

## **Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, april 2016**

### **Garanterad aktieteckning - avtal i konflikt med bolagsrättens former**

I samband med nyemissioner på aktiemarknaden förekommer ofta att det emitterande bolaget försöker försäkra sig om att emissionen ska bli fulltecknad, redan innan beslutet är fattat och kommunicerat till marknaden. Det är ett sätt, utöver att se till att kapitaltillskott verkligen kommer till stånd, att inge förtroende för bolaget och övertyga potentiella investerare att satsa i bolaget. Säkrandet av emissionen sker bland annat genom att bolagsledningen diskuterar emissionsplanerna med större aktieägare för att sondera terrängen rörande deras medverkan. Utöver denna naturliga och kontinuerliga diskussion med inflytelserika aktieägare är det relativt vanligt att bolaget använder sig av externa garantier för få emissionen fulltecknad, så kallade emissionsgarantier.

Emissionsgarantier är dock inte en okontroversiell företeelse, vare sig på börsen eller i juridiken. För bolagen innebär garantierna extra kostnader för en redan dyr emissionshantering, för minoritetsaktieägarna innebär ibland garantierna att det uppstår otydliga intressegemenskaper mellan majoritetsaktieägare, garantier och emissionsinstitut. Det har inneburit att vidsträckt användande av emissionsgarantier ifrågasatts av bland annat Sveriges Aktiesparares Riksförbund och utretts av Finansinspektionen.

Även ur ett juridiskt perspektiv väcker emissionsgarantier dubier. Aktiebolagslagen föreskriver strikta formkrav vid teckning av aktier vid bolagsbildning och vid nyemission. Endast de föreskrivna formerna av aktieteckning är bolagsrättsligt giltiga. Men emissionsgarantierna aktualiserar inte bara en bolagsrättslig analys utan även avtalsrättsliga och börsrättsliga överväganden gör sig gällande.

#### *Ett rättsfall om emissionsgarantier*

Användningen av emissionsgarantier har slutligen avgjorts av Högsta domstolen i mars 2016 ([T 3313-14](#)). Det publika aktiebolaget Labs2 Group AB, som är noterat på handelsplattformen First North, har behövt genomföra upprepade nyemissioner för att få kapital till att driva sin verksamhet inom affärsstödssystem för bredbandstjänster. I augusti 2007 fattade bolagets styrelse ett preliminärt beslut om att emittera högst cirka 329 miljoner aktier för att få ett tillskott om högst cirka 33 miljoner kronor. För att försäkra sig om att emissionen skulle bli fulltecknad ingick bolaget samtidigt ett avtal om emissionsgaranti med arton utomstående garantier.

I oktober 2007 fattade bolagsstämman beslut om att genomföra emissionen i enlighet med styrelsens rekommendation. Emissionen var en företrädesemission så varje aktieägare hade rätt att teckna en aktie för varje aktie (1:1). För det fall inte teckningsrätterna utnyttjades skulle styrelsen besluta om tilldelning utan teckningsrätt. Enligt informationen i bolagets prospekt var emissionen säkrad till hundra procent genom emissionsgaranti samt, till en mindre del, teckningsförbindelser från styrelseledamöter.

Efter teckningstiden för teckningsrätter och annan tilldelning rapporterade bolaget att sammanlagt cirka 24 procent av emissionen tecknats. Bolaget fick in cirka 23 miljoner av den överskjutande likviden via sina emissionssäkringar men 16,5 miljoner förblev utestående. Bolaget riktade krav mot kvarstående garantier till ingen nytta eftersom de inte ville bli aktieägare till följd av viss turbulens i

bolaget under hösten. Istället trädde ett närstående bolag in, Trygghetsbolaget i Lund AB, och tecknade de återstående aktierna så att emissionen blev fulltecknad. Genom ett skriftligt avtal överlät Labs2 till Trygghetsbolaget sina krav på de garantier som inte fullföljt sina åtaganden enligt garantiavtalet. Trygghetsbolagets väckte sedan talan mot garanterna.

