveckling som har skett i praxis sedan den gamla lagens tillkomst.<sup>1</sup> En stor del av förändringarna är således av språklig och redaktionell karaktär. Icke desto mindre bjuder den nya lagen på en rad nyheter, främst vad gäller olika instrument för kapitalanskaffning, så som vinstandelslån och kapitalandelslån. Införandet av dessa instrument, samt den diskussion som förs härom i bland annat förarbetena<sup>2</sup>, fick mig att närmare börja studera vilka möjligheter som idag erbjuds ett aktiebolag som önskar anskaffa nytt kapital. Ganska snart insåg jag att ämnet är tämligen väl analyserat i både den juridiska och ekonomiska litteraturen. Ett instrument för kapitalanskaffning som däremot ej tillägnats särskilt stor uppmärksamhet, varken i praxis eller doktrin, är *aktier med olika rätt till bolagets tillgångar eller vinst*, så kallade *preferensaktier*. Detta trots att bestämmelser rörande sådana aktier förekommer redan i 1910 och 1944 års ABL.<sup>3</sup>

Anledningen till denna tystnad står säkerligen att finna i det faktum att preferensaktier idag förekommer i relativt begränsad utsträckning i Sverige.<sup>4</sup> Att ekonomiskt prioritera vissa aktieägare framför andra upplever många säkerligen som kontroversiellt, vilket troligtvis är ett av skälen till instrumentets sparsamma utnyttjande. Av texten nedan framgår dock att emission av preferensaktier många gånger kan vara till stor fördel för företaget. Med anledning av den ständigt pågående debatten kring det svenska systemet med röststarka aktier<sup>5</sup>, samt det ökade internationella inflytandet på den svenska marknaden för riskkapital, finns det anledning att antaga att förekomsten av preferensaktier kan komma att öka i framtiden. Dessutom är, som sagt, den nya ABL mer tillåtande mot olika ”mellanformer” av kapital, vilket ytterligare kan tänkas öka marknadens intresse för sådana lösningar. En mer genomgående analys av särskilda problemområden i ämnet kan således sägas vara till stor nytta.

Uppsatsen riktar sig till personer som redan besitter viss aktiebolagsrättslig kunskap. Mer grundläggande aktiebolagsrättsliga frågeställningar och terminologi redogörs därmed ej för.

---

<sup>1</sup> Jfr Dir. 1990:46.

<sup>2</sup> T.ex. SOU 1997:22, s 231.

<sup>3</sup> Se 6 § ABL (1910:88) och 9 § ABL (1944:705).

<sup>4</sup> Enligt Per-Olof Johansson, Bolagsverket, finns idag ej någon exakt statistik på förekomsten av preferensaktier att tillgå. Den enda säkra siffra som finns är från mitten av 80-talet, se SOU 1986:23, s 78.

<sup>5</sup> Jfr senast Dagens Industri, onsdag 8 februari, s 31.

## 1.2 Syfte och avgränsningar

Syftet med förevarande uppsats är att beskriva gällande rätt med avseende på konvertibla preferensaktier. Avsikten är inte att ge en heltäckande bild av ämnet utan några, enligt min mening, särskilt relevanta frågeställningar skall studeras. Gemensamt för dessa frågeställningar är dels att rättsläget i viss utsträckning är oklart, dels att de inte tidigare behandlats i detta avseende i den juridiska litteraturen. De huvudsakliga frågeställningarna formuleras;

- Vilka regler gäller för emission av konvertibla preferensaktier?
- Vilka villkor kan användas för att påkalla konvertering?
- Vilket vederlag kan utges som ersättning vid konvertering?
- Hur skyddas preferensaktieägaren mot utspädning?

Uppsatsen är sålunda huvudsakligen av deskriptiv karaktär. Vissa normativa kommentarer görs dock, främst i de fall de sedvanliga rättskällorna ej ger en komplett bild av rättsläget. När så sker framgår det tydligt av texten eller sammanhanget i övrigt.

Preferensaktier emitteras vanligtvis av företag som befinner sig antingen i början eller i slutet av sin livscykel. Min avsikt är dock inte att särskilt studera vare sig nystartade företag eller företag i ekonomisk kris, utan min förhoppning är att resultaten som presenteras i uppsatsen skall ha en generell tillämplighet och kunna användas i såväl små som stora aktiebolag, oavsett vilken fas de befinner sig i. Läsaren skall dock uppmärksammas på att bolag noterade på börs måste ta hänsyn också till särskilda börsregler, vilket kan innebära att vissa delar av det som framförs nedan kan behöva modifieras i viss utsträckning.<sup>6</sup>

Uppsatsen inriktas helt på preferensaktier. Övriga former av i särskilda avseenden gynnade aktier, så som röststarka aktier eller aktier med rätt att utse styrelseledamöter och revisorer, behandlas ej. En del av det som beskrivs nedan kan dock ha bäring även i andra sammanhang. Till exempel uppställs, i vissa avseenden, samma majoritetskrav vad gäller emission av röststarka aktier som av preferensaktier. Uppsatsen kan således, med aktsamhet, användas också i sådana situationer som ej direkt faller under dess primära ämnesområde.

Arbetet har främst en aktiebolagsrättslig inriktning. De frågor som konvertibla preferensaktier aktualiserar inom andra rättsområden lämnas huvudsakligen utan hänsyn. Vissa obligationsrättsliga frågor är dock så centrala att de ej helt kan bortses ifrån. Arbetet begränsas till att beskriva rättsläget i Sverige. Att komparativt studera preferensaktier skulle visserligen vara av stort intresse då svensk rätt skiljer sig från framförallt anglosaxisk rätt på vissa avgörande punkter, men utrymmet är alltför begränsat för några mer djupgående undersökningar.

---

<sup>6</sup> Jfr Aktiemarknadsnämndens uttalande 1989:7 och 2000:24.



## 1.3 Metod

Arbetet har bedrivits med hjälp av traditionell rättsdogmatisk metod, det vill säga att de olika rättskällorna tolkas och systematiseras för att på så sätt kunna fastställa allmängiltiga regler och förhållningssätt.<sup>7</sup> Det sedvanliga förfarandet i svensk rättsdogmatik är att lagtext, förarbeten, praxis och doktrin betraktas som rättskällor samt tillerkänns relevans i nämnd ordning. Med tanke på det valda ämnets praktiska natur och den närmast totala avsaknaden av rättspraxis på området finns det dock här anledning att ytterligare fundera över begreppet *rättskälla* och lämpliga metodval.

Att arbeta rättsdogmatiskt kan förenklat sägas innebära att man försöker förutspå hur en viss situation skulle komma att betraktas och avgöras av en domare. Domaren ses således som den yttersta uttolkaren av gällande rätt. Även om de flesta associationsrättsliga problem och tvister endast sällan behandlas av domstol torde detta mål vara vägledande även vid associationsrättsliga studier. Följden härav är att alla faktorer som faktiskt påverkar domstolen i dess dömande verksamhet bör betraktas som rättskällor.<sup>8</sup> Med hänsyn till vårt demokratiska styrelseskick och lagstiftarens suveräna ställning är det dock kontroversiellt att, utan vidare diskussion, tillmäta doktrin ställning av rättskälla. Särskilt diskutabelt är detta om med *doktrin* åsyftas, inte bara publicerade verk av välrenommerade författare, utan också allmänt vedertagna uppfattningar bland praktiker, både jurister och andra, på området.<sup>9</sup> Den ståndpunkt i frågan som jag anser erbjuda den mest tillfredsställande lösningen är att åsikter i doktrinen, i både ordets snäva och breda bemärkelse, endast kan tillmätas betydelse som rättskälla om de har åberopats eller använts i lagstiftningsarbete eller dömande verksamhet.<sup>10</sup> Konsekvensen för detta arbete torde således vara att de idéer och lösningar som, i avsaknad av uttrycklig lagreglering, hämtas från praktisk verksamhet mer får ses som kvalificerade gissningar om gällande rätt än auktoritära uttalande härom. I detta sammanhang skall också nämnas att doktrin och sedvänja vanligtvis tillmäts stor betydelse i civilrätten och att både lagstiftaren och HD ofta citerar författare i sitt arbete.<sup>11</sup> Detta faktum torde innebära att doktrinen tillmäts än större betydelse inom det civilrättsliga området.

Ämnet skulle förtjänstfullt kunna studeras även med hjälp av ett rättsekonomiskt eller företagsekonomiskt metodval, då en emission av preferensaktier kan tänkas medföra följder för ägarstyrningen m.m. i bolaget. Några sådana ansatser görs dock ej i denna uppsats.

---

<sup>7</sup> Peczenik, *Juridikens teori och metod*, s 35.

<sup>8</sup> Agge, *Allmän Rättslära*, s 29.

<sup>9</sup> Strömholm, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning*, s 321.

<sup>10</sup> Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s 14.

<sup>11</sup> T.ex. NJA 1980 s 197 och NJA 1999 s 426.

## 1.4 Material

Det valda materialet följer i huvudsak den ovan skisserade rättskällehierarkin. Lagtext är den huvudsakliga informationskällan, där Aktiebolagslagen (2005:551) intar en självklar särställning. Den kommitté som tillsattes redan 1990 med uppdrag att göra en översyn av ABL har under arbetets gång avgivit ett flertal delbetänkanden som använts i författandet av uppsatsen. Även i förarbetena till 1975 års ABL har information inhämtats i den utsträckning den fortfarande är relevant. Materialet från de allmänna domstolarna är magert. De fåtal gånger preferensaktier stått i centrum för ett domstolsavgörande har det undantagslöst berört skattefrågor. Praxis intar således en tämligen undanskymd plats i uppsatsen. Även vad gäller doktrin finns förhållandevis lite skrivet om just preferensaktier. Standardverken på området nämner ofta vilka skillnader mellan aktieslag som är möjliga men går sällan vidare med någon djupare analys. Flertalet artiklar i de svenska juridiska tidskrifterna tangerar det här valda ämnet, men inte heller här återfinns dock någon mer fullödlig analys. Den utländska litteraturen på området är desto mer omfattande. Dess användbarhet i det här arbetet är däremot begränsad.

Under arbetets gång har sålunda använts en rad olika kommentarer, böcker och artiklar, vilka var och en i stor utsträckning behandlar andra frågor, men som tillsammans har skapat en god grund för författandet av uppsatsen.

Något skall också sägas om det faktum att arbetet skrivs med fokus på den nya ABL som trädde i kraft vid årsskiftet 2005/2006. Merparten av det material som har använts är skrivet med inriktning på den gamla ABL. Då regleringen kring preferensaktier endast förändrats i begränsad omfattning, anser jag dock ej detta vara något större problem.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen disponeras som så att först ges en introduktion till ämnet i kapitel 2, där preferensaktiens betydelse och funktion beskrivs. Därefter följer den mer problemorienterade delen av uppsatsen där de ovan angivna frågeställningarna undersöks och besvaras. Uppsatsen är i dessa delar upplagd i en något så när kronologisk följd. Tanken är att detta upplägg skall underlätta läsarens orientering i uppsatsen samt förhöja läsvärdet. Avslutningsvis diskuteras och summeras de slutsatser som gjorts under arbetets gång.

De hänvisningar till lagrum som fortlöpande görs i texten avser, om inget annat sägs, ABL.

Än en gång skall här understrykas att uppsatsen ej gör anspråk på att belysa samtliga frågor som kan aktualiseras vid emission och konvertering av preferensaktier. Avsikten är endast att belysa några centrala frågeställningar som kan tänkas ge upphov till problem och meningsskiljaktigheter.

# 2 Preferensaktier

## 2.1 Allmänt

I 4:1 fastslås att alla aktier har lika rätt i bolaget. Denna så kallade *likhetsprincip* kan rättmätigen sägas vara en av ABL:s portalparagrafer och fastslår en av aktiebolagets absolut viktigaste kännetecken.<sup>12</sup> Dess närmare innebörd och följder för bolagets verksamhet har givit upphov till mycket diskussion i den juridiska doktrinen. Här skall endast nämnas att likhetsprincipen omfattar såväl de ekonomiska som de förvaltande rättigheter som följer med aktieinnehavet. Invändningar gentemot ett beslut i bolaget kan grundas på likhetsprincipen om beslutet formellt åsidosatt aktieägarnas lika rätt. I de fall aktieägarna formellt sett behandlas lika men det reella resultatet av en handling ändå innebär att vissa aktieägare förfördelas kan beslutet endast klandras genom generalklausulerna i 7:47 och 8:41.<sup>13</sup>

Trots likhetsprincipens starka ställning har lagstiftaren möjliggjort vissa undantag genom bestämmelserna i 4:2-5. Anledningen är bland annat att en investerare kan ställa krav på att få en särskilt fördelaktig position för att investera i ett bolag. Genom att till exempel ha ett ökat inflytande eller bättre rätt till bolagets vinst är utsikterna större för att det investerade kapitalet handhas på ett, för investeraren, fördelaktigt sätt. Att emittera olika aktieslag, där vissa aktieägare alltså åtnjuter en privilegierad ställning, underlättar således företagens anskaffning av eget kapital samtidigt som kostnaden härför rimligtvis blir lägre.<sup>14</sup>

Om särskilda rättigheter tillkommer vissa aktier skall detta anges i bolagsordningen. En sådan föreskrift skall upplysa om hur aktieslagen skiljer sig åt samt hur många aktier, eller vilken andel av det totala aktiekapitalet, som ingår i respektive aktieslag, jfr 4:2. Antalet aktier tillhörande varje aktieslag behöver i bolagsordningen ej anges som en exakt del av aktiekapitalet utan kan också anges som ett intervall, exempelvis 1000-1500 aktier. Det exakta antalet skall då framgå av årsredovisningen.<sup>15</sup> Bestämmelsen i bolagsordningen kan även avse ännu ej emitterade aktier.

Av lagtexten framgår ej vilka skillnader som kan införas i bolagsordningen. De vanligast förekommande torde vara skillnader avseende röstvärde och ekonomiska rättigheter så som rätt till bolagets vinst och tillgångar.<sup>16</sup> I princip råder dock avtalsfrihet på området, det vill säga att det är upp till parterna att besluta om vilka särskilda rättigheter som skall tillerkännas en viss aktieägare. Aktieslagen kan därmed skilja sig åt också vad gäller till

---

<sup>12</sup> Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s 69.

<sup>13</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 197.

<sup>14</sup> Prop. 2004/05:85, s 247.

<sup>15</sup> *Ibid.*, s 543.

<sup>16</sup> Kedner, Roos, *Aktiebolagslagen*, s 59.

exempel rätt att utse styrelseledamöter och revisorer. Inte vilka inskränkningar som helst är dock tillåtna. Vissa begränsningar i möjligheterna att införa skillnader mellan aktieslagen följer av ABL:s grunder. En aktie kan därmed aldrig helt frångå rätten till deltagande på bolagsstämma eller att klandra bolagsstämmobeslut.<sup>17</sup> Vilka andra rättigheter som skall anses som absoluta, i den meningen att de ej kan inskränkas i bolagsordningen, synes inte vidare utrett i praxis eller doktrin. Enligt mitt förmenande torde även merparten av minoritetsskyddsreglerna samt det så kallade splittringsförbudet åtnjuta sådan ställning.<sup>18</sup>

Aktier med bättre rätt till bolagets tillgångar eller vinst går vanligtvis under benämningen *preferensaktier* medan övriga kallas *stamaktier*. Ett innehav av preferensaktier är i de flesta fall mycket förmånligt. Om bolaget går med vinst kan investeringen ge en mycket högre avkastning än vad som tillkommer stamaktieägarna. För att undvika allt för stora skillnader mellan aktieslagen kombineras därför preferensaktier ofta med ett lägre röstvärde.<sup>19</sup> Trots att övriga aktieägare får en ganska dålig ställning i ekonomiskt hänseende är utgivande av preferensaktier många gånger enda möjligheten att få in kapital till den fortsatta verksamheten. Sålunda är preferensaktier ett utmärkt kapitalanskaffningsinstrument i bolag under rekonstruktion eller i en annars utsatt ekonomisk situation. Även ekonomiskt starka bolag kan dock emittera så kallade limiterade preferensaktier (mer nedan, 2.2) om extra kapital skall anskaffas utan att förutvarande ägares rättigheter inskränks.<sup>20</sup>

Vidare lämpar sig preferensaktier också väl för investeringar i unga forskningsintensiva företag. Arbetet med utveckling av nya produkter har ofta en enorm potential, men framtidsutsikterna är lika ofta väldigt osäkra. Genom att använda preferensaktier kan en potentiell investerare i vart fall delvis sänka risken i investeringen och därmed erhålla bättre utsikter till återbetalning. Bruket av preferensaktier i Sverige verkar än så länge vara begränsat i dessa sammanhang. I normalfallet genomförs helt sonika en riktad nyemission till överkurs av befintligt aktieslag, varvid investeraren får samma rättigheter som övriga aktieägare. I takt med det allt större anglosaxiska inflytandet på riskkapitalmarknaden kan antas att preferensaktier kommer att bli allt vanligare i dessa sammanhang.<sup>21</sup>

Ett annat användningsområde är att konvertera ett befintligt innehav av stamaktier till preferensaktier efter att ett aktieägartillskott gjorts.<sup>22</sup> Genom att tillskottsgivaren på detta sätt får en bättre rätt till framtida vinster behöver inte särskilda aktieägaravtal upprättas för att tillskottet skall

---

<sup>17</sup> Prop. 1975:103, s 311.

