

Några reflektioner kring företrädesrätten vid garanterade företrädesemissioner

Rolf Skog har tidigare kortfattat redogjort för innebörden av den primära och subsidiära företrädesrätten. I den kommande redogörelsen tänkte jag ge några reflektioner kring framför allt den primära och subsidiära företrädesrätten vid garanterade företrädesemissioner, dvs. där aktier till följd av emissionsgarantier kan komma att tilldelas andra än bolagets aktieägare. När jag kommenterar förekomsten av emissionsgarantier kommer jag inte att beröra frågan om ställda emissionsgarantiernas giltighet och bolagets bundenhet därav.

I de fall ett bolag har flera aktieslag har det under senare år förekommit företrädesemissioner där aktieägarna erbjudits såväl primär och subsidiär företrädesrätt som enbart primär företrädesrätt, i de fall båda aktieslagen utgivits. I de fall endast primär företrädesrätt förekommit har det i vissa fall givits uttryck för uppfattningen att bolagsstämman inte, avsett med vilken majoritet beslutet fattas, skulle kunna avvika från aktieägarnas subsidiära företrädesrätt. Till stöd för denna uppfattning har bl a anförts att såväl aktiebolagslagen som sedvanliga bolagsordningsbestämmelser anger att subsidiär företrädesrätt skall förekomma. Just att ordet ”skall” ingår i de ifrågavarande bestämmelsernas ordalydelse har sagts tyda på att avvikelser från den subsidiära företrädesrätten inte skulle kunna ske. Det skulle därför inte heller vara möjligt att emittera de aktier som omfattas av den subsidiära företrädesrätten till någon utomstående, t ex medlemmarna av ett garantikonstium.

En annan uppfattning har framförts av Rolf Skog i hans två artiklar i Balans under 1996 och 2002 och i Anderssons, Johanssons och Skogs kommentar till Aktiebolagslagen. Enligt denna uppfattning skulle det vara möjligt för bolagsstämman att besluta att de aktier som skulle ha omfattats av den subsidiära företrädesrätten i stället skall kunna tecknas av någon utomstående. Det ifrågavarande beslutet skall fattas med två tredjedels majoritet, då det innebär ett avstående från en del av aktieägarnas företrädesrätt. Detta synsätt kan tyckas logiskt. Om det är möjligt att avvika från aktieägarnas hela företrädesrätt, dvs både den

primära och den subsidiära företrädesrätten, genom att med två tredjedels majoritet besluta om emission av aktier t ex till den utländska kapitalmarknaden, varigenom aktieägarna inte har någon möjlighet alls att teckna aktier, borde det väl också vara möjligt att, med iakttagande av motsvarande majoritetskrav, avvika från enbart den subsidiära företrädesrätten och därmed besluta om att rätten till de aktier som eljest skulle omfattats av den subsidiära företrädesrätten i stället skall tillkomma annan, t ex medlemmarna av ett garantikonsortium. Aktieägarna har ju i detta fall möjlighet att teckna de aktier som omfattas av den primära företrädesrätten och därmed vidmakthålla sin relativa kapitalandel i bolaget.

Om man lägger en praktisk dimension på frågans betydelse, och därmed bortser från eventuella juridiska implikationer och överväganden, kan man notera att det antal aktier som återstår efter det att den primära företrädesrätten utnyttjats och som därmed är föremål för subsidiär företrädesrätt normalt endast utgör en eller ett par procent av en företrädesemissions totala antal aktier.

Jag skall inte dröja vidare i denna del utan endast notera att frågan huruvida det är möjligt att avvika från aktieägarnas subsidiära företrädesrätt inte har avgjorts av domstol.

Om vi då går vidare och något berör vad som förekommit på den svenska aktiemarknaden, kan följande noteras.

Det har på senare tid förekommit företrädesemissioner där en mycket stor del av emissionen garanterats av ett garantikonsortium. Detta kan givetvis vara erforderligt särskilt i tider när aktiemarknaden är volatil eller osäker eller om det av andra skäl bedöms vara angeläget att kommunicera budskapet att en stor del av emissionen är säkerställd redan från början. Genom emissionsgarantierna ökar sannolikheten att emissionen kommer att genomföras framgångsrikt, vilket kommer såväl bolaget som dess aktieägare till del.

Det har på senare tid även förekommit garanterade företrädesemissioner där bolagets aktieägare, trots att endast det ena av två aktieslag erbjudits till teckning, haft möjlighet att

teckna ytterligare aktier av de erbjudna aktieslaget utan stöd av teckningsrätter, baserat på det antal aktier som tecknats av aktieägaren med stöd av nämnda teckningsrätter. Den valda tekniken skulle kunna liknas vid en ”tillskapad subsidiär företrädesrätt”, dvs aktieägarna har möjlighet att teckna fler aktier än det antal aktier som motsvarar en aktieägars relativa kapitalandel i bolaget före emissionen. En sådan emissionsstruktur har också mottagits positivt i marknaden och av intresseorganisationer såsom Aktiespararna.