Stämningen ogillades i underrätterna. Tingsrätten anförde i sina domskäl att emissionen blivit fulltecknad genom att Trygghetsbolaget tecknat den och att de avtalade förutsättningarna för att utlösa garantierna därmed inte hade förelegat. Hovrätten tillade att eftersom garantiåtagandena bortfallit genom emissionens fulltecknande har det vid tiden för överlåtelsen inte funnits några krav på fullgörelse av garantiåtaganden som Labs2 kunnat överlåta till Trygghetsbolaget.

Högsta domstolen kom dock till motsatt slut. Garanterna förpliktigades betala tillskotten mot erhållande av aktier i bolaget i enlighet med emissionsgarantin.

Huvudpunkterna i domskälen kan sammanfattas enligt följande:

- I ljuset av den prejudicerande domen NJA 1918 s. 394 (se nedan) gör domstolen en distinktion mellan å ena sidan att bolaget inte rättsligt kan genomdriva teckning och å andra sidan att bolaget eller annan kan få skadestånd på grund av avtalsbrott vid underlåten infrielse av en utfästelse om teckning av aktier.
- Bindningsverkningarna av en ensidig utfästelse att senare ingå ett formbundet avtal ska inte begränsa avtalsfriheten mer än var formkravens ändamål motiverar. Vid bedömningen av formkravens betydelse för löftesgivarens skadeståndsansvar är den rättsliga regleringen av transaktionstypen inte omedelbart tillämplig. De grundläggande principerna om avtalsfrihet och avtalsbundenhet innebär att ett optionsavtal i princip är bindande och att underlåtenhet att infria sådana utställda utfästelser utgör avtalsbrott.
- Ändamålen för formkravet vid aktieteckning vid nyemission (se nedan) är synbarligen att se till att villkoren för emissionen är kända för aktietecknarna så att det inte i efterhand uppstår oklarheter på vilken grund teckning och tillskott skett.
- Prövningen i det föreliggande fallet rör om ändamålen med formkraven för aktieteckning i betraktande av omständigheterna med tillräcklig styrka talar mot en skadeståndspåföljd. Utfästelsen om teckning av aktier ger bolaget en ensidig rätt som inte äventyrar ändamålen med formkravet för aktieteckning.
- Garantiutfästelsen syftade till att offentliggöras vilket innebär att garanternas åtaganden innebar att de stod risken för negativ händelseutveckling under teckningstiden som kunde leda till att emissionen inte fulltecknades. Garanterna har samtyckt till offentliggörandet av garantin i pressmeddelande och prospekt.
- Upplysningarna i garantiavtalet stämde förvisso inte till fullo överens med nyemissionens verkliga genomförande, men garanterna har haft samma information som aktietecknarna. Att prospektet blir tillgängligt för garanterna först efter avtalet saknar betydelse om inte garanterna genast och med fog påtalar avvikelser.

### *Om emissionsgarantier*

Emissionsgaranti, kallas även teckningsgaranti, är ett avtal mellan ett bolag som planerar en nyemission och en utomstående person (eller ett konsortium) med innebörden att för det fall

emissionen inte blir fulltecknad så ska personen teckna sig för resterande aktier. För denna utfästelse får garanten ersättning med en procentuell andel av det garanterade beloppet.

Emissionsgarantier är relativt vanliga bland mindre noterade bolag som behöver upprepade kapitaltillskott. I dessa bolag, som ofta präglas av att verksamheten består i att utveckla ny teknik (ofta kallade förväntningsbolag), är det särskilt viktigt att emissionerna fulltecknas för att verksamheten ska kunna drivas vidare. Att bolaget försöker säkerställa teckningen och kapitaltillskottet sänder en signal till aktiemarknaden om fortsatt förtroende för bolaget. Emissionsgarantier är därför en del av marknadsföringen av en emission genom att de skapar ett intryck av att både existerande och potentiella aktieägare samtycker och stöder emissionen.