<sup>18</sup> För en närmare redogörelse för liknande rättsliga huvudprinciper i ABL se Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 17 ff.

<sup>19</sup> Nyman, *Riskkapital*, s 57. För tydlighets skull skall nämnas att ABL 4:5, som förbjuder större röstvärdesskillnader än 1:10, är tillämplig även här.

<sup>20</sup> Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 133. Om bolaget redovisar stabila vinster kan företrädesrätten troligen begränsas till att ge en utdelning endast motsvarande en vanlig ränta.

<sup>21</sup> Nyman, *Riskkapital*, s 55.

<sup>22</sup> Prytz, Tamm, *Tillskott utan aktieteckning*, s 197 ff.

återbetalas. De svårigheter som är förknippat härmed i bolag med spritt ägande kan således undvikas.

Ytterligare ett område inom vilket preferensaktiens användbarhet har framhållits är fusioner. I de fall aktierna i det övertagande bolaget ger en genomsnittligt lägre avkastning än aktierna i ett av de bolag som ingår i fusionen, kan preferensaktier utges som betalning vid övertagandet. Aktieägarna i det andra bolaget kan därmed tänkas bli mer välvilligt inställda till fusionen då deras framtida möjligheter till utdelning är likvärdiga eller till och med bättre.<sup>23</sup>

## 2.2 Olika former av preferensaktier

Följande text är ett utdrag ur aktiebolaget Seneas<sup>24</sup> bolagsordning;

*Vid vinstutdelning skall, innan utdelning på stamaktierna får ske, preferensaktierna för varje räkenskapsår av bolagets utdelningsbara vinstmedel erhålla vinstutdelning enligt följande. Preferensaktier skall för varje räkenskapsår, erhålla en utdelning intill ett belopp om 1,80 kr per aktie. Om det under ett eller flera år inte kunnat lämnas sådan utdelning, skall preferensaktierna av följande års utdelningsbara vinst erhålla utdelning med vad som brustit. Utöver denna utdelning skall inte någon vinstutdelning ske på preferensaktierna.*

*Upplöses bolaget, skall innehavare till preferensaktie ur bolagets behållna tillgångar erhålla ett belopp om 15 kronor samt ovan angivna utdelning i den mån denna inte erhållits, jämte ränta därpå efter 12 % från det löpande räkenskapsårets början, allt med företrädesrätt framför stamaktiernas ägare.*

Preferensaktierna i Senea har således rätt till en årlig utdelning på 1,80 kr. Summan anges här i kronor per aktie. Ett annat vanligt förfarande är att rätten till utdelning anges i procent av aktiens kvotvärde eller, vid teckning till överkurs, det totala investerade kapitalet.<sup>25</sup> Ingenting hindrar att denna procentsats relateras till ett rörligt aktie- eller ränteindex, till exempel STIBOR.<sup>26</sup>

I ovanstående exempel är preferensaktierna *limiterade*, det vill säga att de inte berättigar till någon utdelning utöver den som erhålles med företräde framför stamaktierna. En annan möjlighet är att den utdelning som

---

<sup>23</sup> Borgström, *Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer*, s 106.

<sup>24</sup> [www.senea.se](http://www.senea.se). Senea utvecklar och stödjer drift av kompletta system för mätvärdesinsamling och nätautomation inom energibranschen. Aktien är noterad på OM Stockholmsbörsens O-lista sedan 1994.

<sup>25</sup> En av de stora nyheterna i ABL är införandet av kvotaktier. Övergången från nominellt värde till kvotvärde torde ej medföra några konsekvenser i här berört avseende. De bolagsordningar som relaterar utdelningen till det nominella värdet kan dock behöva ändras, jfr Lag (2005:552) om införande av aktiebolagslagen, 6 §.

<sup>26</sup> Andersson, Johansson, Skog, *Aktiebolagslagen*, 3:4.

eventuellt utgår efter utdelningen till preferensaktierna delas lika mellan samtliga aktier. Preferensaktierna benämns då *deltagande*, eller *participating*.<sup>27</sup> Ägarna till preferensaktierna har i sådana fall en relativt stark ekonomisk ställning, då de också får del i de ”övervinster” som kan genereras vid en stark resultatutveckling.

Vidare är Seneas preferensaktier förenade med rätt till så kallad *ackumulerad utdelning*. Innebörden av sådana, även kallade *kumulativa*, preferensaktier är att stamaktierna ej får rätt till någon utdelning förrän preferensaktierna kompenserats för de förtursberättigade belopp som ej utbetalats tidigare år. Att preferensaktierna förenas med sådana villkor är mycket vanligt då det hindrar att stamaktieägarna, som ofta är i majoritet, svälter ut preferensaktieägarna genom att ej rösta för utdelning på bolagsstämman.<sup>28</sup>

Ytterligare en anmärkningsvärd egenskap framgår av sista stycket ovan. Vid likvidation av bolaget har preferensaktierna företräde till en viss summa av de återstående tillgångarna, så kallad *likvidationspreferens*. Också denna bestämmelse avser att skydda preferensaktieägaren mot otillbörliga förfaranden från majoriteten. Annars skulle vinsterna kunna samlas i bolaget för att, efter likvidation, delas ut med lika delar på samtliga aktier. Vanligtvis är företrädesrätten här begränsad till det investerade kapitalet, eventuellt uppräknat med en viss räntesats.<sup>29</sup>

De variationer som hittills nämnts är troligtvis de vanligast förekommande. I vissa typer av investeringar, främst i tillväxtföretag, är det dessutom vanligt att införa företräde även till försäljningslikvid.<sup>30</sup> Investeraren vill här försäkra sig om att inte hamna i en sämre position om företaget förvärvas än om verksamheten fortsatt med oförändrat ägande. Detaljutformningen av sådana villkor kan varieras närmast i oändlighet och skall ej närmare belysas här.<sup>31</sup>

I exemplet ovan finns endast en typ av preferensaktier. Ingenting motsäger dock införande av ytterligare serier av preferensaktier, var och en med olika företrädesrätt till bolagets vinst och tillgångar.

## 2.3 För- och nackdelar

För att ge en komplett bild av preferensaktien skall här kort skisseras några av de för- och nackdelar som är förknippade härmed för några av aktiebolagets intressenter.

---

<sup>27</sup> Arnold, *Corporate financial management*, s 442.

<sup>28</sup> Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 134. Här bortses från minoritets rätt att begära utdelning, jfr 18:11.

<sup>29</sup> Lind, *Aktiebolagslagen*, s 112.

<sup>30</sup> Nyman, *Riskkapital*, s 112.

<sup>31</sup> Jfr Voss, *Early-stage financing through sales of preferred stock*, Northwest Entrepreneur, 2002.

Den huvudsakliga fördelen med att investera i preferensaktier, nämligen förturen till bolagets vinst och tillgångar, är uppenbar. En annan, inte lika självklar fördel är att företagets kapitalkostnad för eget kapital normalt sett är högre än kostnaden för främmande kapital.<sup>32</sup> Investeraren kan således förvänta sig högre genomsnittlig avkastning på sitt kapital om detta investeras i eget kapital istället för att lånas ut till företaget i fråga. Detta hänger självfallet samman med den ökade risk en aktieägare tar på sig. Aktieägaren återfinns långt ner i förmånsrättsordningen och har betydligt sämre utsikter att få tillbaka några pengar vid bolagets konkurs än vad exempelvis innehavaren av en företagsobligation har. Stabila vinstgenererande företag kan dock erbjuda preferensaktieägaren en så pass säker ställning att denne kan förväntas vara tillfreds med en avkastning som är i paritet med riskfria investeringar i exempelvis statsobligationer.<sup>33</sup>

Även för företaget som emitterar preferensaktier finns en rad fördelar. Genom att använda sig av ett instrument som kan betecknas som en ”hybrid” mellan eget och främmande kapital får företaget tillgång till en särskild grupp investerare som måhända annars ej visat något intresse. En än mer framträdande fördel är att företaget kan uppvisa en bättre relation mellan eget och främmande kapital<sup>34</sup>, vilket är viktigt för företagets kreditvärdighet och möjligheterna till eventuell skuldfinansiering längre fram. Framhållas bör också det faktum att preferensaktieägarna visserligen har företräde till utdelning och förväntar sig en genomsnittligt högre avkastning, men inte på något sätt, till skillnad från en skuldfinansiering, kan påfordra att någon utdelning skall ske.<sup>35</sup> Bolagets ledning och övriga aktieägare ges därmed en möjlighet att använda pengarna till något annat som bättre bedöms kunna gagna verksamheten. Därmed undviks också den ökade konkursrisk som ytterligare upplåning medför. En alltför återhållsam utdelningspolitik kan dock skapa missnöje bland preferensaktieägarna och övriga minoritetsägare, vilket på längre sikt kan vara skadligt för bolaget samt skapa ett säljtryck i aktien till skada för aktieägarna.

Preferensaktier medför också ett par nackdelar ur företagets perspektiv. En mycket betydande sådan, som antagligen är starkt bidragande till att preferensaktier fortfarande är relativt ovanliga, är att utdelningen ej är skattemässigt avdragsgill. Ett företag som väljer att finansiera sin verksamhet med preferensaktier drabbas därmed av en högre skattekostnad än ett företag som väljer finansiering genom lån.<sup>36</sup> Därtill kommer att det som ovan sagts om aktieägarens högre avkastningskrav självfallet medför en motsvarande nackdel för bolaget.

---

<sup>32</sup> Andrén, Eriksson, Hansson, *Finansiering*, s 232 ff.

<sup>33</sup> Jfr Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, s 380.

<sup>34</sup> Bland annat det viktiga nyckeltalet soliditet bygger på relationen mellan eget och främmande kapital. Ett företags soliditet ges av eget kapital (före eller efter skatt)/totalt kapital.

<sup>35</sup> Situationen är annorlunda i det fall preferensaktieägaren också innehar andra aktier i bolaget med vilka han kan rösta för att utdelning skall ske.

<sup>36</sup> Se illustrativt exempel i Arnold, *Corporate financial management*, s 442.

För stamaktieägarna innebär en emission av preferensaktier ofta en klart försämrad position. De vinster som bolagets fortsatta verksamhet genererar kommer ju till stor del tillfalla preferensaktieägarna, med följd att stamaktieägarnas avkastning minskar, alternativt helt uteblir. Det är dock viktigt att komma ihåg att det kapital som preferensaktieägarna tillskjuter i många fall är en direkt avgörande förutsättning för företagets fortlevnad. Beroende på hur villkoren i bolagsordningen utformas är det också möjligt att stamaktieägarna kan uppbära en god utdelning på sina aktier om bolaget utvecklas över förväntan. Mer negativt kan då vara den förändring i ägarkretsen som följer vid en riktad emission. Om ägarkretsen är begränsad eller emissionen mycket stor kan de tidigare ägarna ha svårt att göra sin röst hörd i samma utsträckning som tidigare. En lösning på detta är givetvis att sänka röstvärdet på preferensaktierna, vilket också är ganska vanligt i praktiken.<sup>37</sup>

## 2.4 Konvertering och inlösen

Det finns ingenting i ABL som hindrar att preferensaktieägarens privilegierade ställning fortsätter i all framtid. Normalt sett ligger det dock i alla inblandades intresse att de särskilda rättigheter, som preferensaktierna är förenade med, på något sätt begränsas i tiden. Ägarna till preferensaktierna vill försäkra sig om att kunna göra en exit ur bolaget medan stamaktieägarna självfallet ej vill se sin rätt till utdelning begränsad längre än nödvändigt. De möjligheter som erbjuds i ABL i detta avseende är konvertering och inlösen genom minskning av aktiekapitalet.

Under vilka omständigheter konvertering kan ske behandlas ingående nedan. Här skall enbart nämnas att ett så kallat omvandlingsförbehåll kan tas in i bolagsordningen enligt 4:6, i vilken de närmare villkoren för konverteringen skall anges. Sett från preferensaktieägarens perspektiv kan en konvertering vara mycket fördelaktig då den högavkastande preferensaktien kan skiftas mot en stamaktie som förhoppningsvis erbjuder en mer stabil tillväxt på längre sikt.<sup>38</sup> Särskilt lukrativt kan detta vara vid investeringar i företag under rekonstruktion eller annan ekonomisk kris, men som bedöms ha en gångbar affärsidé. Vid investeringar i tillväxtföretag infogas regelmässigt ett omvandlingsförbehåll som stadgar att preferensaktierna skall konverteras till stamaktier i händelse av att bolaget börsopteras.<sup>39</sup>

Det andra alternativet, inlösen genom minskning av aktiekapitalet, väcker betänkligheter ur borgenärssynpunkt. Förfarandet är därmed omgärdat av en rad bestämmelser som skall tillförsäkra borgenärerna ett visst skydd, däribland kravet på tillstånd från Bolagsverket eller domstol, jfr 20:23-30. En möjlighet till ett smidigare och mindre tidsödande inlösenförfarande erbjuds dock i 20:31. I bolag där aktiekapitalet kan anges till ett lägre eller

---

<sup>37</sup> Kedner, Roos, *Aktiebolagslagen*, s 59.

<sup>38</sup> Lind, *Aktiebolagslagen*, s 113.

<sup>39</sup> Nyman, *Risikkapital*, s 56.



högre belopp utan ändring av bolagsordningen, kan ett så kallat *inlösenförbehåll* införas i bolagsordningen. Om detta är tillräckligt klart och tydligt utformat kan beslutet om inlösen fattas av styrelsen.<sup>40</sup> Ett sådant förenklat förfarande får endast avse aktier som emitterats i samband med, eller efter, inlösenförbehållets införande i bolagsordningen. Ytterligare ett villkor är att vederlaget ryms inom bolagets fria kapital samtidigt som reservfonden ökas med motsvarande belopp, jfr 20:33.

Kraven på att tillräckligt med fria medel skall finnas i bolaget gör alltså att preferensaktieägaren befinner sig i en ganska utsatt situation, trots möjligheterna till ett förenklat inlösenförfarande. Följaktligen är inlösen något som preferensaktieägaren tillgriper mer som en sista utväg, när inga andra möjligheter till exit återstår.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 130.

<sup>41</sup> Nyman, *Riskkapital*, s 76.

# 3 Emission av preferensaktier

## 3.1 Allmänt

Att införa ett aktieslag med särskild rätt till bolagets tillgångar och vinst är, som redan framhållits, tämligen kontroversiellt ur aktieägarnas synvinkel. För att skapa en attraktiv miljö för mindre aktieägare är det således viktigt att beslut vars konsekvenser kan sägas inskränka likhetsprincipen, som exempelvis emission av preferensaktier, fattas av bolagsstämman med beaktande av särskilda beslutsregler.

Den exakta utformningen av dessa beslutsregler är av stor vikt. Alltför rigorösa bestämmelser skulle riskera att förhindra bolagets anpassning till förändringar i omvärlden, samtidigt som majoriteten självfallet inte kan tillåtas genomdriva kontroversiella beslut alltför lättvindigt. Värt att uppmärksamma är att de regler i ABL som behandlar ändring av bolagsordning, aktiekapital och andra fundamentala villkor för bolagets fortsatta verksamhet ofta uppställer två olika typer av majoritetskrav. För att en ändring av exempelvis bolagsordningen skall godkännas krävs som huvudregel dels att 2/3 av de på stämman avgivna rösterna röstar för förslaget, dels att 2/3 av de på stämman företrädda aktierna gör likaså. Vilka aktier som är företrädda på stämman avgörs av röstlängden.<sup>42</sup> Anledningen till dessa dubbla majoritetskrav är att skydda även de aktieägare som innehar aktier med lågt röstvärde.<sup>43</sup>

Så som sagts inledningsvis kräver införande av preferensaktier att bolagsordningen ändras. Innan de särskilda beslutsreglerna avseende sådan ändring studeras skall något mer sägas om de olika röstreglernas ställning och i vilken mån aktieägarna är bundna av dem.