Om en företrädesemission säkerställts med emissionsgarantier erhåller emissionsgaranterna som bekant ersättning för sin medverkan. Ersättningen utgörs dels av en kontant marknadsmässig garantiprovision, som normalt uppgår till någon eller några procent av det garanterade beloppet, dels, i den mån samtliga aktier inte tecknats av bolagets aktieägare, tilldelning av aktier i nyemissionen baserat på ställda emissionsgarantier. Hur många aktier som slutligen kommer att tilldelas emissionsgaranterna är givetvis beroende på hur många aktier som tecknats av bolagets aktieägare med stöd av deras företrädesrätt.

Om det skulle ske en utveckling i marknaden som innebär att det blir vanligt förekommande att använda emissionstekniker som i praktiken medför att emissionsgaranter inte kommer att få möjlighet att erhålla tilldelning av aktier i en företrädesemission, får man nog vara beredd på att detta kommer att medföra krav på högre kontanta garantiprovisioner. Möjligen kan också antalet på marknaden tillgängliga emissionsgaranter komma att påverkas av det förhållandet att tilldelning av aktier i potentiellt intressanta bolag inte kommer att erhållas inom ramen för nyemissioner. Sannolikt vilar villigheten att ingå åtaganden av denna typ i huvuddelen av fallen på en strikt affärsässig bedömning, varför tilldelningen av aktier i sig inte borde vara en sådan omständighet som leder till att tillgången på potentiella emissionsgaranter väsentligen minskar. Förekomsten av emissionsgaranter utgör en väsentlig förutsättning för åstadkommandet av en effektiv kapitalmarknad.

Aktieägarna kan ges och som ovan sagts har getts möjlighet att teckna fler aktier än som motsvara aktieägarnas relativa kapitalandel, t ex genom utövande av den subsidiära

företrädesrätten eller genom specialdesignade emissionstekniker i vissa fall. Kostnaderna för att genomföra sådana emissioner är normalt sett högre än att genomföra en emission där endast ett aktieslag utges eller där endast primär företrädesrätt förekommer.

Beträffande emissionskostnaderna kan olika synsätt anläggas. Ett synsätt skulle kunna vara den totala emissionskostnaden bör sättas i relation till emissionens storlek och att utrymmet för förhållandevis stora emissionskostnader bör förbehållas större emissioner. Ett annat synsätt skulle kunna vara att aktieägarna alltid först skall erbjudas möjlighet att teckna de nyemitterade aktierna oavsett om detta relativt sett skulle medföra stora kostnader. En reflektion i detta sammanhang är att det rimligen utifrån såväl legala som aktiemarknadsrättsliga utgångspunkter bör finnas utrymme för att göra en avvägning mellan å ena sidan emissionskostnaderna och därmed den rimliga nyttan därav för bolaget och å andra sidan möjligheten för bolagets aktieägare att teckna så många aktier som möjligt i en företrädesemission. Det förekommer givetvis inte någon sanning eller utvecklad praxis om hur en sådan avvägning skulle kunna ske. Det som dock står klart är att de slutliga emissionsvillkoren många gånger inte är resultatet enbart av legala, finansiella och marknadsmässiga överväganden utan också av direkta förhandlingar om emissionsvillkoren med t ex bolagets huvudaktieägare och andra intressenter såsom emissionsgaranter.

Alldeles oavsett vilken inställning man har i frågan om det är möjligt att avvika från en del av aktieägarnas företrädesrätt eller ej, skulle man kunna sammanfatta mina reflektioner på följande sätt:

- Utgångspunkten bör vara att bolagets aktieägare skall ges möjlighet att utöva hela sin företrädesrätt, dvs även den subsidiära företrädesrätten, till de aktier som omfattas av en företrädesemission innan någon utomstående ges möjlighet att teckna och tilldelas några aktier.
- Denna inställning kan dock inte vara absolut. Om starka skäl föreligger bör det finnas visst utrymme för att aktieägarna inte alltid erbjuds denna möjlighet och att de

aktier som omfattas av den subsidiära företrädesrätten i stället bör kunna emitteras till någon utomstående, t ex medlemmarna av ett garantikonstium. I de fall så sker bör emissionsvillkoren avfattas på ett klart och entydigt sätt och beslutet avseende företrädesemissionen bör separeras från beslutet om emissionen till emissionsgaranterna. Skälen till varför aktieägarna inte äger utnyttja hela sin företrädesrätt bör också redovisas.

- Frågor om aktieägarnas företrädesrätt har på senare tid fått en ökad aktualitet och en ökad känslighet i dessa frågor kan noteras. Aktiespararna har reagerat negativt på att subsidiär företrädesrätt inte förekommit i vissa fall. Det kan därför inte uteslutas att bolagsstämmebeslut som inte medger subsidiär företrädesrätt kan komma att klandras, varför man – åtminstone fram till den tidpunkt då rättsläget klarlagts antingen av domstol eller genom att klagande förarbetsuttalanden införs, vilket skulle kunna ske i samband med den nu pågående översynen av aktiebolagslagen – lämpligen bör inta en försiktig hållning i frågan, noga väga skälen för respektive emot huruvida aktieägarna skall erbjudas möjlighet att utnyttja hela sin företrädesrätt eller ej och inte, så att säga, slentrianmässigt avvika från aktieägarnas subsidiära företrädesrätt.