Från bolaget och bolagets nuvarande aktieägares utgångspunkt har möjligheten att avhända sig risken för en icke-fulltecknad emission ett tydligt värde. Ett värde som man är beredd att betala för. Från garantens sida är syftet att ingå en emissionsgaranti att tjäna pengar på att ta överta en risk från bolaget. Garanten är således egentligen inte intresserad att ingå som aktieägare i bolaget utan detta sker bara i det fall emissionen misslyckas och garanten nödgas infria sin utfästelse. Det har på denna affärsmässiga grund utvecklats en praxis på aktiemarknaden kring emissionsgarantier; det finns personer och företag som regelbundet ställer ut emissionsgarantier.

Emissionsgarantier syftar till att offentliggöras. Endast om garantin blir kommunicerad till existerande aktieägare, investerare och aktiemarknaden får garantin avsedd effekt. En sådan offentligsyftande emissionsgaranti får karaktären av utfästelse mot tredje person, inte bara en garanti gentemot bolaget. Garanten tar dels på sig risken att emissionen inte blir fulltecknad under oförändrade förhållanden, men tar även på sig risken för händelser under teckningstiden som kan inverka på utfallet av emissionen.

Emissionsgarantins funktion är att snabbt ge det emitterande bolaget tillgång till den fulla teckningslikviden, inklusive det garanterade beloppet. Det är många gånger viktigt att emissionsgarantin är "säkerställd", det vill säga att garanten i sin tur ställt säkerheter för att garantin verkligen kan infrias om emissionen inte fulltecknas. Säkerställningen kan bland annat ske genom likvida medel, pantavtal eller annat säkerhetsavtal (till exempel bankgaranti). Genom en sådan säkerhet bakom emissionsgarantin kan bolaget undvika långdragna rättsliga processer om garanten inte fullföljer sitt åtagande. Att emissionsgarantin är säkerställd är således också en viktig signal gentemot aktiemarknaden.

Emissionsgarantier ska inte sammanblandas med de teckningsförbindelser de existerande aktieägarna kan ställa ut inför en nyemission. Teckningsförbindelser är ett löfte, ofta från kontrollaktieägare eller andra kända aktieägare, att teckna sin andel i en företrädesemission. Flera av de aktiebolagsrättsliga frågeställningarna uppkommer dock även vid teckningsförbindelser.

### *Emissionsgarantiens legala kontaktytor*

Emissionsgarantier i den omtalade formen har flera legala kontaktytor inom bolagsrätt, börsrätt och avtalsrätt. Det finns dock inte någon explicit materiell reglering av emissionsgarantier och frågorna i det aktuella rättsfallet.

Den första anhalten i den legala analysen är att återknyta bekantskapen med den bolagsrättsliga regleringen av aktieteckning. Aktieteckning är den rättshandling som innebär att en person förbinder sig att betala in teckningskursen och erhålla aktier i ett bolag. Aktieteckning sker både vid bolagsbildningar och vid nyemissioner, men reglerna är i huvudsak likalydande. Reglerna innebär att teckning av aktier är en formbunden rättshandling och att andra aktiviteter som inte uppfyller

lagens krav i princip är ogiltiga.

Vid nyemission regleras aktieteckning i ABL 13:13, som innebär att aktier kan tecknas endas på tre distinkta sätt: 1) På teckningslista med tillhörande handlingar; 2) Direkt i stämmoprotokollet, så kallad simultanteckning eller 3) Teckning genom betalning. Kraven säkerställer att aktieägaren får tillgång till ett beslutsunderlag i form av bolagsordning, årsredovisning och i vissa fall en formaliserad redogörelse för inträffade väsentliga händelser. En felaktig aktieteckning kan läkas genom registrering hos Bolagsverket, under förutsättning att aktietecknaren inte anmält felet (ABL 13:14). Teckningsvillkor som inte stämmer överens med emissionsbeslutet renderar teckningen ogiltig (ABL 13:15) om inte emissionen dessförinnan registrerats. Teckningsvillkor som inte uppfylls kan inte åberopas som ogiltighetsgrund (ABL 13:16). Regelsystemet medför att teckningen är den avgörande handlingen. Efter registrering står sig teckningen mot i princip alla invändningar för att skydda det genomförda kapitaltillskottet. Eftersom teckningen har så långtgående konsekvenser innebär formkraven motsatsvis att aktiviteter som inte resulterat i teckning bör vara oförbindande.