## 3.2 Röstreglernas skyddsobjekt och karaktär

ABL:s regelverk kan, med viss förenkling, delas in i tre grupper.<sup>44</sup> I den första gruppen finns de regler som är avsedda att underlätta för ägarna att grunda och driva ett aktiebolag. Det rör sig främst om formella regler som anger vad som gäller i de fall ingenting annat stadgas i exempelvis bolagsordningen. Den andra gruppens regler skyddar tredje mans intressen i aktiebolaget. Bestämmelser om aktiekapitalet, kompetensfördelning mellan bolagsorganen<sup>45</sup> med mera tillförsäkrar bland annat långivare och leverantörer ett visst skydd. I den tredje gruppen återfinns ytterligare

<sup>42</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 177.

<sup>43</sup> Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 233.

<sup>44</sup> Bergendahl, *Aktiebolagets författning*, s 36 ff.

<sup>45</sup> Vissa regler om bolagsorganens kompetens torde främst vara att insortera under den tredje gruppen, jfr exempelvis 8:42 1 st.

skyddsregler, nu med fokus på bolagets interna förhållande. Ägarminoriteten skyddas härigenom från majoriteten genom att i vissa fall kunna diktera egna beslut, t.ex. 7:13-14 och 18:11, och genom att i andra fall kunna förhindra att majoriteten genomdriver ett beslut, t.ex. 7:42-45 och 13:2.

Vilken grupp en regel skall anses tillhöra är i flera avseenden av stor betydelse. Dels är möjligheterna till avsteg från en viss regel beroende av dess klassificering, dels är möjligheterna till att klandra ett beslut som fattats i strid mot exempelvis ett majoritetskrav i stor utsträckning avhängigt av bestämmelsens karaktär. Således är reglerna tillhörande grupp 1 regelmässigt att anse som dispositiva, medan reglerna i den andra gruppen normalt är tvingande.<sup>46</sup> Gränsen mellan de olika grupperna är självfallet svår att dra. Många regler kan sägas ha dubbla skyddssyften, och därmed tillhöra två grupper, medan andra kan vara svåra att klassificera överhuvudtaget.

Vad gäller de regler som här står i fokus, nämligen de majoritetskrav för ändring i bolagsordningen som stadgas om i 7:42-45, torde de främst vara att insortera i den tredje gruppen.<sup>47</sup> Avsikten är att tillförsäkra de mindre ägarna i aktiebolaget en möjlighet att stoppa beslut som allvarligt inverkar på de rättigheter som följer av aktieägandet, däribland rätten till framtida utdelning. Även borgenärerna skulle emellertid kunna hävdas ha ett intresse av hur medel delas ut från bolaget. Dessa intressen tillgodoses dock genom reglerna om vinstutdelning i 17-18 kap<sup>48</sup>, varför några sådana hänsyn ej torde ha någon inverkan i frågan om emission av preferensaktier.

Denna slutsats leder till ett par intressanta konsekvenser vad gäller reglernas bindande karaktär. En sådan är att majoritetskraven kan ändras i, för minoriteten, gynnsam riktning genom ändring av bolagsordningen, jfr 7:40 2 st. En sådan bestämmelse kan till exempel stadga att enhällighet krävs för framtida ändring av rättsförhållandet mellan aktierna i bolaget.

Att ändra majoritetskraven i andra riktningen låter sig däremot ej göras lika enkelt. Beslut som tagits utan att erforderlig majoritet har uppnåtts kan ändock bli gällande då, det så länge samtliga aktieägare samtycker, är möjligt att frångå ifrågavarande krav.<sup>49</sup> Frågan om vad som krävs för att ett erforderligt samtycke skall anses föreligga klarläggs ej i förarbetena utan överlämnas till rättstillämpningen.<sup>50</sup> Klart är att ett uttryckligt samtycke bör tillerkännas sådan relevans. Under vissa omständigheter torde även en aktieägars konkludenta handlande anses som att denne samtycker till beslutet, i vart fall om det kan visas att aktieägaren var medveten om både beslutet och felaktigheterna vid dess tillkomst.<sup>51</sup> Att aktieägaren röstar för

---

<sup>46</sup> Bergendahl, *Aktiebolagets författning*, s 40 f.

<sup>47</sup> Jfr Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 195.

<sup>48</sup> Jfr SOU 1997:168, s 72.

<sup>49</sup> Gregow, *Om samtliga aktieägares samtycke*, JT 01/02, s 742.

<sup>50</sup> Prop. 1975:103, s 413.

<sup>51</sup> Johansson, *Bolagsstämma*, s 33 f.

beslutet är däremot inte i sig alltid tillräckligt för att ett samtycke skall vara för handen, i vart fall om aktieägaren kan visa att han varken kände till eller bort känna till förekomsten av en viss felaktighet. En klandertalan är dock utesluten om felaktigheten saknat betydelse för beslutets fattande, detta för att undvika onödiga och effektivitetsstörande processer.<sup>52</sup> Oavsett övriga omständigheter sätter klanderfristerna i 7:51 en borte gräns för eventuella invändningar mot ett stämmobeslut.

En annan intressant fråga är om ett godkännande av ett felaktigt beslut kan göras på förhand, på så sätt att en minoritetsaktieägare fränsäger sig rätten till att föra klandertalan mot felaktiga stämmobeslut. Preferensaktier skulle i sådana fall kunna utges efter till exempel ett beslut med enkel majoritet. Den allmänna meningen synes vara att sådana avstående från framtida klanderrätt ej är möjliga att göra, varken genom bestämmelser i bolagsordningen eller genom samtycke lämnat på annat vis.<sup>53</sup> Samtycket kan således lämnas tidigast i samband med att felet aktualiseras. Överenskommelser i aktieägaravtal (diskuteras mer ingående nedan) kan visserligen användas för att, under hot om skadestånd, påverka en aktieägars framtida beteende. En eventuell klandertalan mot ett felaktigt beslut skulle dock ej hindras av ett sådant avtal då dess verkan begränsas till att omfatta avtalsparterna.<sup>54</sup>

Reglerna kring ändring av bolagsordningen ger således, i vart fall på pappret<sup>55</sup>, minoriteten tämligen goda möjligheter att hindra ett för dem ofördelaktigt beslut.

Det finns vidare skäl att titta närmare på majoritetsreglernas funktion efter det att ett beslut om emission av preferensaktier har tagits. Om preferensaktierna utgör endast en liten del av aktiekapitalet och dessutom är förenade med svag rösträtt är preferensaktieägarna i flera avseenden utlämnade till stamaktieägarnas godtycke. I särskilt viktiga frågor, exempelvis angående bolagets verksamhet och fortlevnad, kan det därmed finnas anledning att tillförsäkra preferensaktieägarna en särskild ställning.

Ett tillvägagångssätt är naturligtvis aktieägaravtal, i vilket preferensaktieägarna kan ges ett ökat, eller till och med avgörande, inflytande över särskilda beslut. Här skall dock främst behandlas de möjligheter som bolagsordningen erbjuder. En möjlighet är självfallet att ändra bolagsordningen innan ett avgörande beslut skall fattas för att preferensaktieägarna skall kunna delta i beslutsfattandet på samma villkor som stamaktieägarna. Att stamaktieägarna skall visa sådan hänsyn är dock ej att räkna med i alla situationer. Istället är det mer attraktivt för preferensaktieägarna att tillse att sådana möjligheter finns utan föregående

---

<sup>52</sup> Johansson, *Bolagsstämma*, s 37.

<sup>53</sup> Gregow, *Om samtliga aktieägars samtycke*, JT 01/02, s 749.

<sup>54</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 79 ff.

<sup>55</sup> Se Rodhe, *Studier i bolags- och krediträtt*, s 300 ff för en mer kritisk diskussion om minoritetsskyddsreglerna verkan i praktiken.

ändring av bolagsordningen.<sup>56</sup> I förarbetena till 1975 års ABL framhölls möjligheten att införa bestämmelser i bolagsordningen om att de rättigheter som tillkommer aktier av visst slag kan förändras i vissa angivna situationer.<sup>57</sup> Annars röstsvaga preferensaktier skulle därmed kunna ges samma, eller till och med större, röststyrka som övriga aktier utan att en slutlig konvertering sker. Det sägs vidare att det är oklart hur långt dessa villkor kan sträcka sig och till vilka villkor denna ”temporära konvertering” kan ske. Min åsikt i frågan är att med tanke på den stora frihet som annars tillkommer parterna vad gäller utformningen av bolagsordningen torde gränserna vara ganska generösa. Frågan synes ej närmare diskuterad i förarbetena till den nya ABL. Av de kommentarer som görs i anslutning till bestämmelserna om preferensaktier kan troligtvis utläsas att någon ändring i rättsläget ej avses.<sup>58</sup> Även fortsättningsvis kan alltså i övrigt röstsvaga preferensaktier förenas med större röstvärde när särskilt viktiga beslut skall fattas. Begränsningen i 4:5 angående aktiers röststyrka verkar i dessa fall ha giltighet endast i så motto att en enskild aktie aldrig kan ha ett generellt röstvärde som mer än tio gånger överstiger röstvärdet för annan aktie. Så länge det rör sig om särskilda beslut som klart och tydligt avgränsas i bolagsordningen kan röstskillnaderna vara större, ja till och med så långtgående att vissa aktier eller ett visst aktieslag tillerkänns vetorätt mot exempelvis beslut om nyemission.<sup>59</sup>

### 3.3 Ändring av bolagsordningen

Att närmare analysera majoritetskraven för ändring av bolagsordningen i 7:43-45 kan tyckas onödigt. Paragraferna är ej särskilt omdiskuterade i doktrin och rättsläget torde i de flesta avseenden vara klart. Ett antal intressant frågor kan dock tänkas uppkomma vid emission av preferensaktier, särskilt om mer än ett aktieslag skall åtnjuta företräde till bolagets vinst och tillgångar. Som illustration till detta kan användas bolagsordningen från aktiebolaget Biolipox<sup>60</sup>:

*Stamaktier (A) och preferensaktier P1, P2, P3, P4 och P5 kan ges ut.*

*Preferensaktier P1, P2 och P3 skall med företräde framför stamaktier men pari passu med rätten till utdelning på preferensaktier P4 och P5 enligt nedan, ha rätt till årlig del av bolagets för vinstutdelning tillgängliga medel med ett belopp motsvarande STIBOR-räntan vid utgången av det räkenskapsår till vilket utdelningen hänför sig*

---

<sup>56</sup> Kristiansson, Skog, *Bolagsordning*, s 52.

<sup>57</sup> SOU 1971:15, s 158.

<sup>58</sup> SOU 1997:22, s 313 f.

<sup>59</sup> Kristiansson, Skog, *Bolagsordning*, s 106. Att ett aktieslag har så långtgående befogenheter aktualiserar i vissa fall intressanta EG-rättsliga frågor, se bland annat EG-domstolens domar C-367/98 (Kommissionen mot Portugal), C-483/99 (Kommissionen mot Frankrike), och C-503/99 (Kommissionen mot Belgien).

<sup>60</sup> www.biolipox.com. Biolipox är ett forskningsintensivt företag som utvecklar läkemedel mot respiratoriska och inflammatoriska sjukdomar.

*avseende tolv månader beräknat på teckningskursen per aktie enligt punkten 9 nedan.*

Bestämmelser av detta slag ter sig onekligen som tämligen komplicerade och aktualiserar en rad frågor kring hur majoritetskraven i 7:43-45 skall tillämpas.

### 3.3.1 Redan utgivna aktier

Först skall här beskrivas det fall att redan befintliga aktier omvandlas till preferensaktier. Den bestämmelse som först och främst aktualiseras i denna situation är 7:43 där det stadgas att ett beslut om ändring av bolagsordningen avseende rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier är giltigt endast om det biträds av samtliga aktieägare på stämman om dessa tillsammans biträder minst nio tiondelar av aktierna i bolaget. Detta krav är det strängaste i hela ABL.<sup>61</sup>

Vad gäller begreppet *rättsförhållandet mellan aktier* står den närmare innebörden att finna i likhetsprincipen. Någon längre utläggning härom skall ej göras, men i bedömningen av om en fråga rör rättsförhållandet mellan aktier skall just aktierna, och inte aktieägarna, stå i centrum.<sup>62</sup> Klart är att omvandling av stamaktier till preferensaktier omfattas av begreppet.<sup>63</sup> Också den omvända situationen, att befintliga preferensaktier omvandlas till stamaktier, träffas av bestämmelsen och ställer alltså samma krav på majoritet.<sup>64</sup>

Majoritetskraven i 7:43 kompletteras av 7:45. För att undvika en allt för tungrodd beslutsprocedur är reglerna annorlunda utformade om endast vissa aktiers eller visst aktieslags rättigheter försämras. Om ändringen berör vissa aktier som inte tillsammans bildar ett helt aktieslag krävs, förutom att det sedvanliga majoritetskravet för ändring av bolagsordningen skall vara uppfyllt, att samtliga ägare av sådana aktier som är närvarande på stämman samtycker samtidigt som dessa ägare representerar minst nio tiondelar av de aktier vars rätt försämras. Om endast ett helt aktieslags rätt försämras gäller att hälften av ägarna till sådana aktier skall samtycka om dessa samtidigt representerar nio tiondelar av aktierna i aktieslaget.

Enligt ordalydelsen skall 7:45 vinna tillämpning i samma situationer som 7:43. För att undvika en onödig dubbelreglering synes dock tanken bakom 7:45 vara att de däri angivna majoritetskraven skall tillämpas enbart om skillnader mellan aktieslagen redan är för handen och relationen skall förändras på något sätt.<sup>65</sup> Således torde 7:43 främst komma att tillämpas i de

---

<sup>61</sup> I utredningen till 1975 års ABL föreslogs att samtycke från samtliga aktieägare skulle krävas för ändringar av rättsförhållandet mellan aktier, jfr SOU 1971:15, s 32.

<sup>62</sup> Westerberg, *Rubning av rättsförhållandet mellan aktier*, JT 00/01, s 886.

<sup>63</sup> Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 233.

<sup>64</sup> Andersson, Johansson, Skog, *Aktiebolagslagen*, 9:64.

<sup>65</sup> Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 235.

fall avsteg från likhetsprincipen, genom tillskapande av preferensaktier, skall göras för första gången.<sup>66</sup>

För att bättre illustrera dessa bestämmelsers konsekvenser återknyter jag här till bestämmelsen i Biolipox bolagsordning. Om vi till en början antar att alla aktier har lika rätt och en första serie preferensaktier (P1) skall skapas krävs samtycke från samtliga aktieägare som är närvarande på stämman, vilka samtidigt skall representera nio tiondelar av aktierna enligt 7:43. Vad gäller tillskapandet av flera serier av preferensaktier (P2, P3 osv.) verkar rättsläget i viss mån vara oklart.<sup>67</sup> Vilka majoritetskrav som aktualiseras är troligtvis i stor utsträckning beroende av vilka särskilda rättigheter som P2 förenas med. Således bör, i det fall P2 skapas av stamaktier, krävas att en sådan del av stamaktieägarna som stadgas om i 7:45 p 2 samtycker till förändringen. Vad gäller samtycke från ägarna till aktierna i P1 torde sådant inte behöva inhämtas så länge deras rättigheter ej inskränks av den sålunda bildade P2. Bedömningen av huruvida en sådan inskränkning föreligger torde främst utgå från bolagsordningens närmare utformning, jfr resonemanget nedan i 3.3.2. Om en inskränkning i något avseende således uppkommer torde även ägarna till P1 behöva lämna samtycke i enlighet med majoritetskraven i 7:45 p 2. Att 7:45 p 2 enligt textens lydelse skall tillämpas *endast* om ett helt aktieslags rätt försämras synes ej böra tolkas på det sättet att tillämpning utesluts om två eller flera aktieslag påverkas.<sup>68</sup> I det fall P2 är jämställd med P1, eller om än fler stamaktier förs till P1, försämras inte villkoren för P1 då de särskilda rättigheterna, så som de framgår av bolagsordningen, är precis likadant utformad som tidigare. En tillämpning av 7:45 torde därmed ej aktualiseras, trots att en sådan förändring i realiteten riskerar att skapa en situation där genererade vinstmedel ej räcker till för att tillfredsställa de vinstkrav som P1 är förenade med.