Grundprincipen är därför att löften om att teckna aktier i ett bolag inte är bindande. Principen har utvecklades i ett 98 år gammalt rättsfall, NJA 1918 s 394. Rättsfallet fastställde principen att en teckningsutfästelse är oförbindande om aktierna inte tecknats på det sätt som aktiebolagslagen föreskriver. I detta rättsfall återfick aktietecknaren sitt förutbetalda vederlag efter det att han inte fullgjort sin teckning enligt en avtalad utfästelse. Formkraven vid tiden för rättsfallet var i stort detsamma som idag så dess prejudikatverkan bör vara oförändrad.

Syftet med den strikta regleringen kring teckningen av aktier är att aktietecknare ska ha full kännedom om de villkor som gäller för kapitaltillskottet. Det ska inte föreligga några oklarheter i efterhand för de inblandade parterna. Den bakomliggande tanken är att aktietecknare ska ges tillfälle till ett välgenomtänkt investeringsbeslut.

Inom börsrätten finns ett fåtal regler med relevans för emissionsgarantier. Dels finns regler som rör verksamheten att ställa ut emissionsgarantier, dels regler om information till aktiemarknaden om emissionsgarantier i prospekt.

Garantigivning avseende finansiella instrument är tillståndspliktig verksamhet enligt lagen om värdepappersmarknaden (VPML 2:1 pkt 6). Ett värdepappersinstitut som agerar garant eller sätter samman ett garantikonstium måste alltså ansöka om tillstånd från Finansinspektionen. En privatperson som bedriver garantiverksamhet yrkesmässigt kan uppmanas upphöra med sin verksamhet av Finansinspektionen.

Prospekt ska upprättas när värdepapper erbjuds till allmänheten. Enligt lag om handel med finansiella instrument ska ett prospekt innehålla all information rörande emittenten och de överlåtbara värdepapperen som är nödvändig för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de överlåtbara värdepapperen (LHF 2:11).

Finansinspektionen har utvecklat informationsgivningen kring emissionsgarantier i sina föreskrifter och allmänna råd. I *Vägledning för granskning av prospekt* uttalar myndigheter att "det finns behov av en väl genomlyst och transparent informationsgivning i samband med garantiåtaganden." Vägledningen föreskriver att emitterande bolag ska publicera följande uppgifter rörande emissionsgarantier: namn och adress för garanterna, väsentliga uppgifter i avtalen, om garantin inte omfattar hela emissionen - hur stor del av emissionen som inte omfattas samt uppgift om det totala beloppet för garanti- och placeringsprovisioner. Rörande garantiavtalet ska det i prospektet finnas information om när avtalets slöts eller ska komma att slutas, de väsentliga villkoren i avtalen samt information om mellan vilka parter avtalet ingåtts. Prospektet ska även innehålla uppgift om

emissionsgarantin är säkerställd. Är emissionsgarantin inte helt säkerställd bör inte heller begreppet säkerställd användas i prospektet. Om garantin inte är säkerställd bör det i prospektets riskavsnitt ingå en förklaring om risken med garantens oförmåga att fullgöra åtagandet.

### *Kolliderande regelkonstellationer*

Emissionsgarantier för tre regelkonstellationer på kollisionkurs. De rättsliga reglerna i bolagsrätt, börsrätt och avtalsrätt har oförenliga svar på frågan om emissionsgarantiens bindande verkan.

Å ena sidan finns bolagsrätten vilken i detta fall syftar till att säkerställa att aktieteckningen är grundad i ett seriöst fattat beslut som verkligen tillför kapital till bolaget.