Vad gäller den situationen att P2 skall skapas med aktier ur P1 är röstkraven annorlunda utformade. Så länge villkoren som P2 förenas med är en försämring av de villkor som tillkommer P1 finns det inget som tyder på att stamaktieägarnas samtycke, utöver "normalkravet" i 7:45 1 st, behöver inhämtas. Istället är det ju så att stamaktieägarna kommer i en bättre position än vad som var fallet innan ändringen. Således torde endast ägarna till de aktier som skall komma att utgöra P2 behöva lämna samtycke i den utsträckning som stadgas om i 7:45 p 1. Är P2 däremot förenade med bättre villkor än P1 uppställs självfallet annorlunda krav. Ägarna till P1 måste samtycka i enlighet med 7:45 p 1 om deras ställning försämras i något avseende. Vad gäller stamaktieägarna torde man här behöva skilja på huruvida aktierna i P2 får företrädesrätt till ytterligare utdelning eller om de endast skall erhålla den sedan tidigare fastställda utdelningen före P1. I det första fallet påverkas stamaktieägarna negativt varvid majoritetskraven i 7:45 p 2 skall iakttas. Handlar det däremot endast om att P2 skall erhålla

---

<sup>66</sup> Prop. 1975:103, s 409.

<sup>67</sup> Andersson, Johansson, Skog, *Aktiebolagslagen*, 9:67.

<sup>68</sup> Prop. 1975:103, s 411.

full utdelning före P1 är stamaktieägarnas situation den samma som tidigare varför dessas samtycke knappast behöver inhämtas.

Om fler serier av preferensaktier skall skapas utöver P1 och P2 bör det som hittills sagts kunna tillämpas, då relationen mellan exempelvis P4 och P5 ej skiljer sig från relationen mellan P1 och P2.

Återigen skall här understrykas att förslag till ändring av bolagsordningen alltid som minst måste biträdas två tredjedelar av såväl rösterna som de på stämman företrädde aktierna. Att samtycke från aktieägarna ej behöver inhämtas är därmed sant endast i den utsträckningen att kravet ej är högre än så. Det tål att påpekas att i den föreskrivna två tredjedelsmajoriteten skall också inräknas de aktieägare som träffas av de strängare majoritetskraven.<sup>69</sup>

Skall en redan existerande rubbning av rättsförhållandet mellan två aktieslag gå åter, det vill säga att preferensaktierna ej längre skall åtnjuta företräde framför stamaktierna, uttrycks både i förarbeten och doktrin att majoritetskraven i 7:43 skall äga tillämpning.<sup>70</sup> Ingenting sägs om att bestämmelserna i 7:45 skall uppmärksammas, vilket kan tyckas lämna preferensaktieägarna i en högst utsatt position. Kravet i 7:43 på samtycke från samtliga aktieägare som är närvarande på bolagsstämman, som tillsammans skall företräda minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget, ger dock i princip varje enskild aktieägare vetorätt i frågan. Då reglerna kring kallelse till bolagsstämman med mera, i 7:18-26 knappast kan kringgå, torde skyddet vara tillfredsställande utformat.

### 3.3.2 Nyemission

Enligt 4:2 får det i bolagsordningen föreskrivas att aktier av olika slag får finnas eller skall kunna ges ut. Bestämmelsen i bolagsordningen kan således avse inte bara existerande aktier, utan också sådana som eventuellt kommer att ges ut vid en senare nyemission.

Innan nyemissionen av preferensaktier genomförs måste alltså en bestämmelse intagas i bolagsordningen som anger vilka särskilda rättigheter som tillkommer aktierna. De majoritetskrav som stadgas om i 7:43 är begränsade till att gälla redan utgivna aktier. Också 7:45 synes ha en begränsad räckvidd i den meningen att en tillämpning av framförallt dess andra punkt förutsätter att det redan finns minst två aktieslag i bolaget. Att lagstiftaren valt att använda uttrycken *endast ett helt aktieslag* och *aktier av detta slag* pekar enligt min mening på att så är fallet. Detta innebär att om P1 skall tillskapas genom nyemission är det huvudregeln för ändringar av bolagsordningen i 7:42 som blir tillämplig.<sup>71</sup>

Vilka majoritetskrav som skall tillgodoses om P1 redan finns i bolaget och en serie P2 skall skapas genom nyemission är däremot mer oklart. Är P2

<sup>69</sup> Prop. 1975:103, s 411.

<sup>70</sup> SOU 1971:15, s 241 och Kedner, Roos, *Aktiebolagslagen*, s 258.

<sup>71</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 78.



efterställd P1 i rätten till utdelning bör huvudregeln i 7:42 tillämpas. Annorlunda är måhända fallet om P2 i något avseende skall ha bättre rätt än P1. Frågan synes inte mer utförligt behandlad vare sig i förarbeten eller i doktrin, varför rättsläget får betecknas som oklart. Enligt mitt förmenande står svaret att finna i hur P2:s villkor i bolagsordningen utformas. Är villkoren sådana att de kan så att säga "samexistera" med de villkor P1 är förenade med torde huvudregeln i 7:42 vinna tillämpning, varvid P2 således kan emitteras med sedvanlig två tredjedels majoritet. Är villkoren däremot sådana att någon motsättning uppkommer i förhållande till P1:s villkor, varvid dessa måste ändras i, för ägarna till P1, negativ riktning, måste samtycke inhämtas också från ägarna till P1 i enlighet med 7:45.<sup>72</sup> Det skulle kunna argumenteras kring att detta synsätt, som helt fokuserar på bestämmelserna i bolagsordningen, är väl formalistiskt och att P1:s reella situation borde tas i större beaktande. Oavsett hur villkoren för P2 utformas i detalj kommer ju, i det fall P2 skall få utdelning först, ägarna till P1 att få del av tidigare fastställd utdelning först i andra hand, vilket skulle kunna tyda på att 7:45 borde tillämpas. Att utsträcka 7:45 till att gälla även i dessa fall låter sig dock knappast göras med tanke på paragrafens hänvisning till 7:43 och uttrycket *redan utgivna aktier*.<sup>73</sup> Den enda rimliga lösningen är således att 7:45 vinner tillämpning enbart om P1:s villkor i bolagsordningen i något avseende måste ändras för att ej stå i strid med de villkor P2 skall förenas med. Detta förmodade faktum är viktigt att ha i åtanke för samtliga inblandade när villkoren för P1 utformas. Stadgas exempelvis att *P1 skall ha utdelning med X kronor före övriga aktieslag* eller att *Utdelningen skall delas lika på övriga aktieslag sedan X kronor delats ut på varje aktie i P1* torde framtida emission av P2 medföra att samtycke enligt 7:45 skall inhämtas. Används istället en formulering som exempelvis säger att *P1 skall ha företräde till en årlig utdelning på X kronor* är, enligt det här förda resonemanget, en emission av P2 möjlig med beaktande av enbart huvudregeln i 7:42.

När en sådan bestämmelse väl införts fattas själva emissionsbeslutet på sedvanligt vis. Om befintliga aktieägare skall ha företräde till de nyemitterade aktierna gäller huvudregeln i 7:40 om enkel majoritet. Vanligare torde dock vara att nyemissionen är riktad varvid två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är representerade på stämman måste samtycka, jfr 13:2. Värt att notera är också att något särskilt majoritetskrav ej uppställs vid apportemission, se 13:1.

---

<sup>72</sup> Uttalande i prop. 1975:103, s 412 ger visst stöd för detta synsätt.

<sup>73</sup> Huruvida hänvisningen till 7:43 avser hela paragrafen eller endast de tre situationer i vilka paragrafen skall tillämpas är visserligen oklart. Att 7:43 och 45 i den gamla ABL utgjorde en och samma paragraf tyder dock på att hänvisningen avser hela paragrafen.

## 3.4 Förfarandet på bolagsstämma

### 3.4.1 Bolagsstämma

Vid en sådan ändring av bolagsordningen som syftar till att införa preferensaktier uppstår särskilda problem på bolagsstämman. Det normala förfarandet på bolagsstämman är att beslut fattas genom acklamation, det vill säga att ordföranden först frågar stämman om ett visst förslag skall godkännas, varvid de som är för ropar ja och de som är emot ropar nej. Den ståndpunkt som företrädes av flest röstande utgör stämmans beslut.<sup>74</sup> Innan beslutet klubbas har varje aktieägare möjlighet att begära votering med följd att ett mer noggrant rösträkningsförfarande får inledas, jfr 7:37 o 38. Hur denna votering, eller *omröstning* som det betecknas i ABL, skall gå till är ej lagfäst utan skall genomföras enligt vad som allmänt anses som ”gott mötesskick”.<sup>75</sup>

Att fatta beslut genom acklamation är i de flesta fall en aningen tvivelaktig metod då aktieägarnas röststyrka troligtvis ej korresponderar med det antal aktier och röster som de representerar på stämman. Särskilt problematiskt är självfallet acklamation om särskilda majoritetskrav uppställs för det beslut som skall fattas. Av den praxis som utvecklats i frågan följer dock att också beslut med särskilda majoritetskrav kan fattas genom acklamation om det av stämmoprotokollet framgår att erforderlig majoritet har uppnåtts. I praktiken löses detta ofta genom att ordföranden, efter att acklamationen utfallit positivt, frågar stämman om enhällighet råder varefter, såtillvida ingen invänder, det förs till protokollet att beslutet fattats med enhällighet.<sup>76</sup>

Om votering begärs torde det, i vart fall i de fall aktieägarkretsen är relativt liten, vara enklast och mest tidseffektivt att tillfråga aktieägarna i tur och ordning efter deras aktie- och röstinnehav. Denna turordning kan antecknas i en, till röstlängden, parallell förteckning. När erforderlig majoritet har uppnåtts kan beslutet klubbas.<sup>77</sup> Att tänka på är att i de fall samtycke krävs från ägarna till särskilt aktieslag bör den särskilda förteckningen uppta också vilket aktieslag en viss aktie tillhör.

### 3.4.2 Bolagsstämma per capsulam

Ett mycket vanligt förfarande är att genomföra bolagsstämman endast genom att skicka runt ett färdigt protokoll som undertecknas av alla aktieägare, vilket går under benämningen *per capsulam*.<sup>78</sup> Så länge alla

---

<sup>74</sup> Johansson, *Nials svensk associationsrätt*, s 171.

<sup>75</sup> Prop. 1997/98:99, s 123.

<sup>76</sup> Johansson, *Nials svensk associationsrätt*, s 171 f.

<sup>77</sup> Beyer, *Om beslut på bolagsstämma*, SvJT 1996, s 693 f.

<sup>78</sup> Se Unger, *Om protokoll*, Advokaten 1986, s 166 för en förklaring till uttrycket.

aktieägare samtycker får en bolagsstämma per capsulam samma rättsverkningar som en ”riktig” bolagsstämma.<sup>79</sup>

Vad gäller beslutsfattandet på denna förenklade form av bolagsstämma är det kontroversiellt att tillämpa ovan framförda majoritetskrav. Med tanke på avsaknaden av diskussion och argumentation kan diskuteras om inte enhällighet borde krävas för alla beslut. Gällande rätt synes dock inte stipulera några sådana krav, då en aktieägare som anser sig behöva ventilera sina åsikter i en viss fråga enkelt kan åstadkomma detta genom att helt enkelt vägra acceptera att bolagsstämman genomförs per capsulam.<sup>80</sup> De majoritetskrav som redovisas ovan har därmed samma giltighet oavsett formerna för bolagsstämmans genomförande. En annan sak är att den som upprättar protokollet bör, innan det skickas runt för undertecknande, undersöka huruvida det finns tillräcklig majoritet för införandet av preferensaktier. Detta för att undvika att ett nytt korrekt protokoll måste upprättas med onödig tidsåtgång som följd.

### 3.4.3 Registrering m.m.

Beslut om ändring av bolagsordningen skall genast anmälas för registrering hos Bolagsverket, jfr ABL 3:5 och 6 § Aktiebolagsförordning (2005:559) (ABF). Innan registrering har skett får beslutet ej verkställas, undantaget de beslut som stadgas om i 27:8. Enligt 27:3 skall Bolagsverket genast publicera det som har registrerats i Post- och Inrikes Tidningar.<sup>81</sup> Att ett beslut ej får verkställas innan registreringen innebär ej ett förbud mot varje åtgärd som ett visst beslut föranleder. Styrelsen torde till exempel kunna förhandla med en potentiell investerare som kräver preferensaktier trots att en erforderlig ändring av bolagsordningen ännu ej registrerats.<sup>82</sup>

Bolagsverkets publicering har främst verkan mot tredje man. Vad gäller den interna materiella verkan av ett bolagsstämmobeslut är den snarare avhängig av själva bolagsstämmobeslutet.<sup>83</sup> Preferensaktiens privilegierade ställning kan därmed säga uppkomma redan i och med att beslutet klubbas igenom på bolagsstämman. Beslut om ändring av bolagsordningen och beslut om emission av preferensaktier kan därmed fattas vid samma stämma, varvid det senare beslutet, som förutsätter en ändring av bolagsordningen, kan sägas vara villkorat av att en registrering senare äger rum.<sup>84</sup>

Ytterligare en sak som skall beaktas i detta sammanhang är bestämmelsen i 6:2 p 4, där det stadgas att i bolag där aktiebrev finns utgivna skall

---

<sup>79</sup> Gregow, *Om samtliga aktieägares samtycke*, JT 01/02, s 748. Se s 761 ff beträffande styrelsens godkännande av per capsulam stämma.

<sup>80</sup> Johansson, *Bolagsstämma*, s 444 f.

<sup>81</sup> Post- och Inrikes Tidningar skall, enligt prop 2005/06:96, från och med 1 januari 2007 ej längre ges ut i traditionellt format utan endast finnas i elektronisk form på Bolagsverkets hemsida.

<sup>82</sup> Prop. 1997/98:99, s 253 och Andersson, Johansson, Skog, *Aktiebolagslagen*, 9:72.

<sup>83</sup> Sandström, *Några problem rörande verkan av kungörande inom bolagsrätten*, Festskrift till Christensen, s 404.

<sup>84</sup> Andersson, Johansson, Skog, *Aktiebolagslagen*, 9:72.

aktiebrevet ange aktiens slag, om olika aktieslag finns i bolaget. Exakt vilka rättigheter som tillkommer preferensaktierna torde dock ej behöva antecknas. Om sådan information önskas går det tämligen lätt att erhålla genom att ta del av bolagsordningen. För att aktieägarna skall tillhandahålla aktiebrev för anteckning kan bolaget använda sig av vissa påtryckningsmedel, jfr 6:7.

# 4 Konvertering

## 4.1 Allmänt

Att emittera aktier som under vissa omständigheter skall kunna konverteras till annat aktieslag ansågs vara möjligt redan enligt 1944 års ABL. Då lagen ej innehöll några direkta bestämmelser härom var dock osäkerheten stor dels kring instrumentets användningsområde, dels kring hur konverteringsbestämmelserna i bolagsordningen skulle utformas.<sup>85</sup> Med amerikanska förhållanden som förlaga tydliggjordes efterhand näringslivets behov av konvertibla preferensaktier också i Sverige<sup>86</sup>, vilket ledde till att uttryckliga bestämmelser om konvertering intogs i lagtexten i samband med revisionen av ABL i början på 70-talet.<sup>87</sup> I dagens ABL stadgas i 4:6 att ett *omvandlingsförbehåll* skall intagas i bolagsordningen om att en aktie under närmare angivna omständigheter slutligt skall omvandlas till aktie av annat slag. Det skall uppmärksammas att det, trots konverteringen, alltså rör sig om en och samma aktie. Då aktiekapitalet således ej utsätts för några förändringar är konverteringsförfarandet helt och hållet en bolagsintern händelse som, normalt sett, ej väcker några betänkligheter från borgenärssynpunkt.<sup>88</sup>

Anledningen till att preferensaktier ofta förenas med en rätt till konvertering har berörts inledningsvis i avsnitt 2.4. Preferensaktieägaren får härigenom större möjligheter till att avveckla sitt ägande i bolaget, samtidigt som stamaktieägarna åter kommer i fullt åtnjutande av bolagets förmåga att generera vinster. Förutom att konvertibla preferensaktier regelmässigt användas av riskkapitalinvestorer har konvertibla preferensaktier ett stort användningsområde i samband med rekonstruktioner och återbetalning av aktieägartillskott.<sup>89</sup> Här skall vidare framhållas att konvertibla aktier ofta förekommer också i bolag med röststarka A-aktier, där B-aktien är noterad på börs eller annan marknadsplats. A-aktierna är i dessa fall vanligtvis förenade med någon form av omsättningsbegränsning för att undvika oönskade förändringar i ägarkretsen. Skulle någon A-aktieägare vilja sälja kan denne då konvertera sina aktier till mer likvida B-aktier för att därefter sälja dem över börs till ett marknadsmässigt pris.<sup>90</sup>

I detta kapitel skall närmare undersökas hur omvandlingsförbehållet införs i bolagsordningen samt vilka villkor konverteringen kan knytas till. Inledningsvis diskuteras översiktligt också hur aktieägaravtal kan användas för att åstadkomma en konvertering.

---

<sup>85</sup> Mattsson, *Aktiebolagens finansieringsformer*, s 163.

<sup>86</sup> Borgström, *Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer*, s 106 ff.

<sup>87</sup> Prop. 1973:93 s 10.

<sup>88</sup> SOU 1971:15 s 158.

<sup>89</sup> Prytz, Tamm, *Tillskott utan aktieteckning*, s 197.

<sup>90</sup> Andersson, Johansson, Skog, *Aktiebolagslagen*, 3:8.

## 4.2 Bolagsordning och aktieägaravtal

Att ett omvandlingsförbehåll införs i bolagsordningen är således ett villkor för att en konvertering av preferensaktierna skall kunna ske på förutbestämda villkor. Den aktiebolagsrättsligt bevandrade inser dock snabbt att ett aktieägaravtal också skulle kunna användas för att åstadkomma ett liknande resultat. I ett sådant avtal skulle till exempel kunna stadgas att parterna förbinder sig att efter viss tid eller under vissa omständigheter rösta i enlighet med 7:43 (se ovan avsnitt 3.3.1) för att existerande rubbningar i rättsförhållandet mellan aktier skall återgå.<sup>91</sup> Är avtalet förenat med exempelvis vite vid överträdelser av det överenskomna, torde preferensaktieägaren kunna vara relativt säker på att en konvertering skall ske så som planerat. Många gånger är en avtalsrättslig lösning enda möjligheten då de krav som vissa utländska investerare ställer inte går att registrera.<sup>92</sup>

Att använda aktieägaravtal istället för bolagsordningen för att säkerställa en framtida konvertering medför dock ett antal uppenbara nackdelar som här kort skall kommenteras.

Först och främst kan konstateras att aktieägaravtal normalt lämpar sig endast i bolag med ett fåtal ägare. Är ägarspridningen allt för stor är det förenat med stora transaktionskostnader att upprätta ett aktieägaravtal, om det överhuvudtaget är möjligt.<sup>93</sup> Därtill kommer att en del ägare kanske inte alls är engagerade i driften av bolaget, vilket troligtvis gör dem måttligt intresserade av att ingå ett avtal med stränga förhållningsregler och vitesklausuler.

Ett annat problem med aktieägaravtal är att det endast binder de aktieägare som är parter i avtalet. I det fall en avtalspart ej agerar på avtalat sätt, utan bidrar till att bolagsstämman fattar ett annat beslut, kan det sålunda fattade beslutet ej klandras och ogiltigförklaras. Den avtalspart som anser att ett avtalsbrott är för handen är sålunda hänvisad till att kräva ersättning enligt bestämmelserna i avtalet eller enligt allmänna kontraktsrättsliga principer. Att avtalet endast binder parterna gör vidare att avtalet ej automatiskt binder den nye ägaren om en avtalspart överlåter sina aktier.<sup>94</sup> Viss osäkerhet råder kring huruvida det räcker med att den nye ägaren är i ond tro angående aktieägaravtalets existens för att denne skall anses som ny avtalspart.<sup>95</sup>

Ytterligare en aspekt på aktieägaravtal är dess varaktighet. Det vanligaste torde vara att parterna avser att det skall gälla så länge de har aktier i bolaget. Genom att aktieägaravtalet stadgar om att en begränsad krets gemensamt skall fatta beslut i vissa frågor relaterade till näringsverksamhet

---

<sup>91</sup> Jfr Roos, *Avtal och rösträtt*, s 87 f.

<sup>92</sup> Nyman, *Risikkapital*, s 57.

<sup>93</sup> Stattin, *Om aktieägaravtal*, JT 04/05, s 100.

<sup>94</sup> *Ibid.*, s 106 f.

<sup>95</sup> Kansmark, Roos, *Aktieägaravtal*, s 29 ff.

anses ofta aktieägaravtalet utgöra ett enkelt bolag, vilket innebär att reglerna om uppsägning i Lag (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag (BL) blir tillämpliga. En avtalspart äger härigenom rätt att säga upp avtalet utan särskild grund, med följd att bolaget skall likvideras efter sex månader. Den aktieägare som vill undvika att ett aktieägaravtal plötsligt sägs upp av annan avtalspart bör således avtala bort dessa regler i BL och ersätta dem med bestämmelser som ger bättre förutsägbarhet.<sup>96</sup>

Det bör också framhållas att aktieägaravtalet har vissa fördelar som kan göra en avtalslösning mer fördelaktig. Parterna kan, som sagt, avtala om att exempelvis konvertering skall ske på i det närmaste vilka villkor som helst, utan att riskera invändningar från Bolagsverket eller annan myndighet. Vidare kan tvistlösning och påföljder vid överträdelser av avtalet utformas helt efter parternas egna önskemål.

## 4.3 Omvandlingsförbehåll

### 4.3.1 Införande i bolagsordningen

Att reglera den framtida konverteringsrätten i bolagsordningen medför således en rad fördelar. Om parterna väljer denna lösning skall alltså ett omvandlingsförbehåll införas i bolagsordningen. Majoritetskraven för ett sådant införande av ett omvandlingsförbehåll varierar beroende på förbehållets karaktär och vilka aktier som omfattas. Huvudregeln i 7:42 för ändring av bolagsordningen, att 2/3 av såväl avgivna röster som aktier representerade på stämman skall biträda ändringsförslaget, torde ha tillämplighet endast om det rör sig om en nyemission av konvertibla aktier.<sup>97</sup> Endast de aktier som utges i samband med nyemissionen omfattas då av omvandlingsförbehållet.

Skall omvandlingsförbehållet däremot gälla också redan utgivna aktier aktualiseras åter de snåriga bestämmelserna i 7:43-45. Vilka majoritetskrav som uppställs varierar beroende på omvandlingsförbehållets karaktär. Skall konverteringsbeslutet fattas av bolaget torde det inte råda något tvivel om att aktiens rätt försämras<sup>98</sup>, vilket innebär att samtycke till införandet i bolagsordningen skall lämnas i enlighet med 7:45 p 1 eller 2. Detsamma torde gälla om konverteringen är avhängig av mer neutrala men på förhand fastställda villkor, så som tid eller att viss utdelning har utbetalats. Stadgar omvandlingsförbehållet istället att konverteringsbeslutet skall fattas av aktieägaren torde ej aktiens rätt försämras på det sätt som avses i 7:45, vilket utesluter en tillämpning av denna bestämmelse. Det kan synas lockande att här åter använda sig av huvudregeln i 7:42, men frågan är om det är en korrekt lösning. I avsnitt 3.3.1 ovan sägs att också ett återställande av tidigare införda rubbningar av rättsförhållandet mellan aktier faller under de stränga majoritetskraven i 7:43. Samma majoritetskrav torde, enligt mitt

<sup>96</sup> Stattin, *Om aktieägaravtal*, JT 04/05, s 100.

<sup>97</sup> Kedner, Roos, *Aktiebolagslagen*, s 63.

<sup>98</sup> SOU 1971:15 s 158.

förmenande, uppställas också vid införande av ett omvandlingsförbehåll som tillerkänner aktieägaren ensam beslutanderätt i konverteringsfrågan, då resultatet de facto blir detsamma som vid ett beslut om återställande av tidigare införda rubbningar enligt 7:43. Kommentarer i doktrin tyder på att 7:43 ej skall tillämpas i dessa fall, utan att det är det sedvanliga kravet på två tredjedelars majoritet i 7:42 som är tillämpligt.<sup>99</sup> Rättsläget får måhända betecknas som oklart. En tämligen underlig konsekvens av att använda sig av 7:43 är dock att en minoritetsskyddsregel i realiteten snarare riskerar att försvåra minoritetens, det vill säga i normalfallet preferensaktieägarnas, situation. Bestämmelsen får plötsligt mer karaktär av majoritetsskyddsregel, vilket knappast kan ha varit lagstiftarens avsikt.

I samband med att ett omvandlingsförbehåll införs i bolagsordningen skall också anteckning om förbehållet göras i aktieboken. Närmare information om konverteringsvillkor och dylikt torde ej behöva skrivas in, utan det räcker med att det framgår att aktien är behäftad med ett konverteringsförbehåll, jfr 5:5 p 5 och 5:11 p 4. För bolag som ej är avstämningsbolag skall, i förekommande fall, uppgift om omvandlingsförbehållet antecknas också på aktiebrevet, 6:2 p 5.

Omvandlingsförbehållet knytes på detta sätt till specifika aktier. Följden av detta torde vara att endast de aktier som omfattas av omvandlingsförbehållet vid dess tillkomst kan anses som möjliga att konvertera. För att senare emitterade aktier, inom redan befintliga aktieslag, skall förenas med samma konverteringsrätt krävs dock ej ytterligare ändringar av bolagsordningen. Av 13:5 p 2 framgår att om också nyemitterade aktier skall förenas med förbehåll enligt 4:6 skall detta anges i emissionsbeslutet. Innebär nyemissionen att ett helt nytt aktieslag skapas torde däremot ovan nämnda majoritetsregler vinna tillämpning då det minoritetsskydd som dessa regler skapar annars skulle vara allt för enkelt att kringgå.

## 4.3.2 Villkor i omvandlingsförbehållet

### 4.3.2.1 Tid och beslut

Vad gäller omvandlingsförbehållets närmare innehåll bidrar ej lagtexten med någon direkt information. Allt som sägs är att en aktie skall kunna omvandlas till aktie av annat slag under *vissa angivna förutsättningar och på närmare angivet sätt*.

Klart är att omvandlingsförbehållet kan utformas så att beslutet om att konvertera en viss aktie skall fattas antingen av bolaget eller av aktieägaren. Det är vidare möjligt att i omvandlingsförbehållet stadga om att konvertering skall ske automatiskt vid viss tid eller när visst förhållande inträffar.<sup>100</sup> Vilka förhållanden som här kan komma i fråga är ej närmare

---

<sup>99</sup> Kedner, Roos, *Aktiebolagslagen*, s 63. Författarna tycks anse att det enda undantaget från 9:14 (dagens 7:42) är att 9:15 3 st (7:45) skall tillämpas i det fall bolaget skall fatta beslut om konvertering.

<sup>100</sup> Prop. 1973:93, s 126.



angivet, men troligtvis åtnjuter parterna en tämligen stor frihet att bestämma vilka villkor som skall föranleda konvertering. En av de vanligast förekommande lösningarna är att omvandlingsförbehållet stadgar att konvertering är möjligt inom ett visst tidsintervall, varvid det är upp till aktieägaren att avgöra om omständigheterna är sådana att en konvertering är förmånlig.<sup>101</sup> Konvertering kan också tänkas ske när viss utdelning har erhållits av preferensaktieägarna. Vidare torde regelmässigt investerare kräva att konvertering skall ske i samband med att bolag blir publika eller noteras vid börs eller annan marknadsplats. Även externa omständigheter som ej har någon särskild koppling till bolagets verksamhet kan troligtvis accepteras. Viss försiktighet kan här dock vara påkallad när omvandlingsförbehållet omfattar ett helt aktieslag. Fler möjligheter står till buds om villkoret tillkommer på initiativ av en viss aktieägare och endast avser denne aktieägares aktier.<sup>102</sup>

Utformandet av konverteringsvillkoren kan således många gånger bli tämligen omfattande, särskilt om flera olika förhållanden var för sig skall kunna föranleda konvertering. För att inte onödigt tynga bolagsordningen med allt för invecklade bestämmelser regleras konverteringsmöjligheterna vanligtvis i särskilda aktieägaravtal istället för i bolagsordningen.<sup>103</sup> För att omvandlingsförbehållet överhuvudtaget skall kunna införas i bolagsordningen torde dock, av lagtexten att döma, krävas att där i stadgas om förhållande som skall leda till konvertering. Omvandlingsförbehållet kan exempelvis ange att konvertering skall ske när alla aktieägare är ense. Hur aktieägarna skall komma fram till denna enighet kan däremot särskilt regleras i separat aktieägaravtal.

En annan intressant fråga är huruvida omvandlingsförbehållet kan stadga att konvertering skall ske när en majoritet av ägarna av exempelvis P1 så beslutar, eller om det regelmässigt bör krävas samtycke från samtliga berörda aktieägare. Även här torde parterna vara fria att själva finna en lämplig lösning. Med tanke på det som ovan har sagts om majoritetskraven vid införande av omvandlingsförbehåll har varje aktieägare i princip en möjlighet att hindra tillkomsten av en sådan bestämmelse som ej anses i linje med dennes önskemål.

Vidare kan det tänkas att konverteringsvillkoret anger att beslut om konvertering skall fattas av bolaget utan att närmare angiva vilket organ som är behörigt att besluta i frågan. Att aktier tillhörande ett visst aktieslag skall omvandlas till ett annat aktieslag innebär onekligen en tämligen stor omvandling för bolagets aktieägare, varför det kan tyckas att det bör ankomma på stämman att besluta i frågan.<sup>104</sup> Konverteringsvillkoren torde dock regelmässigt vara sådana att de kräver ett relativt snabbt agerande från bolagets sida vilket gör styrelsen till en bättre lämpad beslutsfattare. Ett argument för att styrelsen skall anses som behörigt organ är att stämman,

---

<sup>101</sup> Muntlig källa, Per-Olof Johansson, Bolagsverket.

<sup>102</sup> Se not 3 Prytz, Tamm, *Tillskott utan aktieteckning*, s 197.

<sup>103</sup> Ibid.

<sup>104</sup> Johansson, *Bolagsstämma*, 161.

genom införandet av omvandlingsförbehållet i bolagsordningen, redan fått säga sitt i frågan. För att undvika tveksamheter i frågan kan det dock vara på sin plats att ange beslutsfattande organ i konverteringsvillkoren.

#### 4.3.2.2 Konverteringsförhållande

Den kanske mest centrala delen av ett omvandlingsförbehåll är vad som skall träda i den konverterade aktiens ställe. Preferensaktieägaren vill uppenbarligen att värdet av det nya innehavet i största möjliga utsträckning motsvarar det värde som det tidigare innehavet av preferensaktierna innebar. Den i särklass vanligast förekommande lösningen är att preferensaktierna konverteras till stamaktier i förhållandet 1:1.<sup>105</sup> Som nämnts inledningsvis görs en sådan konvertering ofta när preferensaktieägaren skall lämna bolaget i samband med exempelvis en börsintroduktion.

Huruvida gällande rätt ger utrymme även för andra varianter, exempelvis konvertering till stamaktier i förhållandet 1:2 eller 2:1 eller till aktier i ett annat aktieslag än stamaktier, synes ej kommenterade överhuvudtaget i förarbetena till den nya ABL.<sup>106</sup> Sådana konverteringsvillkor skulle kunna fylla en mycket viktig funktion vad gäller preferensaktieägarens skydd mot den utspädning som förändringar i aktiekapitalet kan medföra. Har aktiekapitalet utökats genom en nyemission av stamaktier skulle preferensaktieägaren kunna kompenseras för preferensaktiernas minskade del av det totala aktiekapitalet genom att preferensaktien byts ut mot exempelvis två stamaktier vid konvertering. Problemet med den typen av konverteringsvillkor är att de leder till förändringar av aktiekapitalet. Således rör det sig närmast om en sorts riktad fondemission om varje preferensaktie utbytes mot mer än en stamaktie, medan den omvända situationen, att mindre än en stamaktie utges för varje preferensaktie, närmast kan liknas vid en riktad nedsättning av aktiekapitalet.<sup>107</sup> Sådana förändringar av aktiekapitalet är omgärdade av en rad skydds- och procedurregler i ABL. Den rådande uppfattningen i doktrin och praxis synes följaktligen vara att något annat konverteringsförhållande än 1:1 ej är möjligt att införa i bolagsordningen.<sup>108</sup> Trots att det, som sagt, ej närmare kommenteras i förarbetena kan detta anses följa också av lagtexten där det i 4:6 sägs att "...en aktie av visst slag...skall kunna omvandlas till en aktie av annat angivet slag...". Genom att använda sig av ABL:s bestämmelser avseende fondemission och inlösen kan dock ett i praktiken annorlunda konverteringsförhållande åstadkommas.