De syften för formkravet vid aktieteckning som Högsta domstolen lyfter fram i rättsfallet är att aktietecknaren ska få kännedom om samtliga villkor för emissionen, så att inte oklarheter leder till att aktieteckningen kan ifrågasättas i efterhand. Formkraven avser alltså, enligt domstolen, "att tillgodose de behov av klarhet och transparens samt ordning och reda som föranleds av den komplicerade samägandeform som aktiebolaget kan utgöra." Det är något förvånande att Högsta domstolen inte nämner skyddet för aktiebolagets kapital i diskussionen om ändamålen bakom formkraven vid aktieteckning. Teckningen leder till att betalningen av aktier kan framtvingas, vilken ämnar säkerställa att det uppgivna aktiekapitalet verkligen tillskjutits till bolaget. Aktiekapitalet har alltså en grundläggande funktion i svensk aktiebolagsrätt (se [Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, december 2008](#)). Formkravet har hitintills varit en strikt regel för att mota bort oklarheter rörande bolagsförmögenheten. I bolagsrätten är teckningsutfästelser, oavsett form, ogiltiga.

Å andra sidan finns börsrätten vars främsta syfte är att skapa stabilitet och transparens på aktiemarknaden för att denna marknad uthålligt ska kunna fungera som en finansieringskälla för företag, till gagn för samhällsekonomin.

I T 3313-14 får börsrättens underliggande syften antas tala för att en offentliggjord emissionsgaranti, vilken använts för att övertyga investerare att ett kapitaltillskott kommer att genomföras, verkligen ska fungera enligt avtal. Det innebär att emissionsgarantier inom börsrätten bör tillåtas som en bindande teckningsutfästelse i strid med aktiebolagslagen formkrav. Inom detta område får börsrätten därmed anses vara i konflikt med aktiebolagsrätten.

Å tredje sidan finns avtalsrätten som garanterar att professionella och rationella parter fritt kan disponera över sin förmögenhet. Ett emissionsgarantiavtal är ett avtal med optionselement till förmån för bolaget.

Avtalet står dock i strid med ett lagreglerat formkrav. Högsta domstolen går i domskälen med viss utförlighet in på olika formkravs betydelse för föravtal med optionselement och tar spjärn mot några rättsfall rörande andra transaktionstyper. Enligt den grundläggande principen om avtalsfrihet är ett optionsavtal bindande på så sätt att underlåtenhet att infria villkoren i avtalet utgör ett skadeståndsgrundande avtalsbrott. De ändamål som ligger till grund för formkraven kan vara djupare än partsintressena. Men domstolen anser att avtalsfriheten inte ska begränsas mer än vad formsyftena motiverar.

Avtalsrätten talar i princip för att emissionsgarantiavtal ska vidmakthållas trots att de enligt bolagsrättsliga principer inte kan göras gällande mot bolaget.

## Slutord

Från T 3313-14 kan konstateras att principen att en intressent inte bolagsrättsligt kan tvingas att teckna aktier trots tidigare löfte har ersatts med principen att en aktietecknare avtalsrättsligt kan påföras slutresultatet av en teckning i enlighet med tidigare löfte.

I domen kan urskönjas fyra kriterier för att en utfästelse om aktieteckning av ifrågavarande slag ska vara bindande. Det som HD tycks ha tagit fasta på är att utfästelsen skett skriftligen och har varit ägnad att offentliggöras. För egen del anser jag att offentliggörandet har större tyngd än skriftligheten. I anslutning till dessa kriterier finns även den omständigheten att garanterna erhållit tillräcklig information för att göra utfästelsen och att de därför inte haft fog för att inte infria sitt löfte. Bakomliggande finns förmodligen även det faktum att garanterna erhållit ersättning från bolaget för sin garantgivning, trots att denna inte utgjort yrkesmässig verksamhet.

Den etablering och standardisering av utfästelser att teckna aktier som uppstått i börsmiljön har därmed inneburit att det bolagsrättsliga formkravet undanträngs till förmån för en rakare rättsverkan av aktörernas faktiska och kommunicerade handlande. Skyddet för en person som medvetet ingår en förbindelse att ställa ut en option och få ersättning för sitt risktagande är inte lika övertygande som en person som utfäster sig att bli aktieägare i ett bolag genom att tillskjuta en del av sin förmögenhet.



### **Robert Sevenius**

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare inom företagsförvärv vid Arkios Sweden samt författare till böcker om företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Sveriges Advokatsamfund, Linköpings universitet, Företagsekonomiska Institutet m fl.