Att varje preferensaktie utbytes mot mer än en stamaktie innebär att aktiekapitalet i bolaget kommer att höjas. Detta är tillåtet endast i ett fåtal situationer, jfr ABL 11:1, och kräver att aktiekapitalet verkligen tillförs ett motsvarande belopp. Vad gäller fondemissioner tas detta belopp från reservfonden, uppskrivningsfonden eller fritt eget kapital alternativt från de ökade värden som en uppskrivning av anläggningstillgångar medför, jfr

<sup>105</sup> Von Baumgarten, Bohman, *International Finance Law Review*, 2003.

<sup>106</sup> Jfr Advokatsamfundets yttrande i remissbehandlingen av SOU 2001:1, s 169 f.

<sup>107</sup> Wibom, Saidac, *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, s 133.

<sup>108</sup> Muntlig källa, Magnus Hedsund, Advokatfirman Vinge.

12:1. En fondemission kan ske med eller utan utgivande av nya aktier. För att en fondemission skall kunna användas så som här åsyftas måste dock nya aktier utges. Vanligtvis fördelas de nya aktierna jämnt mellan samtliga aktieägare i bolaget, men enligt 4:4 kan avsteg härifrån göras genom bestämmelser i bolagsordningen om preferensaktier finns utgivna. Finns det sålunda en bestämmelse i bolagsordningen som stadgar att de nya aktier som skapas vid en fondemission skall tillfalla innehavaren av preferensaktierna torde det vara möjligt att i praktiken skapa ett annat konverteringsförhållande än 1:1. Preferensaktieägaren måste dock, troligtvis genom aktieägaravtal, säkerställa att bolagsstämman beslutar om fondemission i samband med att konvertering påkallas.

Vad gäller möjligheterna att skapa ett utbytesförhållande som medför färre stamaktier än 1:1 är situationen mer komplicerad. Att aktiekapitalet minskar är förenat med stora faror ur borgenärshänseende, varför ett godkännande från Bolagsverket eller allmän domstol normalt erfordras. Så som inledningsvis har nämnts finns en möjlighet till ett förenklat förfarande genom att införa ett inlösenförbehåll i bolagsordningen, jfr 20:31. Ett sådant förbehåll kan utformas så att det förpliktar bolaget att lösa in vissa angivna aktier om en särskild omständighet inträffar.<sup>109</sup> Således torde tidpunkten för inlösen kunna knytas till en framtida konvertering, varvid exempelvis var femte preferensaktie inlöses av bolaget. Inlösenförbehållet skall också ange hur stort lösenbeloppet är eller hur det skall beräknas, vilket torde göra det möjligt att skapa en modell som fullt ut kompenserar preferensaktieägarna för de inlösta aktierna. Att tänka på är att ett inlösenförbehåll endast får omfatta aktier som tecknats eller givits ut efter dess införande i bolagsordningen.

Genom att kombinera konverteringen med fondemission eller inlösen möjliggörs således ett annat konverteringsförhållande än 1:1. Det skall dock åter påminnas om att omvandlingsförbehållet i bolagsordningen alltid torde behöva ange konverteringsförhållandet till 1:1.

En annan fråga som aktualiseras vid konvertering av preferensaktier är till vilket aktieslag konverteringen skall ske. Att preferensaktier utbytes mot stamaktier behöver ej alltid vara den bästa lösningen för de inblandade parterna. Preferensaktieägaren kan till exempel tänkas vilja byta sitt högavkastande innehav av preferensaktier mot röststarka aktier som ger ett mer långsiktigt bestämmande inflytande över bolaget. Lagtexten anger endast att konvertering skall ske *till aktie av annat angivet slag*. Huruvida detta aktieslag måste existera redan tidigare eller om det kan tillskapas genom konverteringen klargörs ej. Troligtvis måste aktieslaget vara tillskapat genom en bestämmelse i bolagsordningen redan innan konverteringen, annars skulle de majoritetskrav som finns i 7:43 och 7:45 vara lätta att kringgå. Däremot torde ej andra aktier behöva finnas utgivna i aktieslaget innan konverteringen.

---

<sup>109</sup> Lindskog, *Aktiebolagslagen 6:e och 7:e kap.*, s 80.

## 4.4 Tolkning av bolagsordningen m.m.

Med tanke på att konverteringsvillkoren i vissa fall kan bli ganska komplicerade och omfattande kan det vara lämpligt att här säga något om hur bolagsordningen skall tolkas.

Bolagsordningen bör i stor utsträckning ses som ett avtal ingånget mellan aktiebolagets ägare, vilket innebär att sedvanliga avtalsrättsliga tolkningsprinciper är tillämpliga.<sup>110</sup> Att fastställa partsviljan, som står i centrum i svensk avtalstolkning, kan dock många gånger vara svårt i ett bolag med spritt ägande eller där lång tid förflutit sedan bestämmelserna infördes i bolagsordningen och aktierna bytt ägare ett flertal gånger. Därmed bör större vikt läggas vid bolagsordningens lydelse och hur en viss bestämmelse uppfattas rent objektivt.<sup>111</sup> Många bestämmelser i bolagsordningen kan således tänkas behöva utformas på ett mer ordrikt och detaljerat sätt för att undvika oklarheter. Att aktieägaravtal används i stor utsträckning för att precisera konverteringsvillkoren är ett sätt att undvika en allt för omfattande och svåröverskådlig bolagsordning.

En annan fråga som kan aktualiseras i sammanhanget är huruvida någon av parterna, främst aktieägaren, med hänvisning till Avtalslagens (AvtL) regler kan få till stånd en jämkning eller ett åsidosättande av en viss bestämmelse i bolagsordningen. I många avseenden anses aktiebolagsrätten konstituera ett eget rättssystem, ett *sui generis*, där ABL och vissa aktiebolagsrättsliga principer uttömmande reglerar parternas mellanhavanden. Vad gäller just bolagsordningen finns dock, på grund av dess avtalsrättsliga karaktär, möjlighet att i vissa fall använda sig av AvtL:s regler kring bland annat jämkning.<sup>112</sup> I vart fall är detta möjligt om bolagsordningen innehåller bestämmelser som inskränker eller begränsar några av aktieägandets mer framträdande karakteristika, så som överlåtelsefriheten och splittringsförbudet.<sup>113</sup> Huruvida också omvandlingsförbehåll kan ifrågasättas med hjälp av AvtL:s regler är svårt att sja om. Troligtvis krävs en ojämn partsställning samt villkor som sträcker sig mycket långt till bolagets och övriga aktieägares fördel. Bara det faktum att bolaget tillerkänns beslutanderätt i frågan om konverteringstidpunkt torde ej räcka för att aktualisera en jämkning.

## 4.5 Konverteringsförfarandet

För att ge en komplett bild av omvandlingsförbehållet skall här kort själva konverteringsförfarandet presenteras. Efter att ett beslut om konvertering har fattats på så sätt som omvandlingsförbehållet, eller bestämmelser i ett aktieägaravtal, stadgar skall vissa åtgärder vidtagas av parterna.

---

<sup>110</sup> Kristiansson, Skog, *Bolagsordning*, s 15.

<sup>111</sup> Johansson, *Nials Svensk associationsrätt*, s 65.

<sup>112</sup> Ibid.

<sup>113</sup> Hellner, *Aktiebolagsrätt och avtalsrätt*, Festskrift till Karnell, s 275.

Aktieägarens skyldigheter är främst kopplade till eventuellt utgivna aktiebrev. Så som tidigare har nämnts skall uppgift om omvandlingsförbehållet antecknas på aktiebrev om sådana finns utgivna. När beslut om konvertering har fattats skall aktiebrev bytas ut, varvid aktieägaren är skyldig att inlämna aktiebrev till bolaget.<sup>114</sup> Om så inte sker är bolaget berättigat att så som påtryckningsmedel hålla inne den utdelning som aktieägaren är berättigad till enligt 6:7 p 2. Det torde även vara möjligt att utverka ett domstolsbeslut som ålägger aktieägaren att lämna in aktiebrev.<sup>115</sup> De sålunda inlämnade aktiebrev skall makuleras, jfr 6:6. Kan aktiebrev ej återfinnas skall det dödas enligt Lag (1927:85) om dödande av förkommen handling. Om aktiebrev ej finns utgivna eller om bolaget är ett avstämningsbolag synes ej några särskilda skyldigheter åligga aktieägaren.

Vid konvertering av aktier i ett kupongbolag skall styrelsen anteckna ändringen i aktieboken, jfr 6:9 2 st. Sådan anteckning skall givetvis göras oavsett om aktiebrev finns utgivna eller ej. Därefter skall ändringen genast anmälas till Bolagsverket för registrering i aktiebolagsregistret enligt 4:6 2 st. Anmälan skall, enligt 1:7 ABF, innehålla uppgift om de aktieslag som berörs av omvandlingen samt hur många aktier av varje slag som omvandlas. Också i avstämningsbolag skall styrelsen anmäla konverteringen till Bolagsverket. Anteckningen i aktieboken ombesörjs här av den centrala värdepappersförvararen.

Konverteringen anses verkställd när anteckning härom införts i aktiebolagsregistret samt, vad gäller kupongbolag, i aktieboken, eller, vad gäller avstämningsbolag, i avstämningsregistret. Att uppmärksamma är att styrelsen enligt 30:1 p 2 agerar under straffansvar vad gäller förandet av aktieboken, allt för att tillförsäkra att aktiebokens innehåll är korrekt till gagn både för den enskilde aktieägaren och för allmänheten.<sup>116</sup> Några straffrättsliga sanktioner aktualiseras ej om den centrala värdepappersförvararen underlåter att införa uppgifterna om konvertering i aktieboken.

---

<sup>114</sup> Lind, *Aktiebolagslagen*, s 113.

<sup>115</sup> *Ibid.*

<sup>116</sup> Jfr resonemanget i prop 2004/05:85 s 494.

# 5 Utspädningskydd

## 5.1 Allmänt

En preferensaktieägare har ofta en mycket förmånlig position. Dels åtnjuts företräde till en bestämd del av företagens vinst, dels finns för det mesta ett på förhand överenskommet sätt för preferensaktieägaren att konvertera och därefter lämna sitt ägande i bolaget. De risker som finns i form av illojalt beteende från övriga aktieägare kan i huvudsak undkommas genom införande av till exempel rätt till ackumulativ utdelning och likvidationspreferens, vilket har beskrivits inledningsvis.<sup>117</sup>

Preferensaktieägaren kan dock utsättas för risker också i andra situationer. Främst gäller detta i de fall bolaget, i ett senare skede, behöver införskaffa mer kapital till sin fortsatta verksamhet, varvid preferensaktieägarens innehav riskerar att få mindre inflytande samt minska i värde.<sup>118</sup> Några exempel kan användas för att illustrera situationen.

Emitteras fler aktier i bolaget till befintliga alternativt nya aktieägare kommer preferensaktieägarens innehav representera en mindre del av det totala ägandet i bolaget. Den självklara konsekvensen av detta är att investerarens relativa ägande i bolaget minskar, främst manifesterat genom att inflytandet, i form av andelen av det totala röstantalet på bolagsstämman, minskar. Utspädnings effekter av här nämnt slag uppkommer främst i de situationer då emissionskursen motsvarar det verkliga värdet på befintliga aktier. Till viss del lindras denna negativa effekt av ABL:s regler om aktieägares företrädesrätt samt reglerna om likabehandling av aktieägare, regler som generellt kallas för *formellt utspädningskydd*.<sup>119</sup> Även det faktum att de emitterade aktierna kan åsättas ett lägre röstvärde kan användas som skydd för preferensaktieägarens inflytande i bolaget. Preferensaktieägaren har trots detta en utsatt position då reglerna om företrädesrätt kan frångås med viss röstmajoritet, samtidigt som en lösning med lägre röstvärde ej alltid är möjlig.

En annan effekt av en nyemission är att värdet av den gjorda investeringen kan komma att minska. Låt säga att ett bolag har ett aktiekapital på 1 000 000 kronor där varje aktie har ett kvotvärde på 100 kronor.<sup>120</sup> I bolaget finns därmed 10 000 aktier av vilka 2 000 är preferensaktier. Värdet på bolaget har sedan starten ökat med 1 000 000 kronor, vilket innebär att preferensaktieägarens innehav motsvarar ett verkligt värde på 400 000 kronor, eller 200 kronor per aktie. Bolaget hamnar därefter i en situation där

---

<sup>117</sup> Se även exempel i Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 133 ff.

<sup>118</sup> Samma risker uppstår självfallet även om investeraren innehar stamaktier eller röststarka aktier. Det som här sägs om preferensaktier och preferensaktieägare kan därmed ha giltighet även i andra sammanhang.

<sup>119</sup> Andretzky, Ramsay, *International Finance Law review*, 2002.

<sup>120</sup> Exemplet är, med viss modifikation, hämtat från Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s 157 f.

mer kapital behövs till fortsatt expansion varför en nyemission om 5 000 aktier genomförs. Aktierna emitteras till kvotvärdet, det vill säga 500 000 kronor inflyter till bolagets kassa. Bolagets totala värde uppgår därefter till 2 500 000. Värdet fördelas dock på ett större antal aktier vilket gör att värdet per aktie sjunker. Således är varje akties värde drygt 167 kronor efter nyemissionen och det totala innehavet av preferensaktierna värt endast drygt 335 000. De här beskrivna utspädningseffekterna uppkommer främst när nytt kapital anskaffas till en teckningskurs under det verkliga värdet på befintliga aktier.<sup>121</sup> De ovan nämnda reglerna i ABL för formellt utspädningsskydd erbjuder ett visst skydd även här då preferensaktieägarens företrädesrätt självfallet även gäller aktier som emitteras till ett pris under det verkliga värdet. Ibland kan dock nya ägare vara av godo för bolagets fortsatta verksamhet, vilket gör att preferensaktieägaren måste göra avkall på sin företrädesrätt. Istället måste i sådana fall andra åtgärder vidtagas för att skydda preferensaktieägaren, åtgärder som vanligtvis går under benämningen *substantiellt utspädningsskydd*.<sup>122</sup>

Här skall också erinras om det skydd som generalklausulerna i 7:47 och 8:41 ger minoritetsaktieägarna i ett bolag. Generalklausulernas räckvidd och förhållande till likhetsprincipen har diskuterats flitigt i doktrin, och rättsläget kan väl i viss mån fortfarande sägas vara oklart. Klart är dock att en riktad emission av värdepapper torde kunna angripas med stöd i generalklausulerna om någon aktieägare otillbörligen gynnas på annan aktieägares bekostnad.

Inte bara nyemissioner ger upphov till utspädningseffekter. Även fond- och apportemissioner samt förändringar av aktiekapitalet genom exempelvis en split påverkar preferensaktieägarens ställning. Särskilt i samband med riskkapitalinvesteringar, där preferensaktieägaren inte samtidigt innehar stamaktier i bolaget, är utspädningseffekter mycket allvarliga. Den bärande tanken bakom denna form av investeringar torde företrädesvis vara att maximera innehavets värdeutveckling, varför mycket tid och resurser läggs på att finna lämpliga lösningar på ovanstående problem.

I förevarande avsnitt presenteras ett antal lösningar på ovanstående problem. Framställningen är uppdelad kring de olika metoder som finns för utspädningsskyddets implementering, det vill säga införande av bestämmelser i bolagsordningen respektive aktieägaravtal.

---

<sup>121</sup> Vad som skall anses utgöra det verkliga värdet på ett företag vars aktier ej är föremål för regelbunden handel är självfallet svårt att fastställa. En mängd olika nyckeltal och modeller kan användas för ändamålet, där värdet ofta fastställs genom en uppskattning av framtida kassaflöden. Jfr Arnold, *Corporate Financial Management*, s 812 ff.

<sup>122</sup> Andretzky, Ramsay, *International Finance Law review*, 2002.

## 5.2 Utspädningskydd i bolagsordningen

### 5.2.1 Företrädesrätt vid ny- och fondemission

Skydd mot att preferensaktieägarens reella andel av bolagets kapital späds ut kallas alltså formellt utspädningskydd. Bestämmelser härom återfinns i ABL, främst 4:3 och 4:4, där befintliga aktieägares företrädesrätt vid ny- och fondemissioner regleras. Den förstnämnda bestämmelsen omfattar nyemission av aktier, teckningsoptioner och konvertibler, medan 4:4 omfattar fondemission. 4:3 gäller både vid skillnader mellan aktieslagen avseende röstvärde samt rätt till bolagets tillgångar och vinst. 4:4 reglerar däremot enbart det fall att aktierna i bolaget ej skall ge lika rätt till bolagets tillgångar och vinst, det vill säga när preferensaktier finns utgivna. Dessa paragrafer synes ej kunna tillämpas i annan utsträckning än vad som anges i lagtexten.<sup>123</sup> Är skillnaderna mellan aktierna av annat slag eller skall befintliga aktieägares företrädesrätt bortses ifrån i andra fall är således den enda möjligheten att, såtillvida uttrycklig lagstöd ej finns på annan plats i ABL, fatta ett sådant beslut i samband med emissionsförfarandet i enlighet med reglerna i ABL 13:1, 14:1 och 15:1.

Både 4:3 och 4:4 stadgar att aktieägarnas företrädesrätt vid ny- respektive fondemission skall regleras i bolagsordningen. I 4:4 finns ej några alternativ angivna vilket skall ses som att det helt är upp till parterna att utforma utspädningskyddet i detta avseende.<sup>124</sup> Om avsikten inte är att förändra relationerna mellan ägarna i bolaget torde den mest ändamålsenliga lösningen vara att fondaktier ges ut i förhållande till det antal aktier av samma slag som finns sedan tidigare, jfr 12:2 st 3.

Vad gäller 4:3 ger lagtexten två alternativ för utspädningskyddets utformande. De alternativ som sålunda tillhandahålls innebär att aktieägarna antingen får företräde till de nyemitterade aktierna (alternativt teckningsoptionerna eller konvertiblerna) i förhållande till det tidigare innehavets andel av bolagets kapital eller att företrädesrätten endast avser ny aktie av samma slag.<sup>125</sup> De aktier som inte tecknas av de i första hand berättigade skall erbjudas övriga ägare, varvid aktierna först skall fördelas i förhållande till det antal aktier som dessa äger och därefter genom lottnings, om fler aktier tecknas än vad som kan ges ut. Alla aktieägare tillerkänns på så sätt i vart fall en subsidiär företrädesrätt.

Preferensaktieägaren torde vanligtvis ha störst möjligheter att bibehålla sin relativa andel av bolaget om bestämmelsen i bolagsordningen anger att de nyemitterade aktierna skall fördelas efter ägarnas andel i bolaget. Används

---

<sup>123</sup> Kristiansson, Skog, *Bolagsordning*, s 46.

<sup>124</sup> Prop 2004/05:545. Bestämmelsen bör läsas ihop med 12:2 3 st där olika fördelningsgrunder för vid fondemission tillkomna aktier ges för de fall då skillnader mellan aktieslagen är av annat slag än som avses i 4:4.

<sup>125</sup> Vad som anses utgöra aktie av *samma slag*, definieras ej. Troligtvis bör, inte bara stam- och preferensaktier, utan även preferensaktier med inbördes olika företrädesrätt (P1 och P2) var för sig anses utgöra ett *slag*.



istället det andra alternativet, att företrädesrätt enbart finns till aktier av samma slag, riskerar däremot preferensaktieägarens andel av det totala ägandet att minska om fler stamaktier eller preferensaktier med andra villkor emitteras. Det är dock inte säkert att en på så vis utformad företrädesrätt alltid är till preferensaktieägarens nackdel. Finns olika aktieslag i bolaget kan nämligen i bolagsordningen intagas bestämmelser om vilka aktier som skall ges ut vid framtida emissioner.<sup>126</sup> Genom att på så vis ange exempelvis att framtida emissioner alltid skall vara preferensaktier av samma slag som tidigare utgivna kan preferensaktieägaren tillförsäkra sig ett gott skydd mot utspädning.

Bestämmelserna i 4:3 är att döma av paragrafens utformning obligatoriska i så motto att om preferensaktier ges ut måste samtidigt aktieägarnas företrädesrätt vid framtida nyemissioner regleras i bolagsordningen. Majoritetskraven för införande av dessa bestämmelser i bolagsordningen torde därmed överensstämma med det som ovan sagts om emission av preferensaktier. När bestämmelserna väl är införda i bolagsordningen bör en ändring av företrädesrätten, exempelvis från företräde till aktier i förhållande till andel i bolaget till företräde endast till aktier av samma slag, falla under majoritetskraven i 7:45.

En bestämmelse om företrädesrätt som har införts i bolagsordningen åtnjuter onekligen en viss särställning. Trots detta torde det vara möjligt att frångå en på så vis stadgad företrädesrätt också genom stämmans emissionsbeslut, då ytterligare kapitalanskaffning i bolaget annars allvarligt skulle försvåras. Troligtvis bör samtycke i sådana fall krävas från samtliga de aktieägare vars företrädesrätt sålunda förbigås.<sup>127</sup>

Ett studium av lagtexten synes vidare innebära att de alternativ som tillhandahålls i 4:3 är de enda som kan införas i bolagsordningen. Att lagstiftaren i andra styckets första mening valt att använda ordet *skall* tyder på att inga andra varianter av utspädningsskydd vid nyemission tillåts i bolagsordningen.<sup>128</sup> Om preferensaktieägaren önskar en annan konstruktion, som till exempel företrädesrätt också till preferensaktier av annat slag än vad denne äger för tillfället, är parterna således hänvisade till avtalsmässiga lösningar.

En annan intressant fråga är huruvida varje form av skillnad mellan aktieslagen avseende rätten till bolagets tillgångar och vinst är tillräcklig för att en bestämmelse enligt 4:3 skall kunna intas i bolagsordningen. I förarbeten såväl som i doktrin uttrycks åsikten att minimala skillnader mellan stam- och preferensaktier, som endast tillskapats för att kringgå

---

<sup>126</sup> Kristiansson, Skog, *Bolagsordning*, s 47.

<sup>127</sup> Eventuellt kan samtyckeskravet lindras genom att i bolagsordningen införa ett förbehåll om möjligheten att frångå företrädesrätten genom emissionsbeslutet, jfr Kinneviks bolagsordning, 5 § 2 st, [www.kinnevik.se](http://www.kinnevik.se). Sedvanliga majoritetskrav för riktade emissioner torde därefter vara tillämpliga.

<sup>128</sup> Jfr även prop 2004/05:85, s 544.

ABL:s bestämmelser om lika företrädesrätt, ej bör vara tillfyllest för att införa och registrera bestämmelser i bolagsordningen av väsentliga skillnader avseende företrädesrätten.<sup>129</sup> Då lagtexten inte gör uttryck för någon sådan åtskillnad mellan ”verkliga” och ”fiktiva” skillnader mellan aktieslagen är det enligt min mening tveksamt om sådana avvägningar bör tillåtas Bolagsverket. Snarare bör denna avvägning göras av potentiella investerare i bolaget, vilka troligtvis är bättre lämpade att avgöra om den aktuella bestämmelsen i bolagsordningen är tillfredsställande utformad.

## 5.2.2 Andra former av utspädningsskydd i bolagsordningen?

Möjligheterna att utforma utspädningsskyddet vid nyemissioner på annat sätt än vad som stadgas i 4:3 är, som ovan sagts, troligtvis begränsade. Frågan är om denna begränsning bör anses omfatta också sådana former av utspädningsskydd som aktualiseras i andra situationer än vid nyemission. Kan exempelvis en bestämmelse som skyddar innehavaren av konvertibla preferensaktier vid en split införas i bolagsordningen?

Problemet med övriga former av utspädningsskydd är att de nästan undantagslöst måste ålägga övriga aktieägare att rösta på ett visst sätt, till exempel för emission av ytterligare aktier, för att få någon effekt. Att på det sättet tvinga aktieägare att rösta på ett visst sätt genomförs vanligtvis med hjälp av aktieägaravtal.<sup>130</sup> Parterna har visserligen tämligen stor handlingsfrihet vad gäller utformandet av bolagsordningen, men en där i införd bestämmelse får aldrig bryta mot regler i ABL, varken sådana som klart uttrycks i lagtext eller som får anses följa av ABL:s systematik.<sup>131</sup> Således torde regelmässigt vägras registrering av ändring i bolagsordningen om aktieägarna förbinder sig till ett visst framtida röstningsförfarande. För att ett fungerande utspädningsskydd skall kunna införas i bolagsordningen måste det därmed snarare regleras fördelningen av de aktier eller övriga värdepapper som emitteras, än att ålägga aktieägarna att rösta för ytterligare utgivning. Detta gör att införande av andra former av utspädningsskydd i bolagsordningen låter sig göras endast i begränsad omfattning. För att tillförsäkra preferensaktieägaren ett fullgott skydd krävs därmed många gånger således att aktieägaravtal upprättas där övriga aktieägares agerande i vissa situationer regleras.

Två i detta avseende intressanta stadganden i ABL återfinns i 14:1 2 st p 2 a och 15:1 2 st p 2 a. Där stadgas att en i bolagsordningen införd företrädesrätt enligt 4:3 skall äga motsvarande giltighet också vid emissioner av teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev. Måhända kan utifrån dessa bestämmelser dras slutsatsen att också vid övriga förändringar av aktiekapitalet, vilka ej uttryckligen behandlas i ABL eller i bolagsordningen,

---

<sup>129</sup> Prop 1975:103 s 312 samt Kedner, Roos, *Aktiebolagslagen*, s 60.

<sup>130</sup> Jfr Kansmark, Roos, *Aktieägaravtal*, s 60 ff.

<sup>131</sup> Jfr Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 76.

skall den ställning som preferensaktieägaren åtnjuter enligt 4:3 tillmätas viss betydelse.

## 5.3 Utspädningskydd i aktieägaravtal

### 5.3.1 Internationell utblick

De ovan diskuterade reglerna i ABL erbjuder investeraren ett gott skydd vad gäller dennes reella inflytande i bolaget. Situationen är dock annorlunda avseende det substantiella utspädningskyddet, det vill säga skyddet mot att den gjorda investeringen minskar i värde genom att värdepapper emitteras för ett pris understigande det verkliga värdet. Till viss del erbjuder företrädesrätten i ABL även här ett visst skydd mot utspädning för preferensaktieägaren, men endast om denne är villig att satsa mer kapital i bolaget. Är så inte fallet, eller är ett mer spritt ägande önskvärt av andra anledningar, uppstår de problem som tidigare har beskrivits. Substantiellt utspädningskydd kan också krävas av preferensaktieägaren för att försäkra sig om att den tidigare värderingen av bolaget upprätthålls.<sup>132</sup>

Utformandet av denna form av utspädningskydd är, precis som mycket annat inom uppsatsens ämnesområde, starkt påverkat av amerikanska förhållanden. Skyddsklausulernas utformning och terminologi uppvisar således tydliga amerikanska influenser. Avgörande skillnader föreligger dock vad gäller implementeringen av det substantiella utspädningskyddet. I USA präglas bolagsrätten av en mer långtgående avtalsfrihet mellan parterna, vilket ofta gör det lättare att tillgodose preferensaktieägarens krav. Den dominerande lösningen i USA är således att parterna redan vid preferensaktieägarens inträde i bolagets ägarkrets avtalar om att preferensaktieägaren, vid en framtida emission till ett pris under verkliga värdet, skall kompenseras antingen genom att konverteringsförhållandet ändras till annat än 1:1, eller genom att ytterligare aktier utges till preferensaktieägaren gratis alternativt till ett mycket lågt pris.

För att räkna ut hur konverteringsförhållandet skall ändras eller hur många aktier som skall ges ut används vanligtvis en av två standardformler som kallas *weighted average ratchet* och *full ratchet*.<sup>133</sup> Dessa skall här presenteras närmare.

#### 5.3.1.1 Full ratchet

Den mest ingripande modellen av de två är full ratchet. Ur preferensaktieägarens perspektiv är det mycket förmånligt att använda full ratchet som modell för utspädningskydd, då den vanligtvis medför en kraftigt ökad ägarandel. Vid en nyemission till ett pris under det verkliga värdet äger preferensaktieägaren rätt att teckna så många aktier att det genomsnittliga anskaffningsvärdet för hela innehavet är lika med priset vid

---

<sup>132</sup> Andretzky, Ramsay, *International Finance Law review*, 2002.

<sup>133</sup> Nyman, *Riskkapital*, s 118 f.

nyemissionen.<sup>134</sup> Modellen tar således tas ej hänsyn till hur många aktier som nyemissionen omfattar, utan även emission av en enda aktie kan föranleda att preferensaktieägaren får rätt till en sådan omfattande nyteckning.

Den betydande rätt till nyteckning som modellen ger preferensaktieägaren medför självfallet att dennes andel av bolaget i de flesta fall kommer att öka drastiskt, på övriga aktieägares bekostnad. Även potentiella investerare kan drabbas negativt, då investerat kapital inte kommer att ge det inflytande som annars skulle ha varit fallet. För att lindra dessa negativa effekter införs ofta någon form av begränsning av den rätt till nyteckning som tillkommer preferensaktieägaren. Aktier som utges till ledningen som en del av incitamentsprogram eller i samband med företagsförvärv kan sålunda undantas. En annan möjlighet är att förena preferensaktieägarens rätt till nyteckning av aktier med en förpliktelse att göra ytterligare investeringar i bolaget, en så kallad ”pay-to-play provision”.<sup>135</sup> Villkoren för en sådan investering kan utformas på ett sätt som är gynnsamt för ägarkollektivet i övrigt.

### 5.3.1.2 Weighted average ratchet

En weighted average ratchet ger ej upphov till lika dramatiska följder som full ratchet. Om denna modell används som grund för utspädningsskyddet tas hänsyn, inte bara till priset på nyemissionen, utan också hur omfattande den är. Det antal aktier som tillkommer preferensaktieägaren motsvarar skillnaden mellan det verkliga värdet på dennes innehav innan nyemissionen och det pris som den nya investeraren betalat för de nyemitterade aktierna. Syftet är således endast att kompensera preferensaktieägaren för den lägre värderingen av bolaget som uppkommer som en effekt av den låga teckningskursen vid nyemissionen.<sup>136</sup>

Ett utspädningsskydd som utgår från denna modell medför ej lika stora konsekvenser för ägarstrukturen i bolaget, vilket gör den till en mer frekvent använd och uppskattad lösning.<sup>137</sup> Också weighted average ratchet kan självfallet varieras på ett antal olika sätt för att skapa ett utspädningsskydd som är acceptabelt för samtliga parter.

## 5.3.2 Svenska förhållanden

Den svenska bolagsrätten uppställer ett antal hinder för en fullständig implementering av full ratchet och weighted average ratchet, vilket gör att den ovan skisserade bilden måste nyanseras en aning.

---

<sup>134</sup> För exemplifiering av effekterna av full ratchet se Blaydon, Horvath, *Bury the ratchets*, Venture Capital Journal, 2003.

<sup>135</sup> Nyman, *Riskkapital*, s 119.

<sup>136</sup> Ibid.

<sup>137</sup> Se *Weighted Average antidilution*, Growth Company Guide, 2000, för en jämförelse av effekterna av weighted average ratchet och full ratchet.

Som tidigare nämnts torde ett annat konverteringsförhållande än 1:1 inte kunna tillskapas i Sverige. Den internationellt vanligt förekommande lösningen att i förhållande till förändringar i aktiekapitalet ändra antalet stamaktier som lämnas i utbyte mot preferensaktier vid en konvertering är därmed ej en framkomlig väg enligt svensk rätt.

Detta innebär att utspädningsskyddet i Sverige huvudsakligen måste konstrueras med utgivande av nya aktier, något som kan åstadkommas på ett par olika sätt. Den vanligast förekommande lösningen i Sverige är att övriga aktieägare i ett aktieägaravtal åtar sig att rösta för en nyemission i händelse av förändringar som hotar preferensaktieägarens ställning i bolaget.<sup>138</sup> Förutom de allmänna problem som har behandlats ovan (avsnitt 4.2) i samband med aktieägaravtal, riskerar ett aktieägaravtal som stadgar om utgivning av nya aktier till en viss ägare att strida mot ABL:s krav på likabehandling av alla aktieägare. Preferensaktieägaren bör således i görligaste mån tillse att samtliga aktieägare i bolaget ansluter sig till avtalet för att minimera risken för en sådan klandertalan.<sup>139</sup>

Även bortsett från likhetsprincipen kvarstår en del svårigheter med emission av aktier i ifrågavarande fall. I Sverige råder som bekant ett förbud mot emission av aktier till underkurs. Preferensaktieägaren kommer därmed alltid att tvingas tillskjuta ytterligare kapital som betalning för de nya aktierna, något som måste beaktas för att ett fullständigt utspädningsskydd skall uppnås. Det undantag härifrån som numera tillåts noterade bolag förutsätter att fyllnadsbetalning kan göras med hjälp av i bolaget befintliga fria medel eller genom uppskrivning av tillgångar, jfr 13:4 2 st, vilket gör preferensaktieägarens ställning tämligen osäker också i dessa fall.

En annan liknande lösning är att, med hjälp av aktieägaravtal, tillse att övriga aktieägare beslutar om en riktad fondemission, där preferensaktierna erhåller de nytillskapade aktierna. Även här kommer dock preferensaktieägaren befinna sig i en utsatt position, då fondemissionens genomförande är beroende av att det finns fritt kapital i bolaget som kan omvandlas till aktiekapital. En något mindre ingripande lösning är att avtala om att befintliga aktieägare skall överlåta en del av sina aktier till preferensaktieägaren i händelse av senare rubbningar av aktiekapitalet.<sup>140</sup> En fördel härmed är att några invändningar mot förfarandet knappast torde kunna resas med stöd i kravet på likabehandling. Att avtala om överlåtelse av aktier på detta sätt torde främst vara görligt i företag med en begränsad aktieägarkrets samt en eller ett par ägare med stora innehav.

Just kravet på likabehandling samt de övriga problem som ett upprättande av aktieägaravtal är förknippat med har lett till att en annan form av utspädningsskydd idag är vanligt förekommande i Sverige.<sup>141</sup> Genom att utfärda så kallade anti-dilution warrants, det vill säga teckningsoptioner, kan

---

<sup>138</sup> Von Baumgarten, Bohman, *International Finance Law Review*, 2003.

<sup>139</sup> *Ibid.*

<sup>140</sup> Jfr Andretzky, Ramsay, *International Finance Law review*, 2002.

<sup>141</sup> *Ibid.*

de flesta av aktieägaravtalets nackdelar undvikas. Investeraren får härigenom rätt att teckna nya aktier i bolaget i händelse av senare nyemissioner som ger upphov till utspädningseffekter. Teckningsoptioner kan i detta avseende utges antingen redan i samband med den ursprungliga investeringen i bolaget eller senare i samband med nyemission till en annan investerare. I det sistnämnda fallet bör preferensaktieägaren använda aktieägaravtal för att försäkra sig om att sådan utgivning verkligen sker.<sup>142</sup> Mest fördelaktigt är det dock om teckningsoptionerna utges redan i samband med investeringen. Preferensaktieägaren behöver härvidlag ej bekymra sig om förändringar i ägarkretsen, och nya aktieägares eventuella bundenhet av tidigare ingångna överenskommelser, då teckningsoptionen är förpliktande för bolaget, ej för dess ägare.<sup>143</sup> Vidare är de framtida möjligheterna till att erhålla nya aktier ej beroende av att det finns fritt kapital i bolaget, eller att ytterligare tillskott sker från övriga ägare.

Det kan tänkas att övriga aktieägare befarar att preferensaktieägaren skall missbruka teckningsoptionerna och använda dem för att utöka sitt ägande i bolaget utan att någon nyemission till annan investerare sker. För att undvika detta kan teckningsoptionerna deponeras hos tredje man alternativt kan ett särskilt avtal ingås var i de närmare villkoren för optionernas nyttjande regleras. Ytterligare en möjlighet är att införa bestämmelser i teckningsvillkoren som förändras i samband med utspädande emissioner. Ett nyttjande av teckningsoptionen innan genomförandet av en utspädande emission kan således innebära att preferensaktieägaren tvingas betala en summa vida överstigande aktiernas kvotvärde. När väl en nyemission sker behöver endast utges betalning motsvarande kvotvärdet eller annat lämpligt belopp.<sup>144</sup>

Att märka är att också vad gäller teckningsoptioner måste vid aktieteckningen kontant erläggas ett belopp motsvarande aktiernas kvotvärde, jfr 14:37. Det kan också tilläggas att optionsinnehavarens ställning allvarligt kan försvagas beroende på vissa beslut i bolaget innan teckning sker. Preferensaktieägaren bör därmed försäkra sig om att optionsvillkoren noga reglerar sådana situationer.<sup>145</sup>

---

<sup>142</sup> Muntlig källa, Magnus Hedsund, Advokatfirman Vinge.

<sup>143</sup> Se Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 121 ff.

<sup>144</sup> Skall teckningsoptionens infriande knytas till en nyemission torde sådana villkor ej kunna införas i själva optionsvillkoren utan endast tillåtas i aktieägaravtal. Själva optionsvillkoren kan endast begränsa tecknandet i tiden, ej till det eventuella inträffandet av andra händelser, jfr 14:4. Muntlig källa, Magnus Hedsund, Advokatfirman Vinge.

<sup>145</sup> Jfr Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 125.

## 6 Avslutande synpunkter

Syftet med förevarande uppsats har varit att belysa och utreda ett antal frågor rörande konvertibla preferensaktier. De frågor som har studerats är dels av allmän karaktär, bland annat i vilka situationer preferensaktier kan vara ett lämpligt alternativ för kapitalanskaffning, dels av mer specialiserad karaktär, så som majoritetskrav vid emission samt hur ett fungerande utspädningsskydd kan konstrueras.

Preferensaktier förekommer idag i en ganska begränsad utsträckning i svenska aktiebolag. De nackdelar som preferensaktier i skattehänseende medför i förhållande till lån är förmodligen en starkt bidragande orsak till att lånefinansiering många gånger föredras. Redan idag är dock preferensaktier ett väl använt instrument vid investeringar i små till medelstora tillväxtföretag, och i takt med en ökad internationalisering och specialisering av den svenska riskkapitalmarknaden finns det starka skäl att anta att preferensaktier kommer att bli allt mer vanligt förekommande framöver. Troligtvis kommer det ökande internationella, främst anglosaxiska, inflytandet också innebära att investeringsdokumentationen ökar i såväl omfattning som komplexitet.

Av denna anledning är det en aning oroande att rättsläget fortfarande är oklart inom vissa områden. Visserligen kan många gånger aktieägaravtal användas för att skapa ett förutsägbart rättsförhållande i bolaget, men kvarvarande osäkerhet samt det omfattande arbete som krävs för att upprätta komplicerade aktieägaravtal riskerar att öka investerarnas transaktionskostnader, med följd att investeringarna blir mindre lönsamma och attraktiva. Lagstiftaren har klargjort vissa frågor i arbetet med den nya ABL, med ett antal oklarheter kvarstår att behandla. Hittills har ämnet inte heller tilldragit sig särskilt stor uppmärksamhet i den juridiska litteraturen, vilket självfallet också bidrar till osäkerheten. Måhända kommer preferensaktier att tilldra sig mer uppmärksamhet också i doktrin i takt att de blir allt vanligare i svenska aktiebolag.

Slutsatserna som kan dras av uppsatsen, förutom att rättsläget är oklart i vissa avseenden, är enligt min åsikt att svensk rätt erbjuder ett tämligen väl balanserat aktiebolagsrättsligt regelverk. Private Equity och Venture Capital investerarnas önskningar om att fritt kunna utforma passande villkor för konvertering, utspädningsskydd och dylikt är visserligen beaktansvärda då riskvilligt kapital i det närmaste är en nödvändig förutsättning för en livskraftig ekonomi. Det torde dock ligga i alla aktörers intresse att inte hur långtgående villkor som helst tillåts, allt för att upprätthålla allmänhetens förtroende och intresse för att engagera sig i företagsamhet på olika vis. Att avtalsfriheten i Sverige begränsas genom ABL:s tvingande bestämmelser och av den praxis som utvecklats på området skapar således ett i stort sett väl fungerande system.

Vidare anser jag att uppsatsen visar att en del regler i ABL under vissa omständigheter kan ge upphov till en del oklara situationer och motsägelsefulla slutsatser. Särskilt gäller detta de regler som behandlar majoritetskraven vid ändring av bolagsordningen i 7:42-45. Så som ovan har diskuterats är det svårt att med säkerhet säga vilka majoritetskrav som gäller vid införande av flera serier preferensaktier. Oklart är också vissa frågor i samband med införande av omvandlingsförbehåll i bolagsordningen. Just reglerna för ändring av bolagsordningen kan sägas vara av central betydelse för bolagsstyrningen och aktieägarnas interna förhållande, varför det torde ligga i allas intresse att rättsläget klargörs.

ABL:s regler för omvandlingsförbehåll och dess närmare innehåll synes inte bereda marknadens aktörer några större problem. Stor frihet råder vad gäller val av omständighet och tidpunkt för konverteringens genomförande. Att de närmare bestämmelserna härom trots det regelmässigt införs i aktieägaravtal torde därmed främst vara föranlett av praktiska skäl. Ett problem i sammanhanget är dock det obligatoriska konverteringsförhållandet 1:1. Tilläts här större variation skulle en stor del av den möda som idag läggs på att hitta lämpliga lösningar för utspädningsskydd kunna besparas parterna. De betänkligheter som andra konverteringsförhållanden väcker ur borgenärs- och minoritetssynpunkt torde kunna undvikas, eller i vart fall lindras, genom att införa liknande bestämmelser som idag finns angående exempelvis inlösen och nyemission till underkurs. Med tanke på att den grundliga genomgång och förnyelse som ABL nyligen genomgått, utan att någon förändring avseende konverteringsförhållande kom till stånd, torde det dröja länge innan någon ytterligare förändring på området är att vänta. De lösningar som finns idag får dock sägas fungera tillfredsställande.

Under arbetets gång har en lång rad funderingar och frågor aktualiserats kring olika aktiebolagsrättsliga problem. Begränsningar i tid och utrymme har tyvärr förhindrat mig från att närmare studera allt av intresse. Trots detta är det min förhoppning att denna uppsats har kunnat strukturera och klargöra en del av de problem och frågetecken som tidigare funnits vad gäller konvertibla preferensaktier och deras användande i svenska aktiebolag.



# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

Kommittédirektiv 1990:46	<i>Översyn av aktiebolagslagen</i>
SOU 1971:15	<i>Förslag till aktiebolagslag m.m.</i>
SOU 1986:23	<i>Aktiers röstvärde</i>
SOU 1997:22	<i>Aktiebolagets kapital</i>
SOU 1997:168	<i>Vinstutdelning i aktiebolag</i>
SOU 2001:1	<i>Ny aktiebolagslag (se <a href="http://www.regeringen.se/content/1/c4/06/10/32a32584.pdf">http://www.regeringen.se/content/1/c4/06/10/32a32584.pdf</a> angående advokatsamfundets yttrande)</i>
Prop 1973:93	<i>Förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.</i>
Prop 1975:103	<i>Förslag till ny aktiebolagslag m.m.</i>
Prop 1997/98:99	<i>Aktiebolagets organisation</i>
Prop 2004/05:85	<i>Ny aktiebolagslag</i>
Prop 2005/06:96	<i>Elektroniskt kungörande i Post- och Inrikes Tidningar</i>

## Litteratur

Agge, Ivar, *Allmän Rättslära*, Juridiska Föreningens Förlag, Stockholm, 1962.

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen – en kommentar*, Nordstedts Juridik, 2005.

Andrén Niclas, Eriksson, Tore, Hansson, Sigurd, *Finansiering*, 11 uppl., Liber ekonomi, Malmö, 2003.

Andretzky, Fredrik, Ramsay, Isabella, *Mergers and acquisitions*, International Finance Law review, 2002.

Arnold, Glen, *Corporate financial management*, 3:e uppl., Financial Times Prentice Hall, Harlow, 2005.

Von Baumgarten, Fredrik, Bohman, Sara, *Sweden*, International Finance Law Review, 2003.

Bergendahl, Ragnar, *Aktiebolagets författning och dess yttre rättsförhållanden enligt svensk rätt*, Gleerupska universitetsbokhandeln, Lund, 1922.

Bergström, Clas, Samuelsson, Peter, *Aktiebolagets grundproblem*, 2:a uppl., Nordstedts Juridik, 2001.

Beyer, Claes, *Om beslut på bolagsstämma*, Svensk Juristtidning, 1996.

Borgström, Carl, *Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer*, P.A. Nordstedts & Söners Förlag, Stockholm, 1970.

Gregow, Johan, *Om samtliga aktieägares samtycke och de rättsliga förutsättningarna för att åstadkomma bolagsstämmobeslut genom förenklade förfaranden*, Juridisk Tidskrift, 2001/02.

Johansson, Svante, *Bolagsstämma*, Juristförlaget, Stockholm, 1990.

Johansson, Svante, *Nials Svensk associationsrätt*, 8:e uppl., Nordstedts Juridik, 2001.

Hellner, Jan, *Aktiebolagsrätt och avtalsrätt*, Festskrift till Gunnar Karnell, Jure, Stockholm, 1999.

Kansmark, Jan, Roos, Carl Martin, *Aktieägaravtal*, 2:a uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm, 1994.

Kedner, Gösta, Roos, Carl Martin, *Aktiebolagslagen*, 4:e uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm, 1991.

Kristiansson, Björn, Skog, Rolf, *Bolagsordning, Praktisk vägledning – exempel på formuleringar*, Industrilitteratur, Stockholm, 2002.

Lind, Johan, *Aktiebolagslagen – kommentar till 1975 års lagstiftning*, 2:a uppl., Liber Förlag, Stockholm, 1981.

Lindskog, Stefan, *Aktiebolagslagen 6:e och 7:e kap.*, Juristförlaget, Stockholm, 1995.

Mattsson, Nils, *Aktiebolagens finansieringsformer*, P.A. Nordstedts & Söners Förlag, Lund, 1977.

Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity- och venture capital-investeringar*, Nordstedts Juridik, Stockholm, 2002.

Peczenik, Aleksander, *Juridikens teori och metod*, Fritzes Förlag, Stockholm, 1995.

Prytz, Jesper, Tamm, Mart, *Tillskott utan aktieteckning*, Fritzes Förlag, Stockholm 1995.

Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt*, 20:e uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm, 2002.

Rodhe, Knut, *Studier i bolags- och krediträtt*, Nordstedts Förlag, Stockholm, 1989.

Roos, Carl Martin, *Avtal och rösträtt – en aktiebolagsrättslig studie*, Almqvist & Wiksell Förlag, Stockholm, 1969.

Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, Jaffe, Jeffrey, *Corporate Finance*, 6:e uppl., McGraw-Hill, Boston, 2001.

af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur, Lund, 2006.

Sandström, Torsten, *Några problem rörande verkan av kungörande inom bolagsrätten*, Festschrift till Anna Christensen, Juristförlaget, Lund, 2000.

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Nordstedts Juridik, Stockholm, 2005.

Stattin, Daniel, *Om aktieägaravtal*, Juridisk Tidskrift, 2004/05.

Strömholm, Stig, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning*, 5:e uppl., Nordstedts Juridik, Stockholm, 1996.

Unger, Sven, *Om protokoll*, Advokaten, nr 3 1986.

Westerberg, Carl, *Rubbning av rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier*, Juridisk Tidskrift, 2000/01.

Wibom, Hans, Saidac, Christoffer, *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, Red: Rolf Skog, Iustus, Stockholm, 2004.

## **Rättsfall m.m.**

Aktiemarknadsnämndens uttalande 1989:7, avgivet 1989-11-13.

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:24, avgivet 2000-12-15.

EG-domstolens dom C-367/98 (Kommissionen mot Portugal).

EG-domstolens dom C-483/99 (Kommissionen mot Frankrike).

EG-domstolens dom C-503/99 (Kommissionen mot Belgien).

NJA 1980 s 197

NJA 1999 s 426

## **Elektroniska källor**

Blaydon, Colin, Horvath, Michael, *Bury the ratchets*.  
[http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/article\\_ratchets.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/article_ratchets.html)

Voss, Christopher, *Early-stage financing through sales of preferred stock*.  
<http://www.nwen.org/venturer/0402/feature4.html>

*Weighted Average antidilution*, Growth Company Guide, 2000.  
[http://www.growco.com/gcg\\_entries/weightedaverage1.htm](http://www.growco.com/gcg_entries/weightedaverage1.htm)

## **Övriga källor**

Nachemson-Ekwall, Sophie, Dagens Industri, 8 februari 2006.

Muntlig källa, Magnus Hedsund, Advokatfirman Vinge.

Muntlig källa, Per-Olof Johansson, Bolagsverket.