



Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG - UMEÅ

Erik Ellenius

Emissionsgarantier – en analys i ljuset av Labs2-avgörandet

Särtryck ur häfte 2/2016

EMISSIONSGARANTIER – EN ANALYS I LJUSET AV LABS2-AVGÖRANDET

Av Erik Ellenius¹

Emissionsgarantiens bindande verkan är en fråga som har vållat juridisk debatt i många år. I mars 2016 meddelade Högsta domstolen (HD) en dom med avseende på frågan, något som har aktualiserat diskussionen på nytt. Det får numera anses klart att emissionsgarantier, åtminstone i ett visst avseende, är rättsligt bindande. Avgörandet ger emellertid upphov till nya frågor. Inte minst kan det ifrågasättas hur lämpligt HD:s avgörande är i ljuset av garantiavtalens funktion.

I. INLEDNING

Ett aktiebolag kan förr eller senare uppleva ett behov av kapital. I syfte att tillgodose detta behov kan bolaget besluta om att genomföra en nyemission av aktier. Det är naturligtvis av stor vikt för det emitterande bolaget att nyemissionen blir fulltecknad och att bolaget får det kapital som behövs. Om bolaget visar på svaga resultat, eller om aktiemarknaden präglas av oro, kan det emellertid finnas en påtaglig risk för att nyemissionen inte kommer att fulltecknas.

För att hantera den aktuella risken kan bolaget använda sig av så kallade emissionsgarantier. Tekniskt sett innebär en emissionsgaranti att en garant, ofta i utbyte mot en avgift, åtar sig att teckna aktier i en nyemission, under förutsättning att emissionen inte når upp till den teckningsgrad som anges i garantiavtalet.

Trots att emissionsgarantier numera är vanligt förekommande på den svenska aktiemarknaden har garantiavtalens rättsliga status under lång tid varit oklar. Problematiken grundar sig i aktieteckningens formbundenhet, vilken för teckning i samband med nyemission följer av 13 kap 13 § aktiebolagslagen (2005:551) (ABL). Enligt bestämmelsen kan aktieteckning endast ske på de sätt som anges i paragrafen, varvid huvudregeln är att aktieteckningen ska ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet.

Mot bakgrund av ett alldeles färskt avgörande från Högsta domstolen² – i fortsättningen kallat Labs2-avgörandet – har frågan om emissionsgarantier på nytt väckts till liv. I avgörandet uttalar sig HD i frågan och det får numera anses klart

¹ Jur. kand. och associate på Roschier Advokatbyrå AB. Denna betraktelse speglar mina egna åsikter och ställningstaganden.

² NJA 2016 s 107, dom meddelad i Stockholm den 14 mars 2016. Avgörandet har i efterhand blivit föremål för klagan om domvilla, se Ö1810-16.

att emissionsgarantiavtal – givet vissa förutsättningar – är bindande, åtminstone i så måtto att brott mot en emissionsgaranti kan medföra skadeståndsskyldighet för garanten. Labs2-avgörandet sätter därmed punkt för en diskussion som har pågått i svensk juridisk debatt sedan 1930-talet.³ Domen väcker emellertid nya frågor, inte minst om den är ändamålsenlig i förhållande till funktionen av emissionsgarantier på aktiemarknaden.

Syftet med denna betraktelse är att utreda och analysera emissionsgarantiens rättsliga status i ljustet av Labs2-avgörandet samt att utvärdera det aktuella avgörandet med hänsyn till emissionsgarantiavtalens funktion för emissionsprocesser på aktiemarknaden.

Det kan noteras att Labs2-avgörandet berör vissa fordringsrättsliga frågor vad avser det emitterande bolagets överlåtelse av garantianspråk i samband med fyllnadsteckning. Även om dessa frågor är intressanta och värda att uppmärksamma, kommer de inte att hanteras vidare inom ramen för denna förhållandevis avgränsade framställning.

2. BAKGRUND TILL PROBLEMET – AKTIETECKNINGENS FORMBUNDENHET

Precis som övrig lös egendom kan aktier, med iakttagande av de begränsningar som följer av lag eller avtal, överlåtas och förvärvas. Aktier kan exempelvis förvärvas genom köp, byte och olika former av familjerättsliga fång. Ett ytterligare sätt att förvärva aktier är genom aktieteckning⁴, vilken är en formbunden rätshandling som har gjorts till föremål för särskild reglering i ABL. ABL innehåller två separata regler om aktieteckningens form: en för aktieteckning vid bolagsbildning och en för aktieteckning vid nyemission.

Vad beträffar aktieteckning i samband med nyemission återfinns formkravet i 13 kap 13 § ABL. Enligt bestämmelsen ska teckning av nya aktier ske på en teckningslista som innehåller emissionsbeslutet samt, i förekommande fall, viss annan föreskriven information.⁵ Konsekvensen av att formkravet överträds är

3 Av allt att döma var Hjalmar Karlgren först ut med att adressera frågan om emissionsgarantiavtals giltighet, se Karlgren, *Om stiftelseurkund och aktieteckning*, 1930, s 61 f [cit Karlgren].

4 Det torde numera stå klart att förvärv av aktie genom aktieteckning inte är att hänföra till köp, utan att det snarare är fråga om en särskild form av förvärv. Se härom Lüning, *Prospektansvaret – en probleminventering*, 1986, s 24 ff.

5 Se 13 kap 6–8 §§ ABL. Formkravet för aktieteckning vid nyemission har gjorts till föremål för två särregleringar, avsedda att förenkla teckningsförfarandet. Till att börja med tillåter 13 kap 13 § stycke 2 simultantekning. Därutöver finns det en bestämmelse om teckning genom betalning i 13 kap 13 § stycke 3.

att aktieteckningen blir ogiltig. Det är viktigt att notera att aktieteckningens formella ogiltighet kan läkas. För att detta ska ske krävs att emissionen registreras utan att felaktigheten dessförinnan anmäls till Bolagsverket av den berörda aktietecknaren.⁶

Formkravet i ABL omfattar alltså aktieteckning. En emissionsgaranti har varken till syfte eller effekt att ersätta aktieteckningen. Istället kan en emissionsgaranti kvalificeras som ett åtagande att, under vissa förutsättningar, i framtiden teckna aktier. Mot bakgrund av det sagda följer att formkravet enligt sin ordalydelse inte är direkt tillämpligt på emissionsgarantier, utan att ett emissionsgarantiavtal snarare kan betraktas som en form av föravtal.⁷ Trots detta har det länge funnits en osäkerhet vad beträffar garantiavtalens giltighet. Kärnfrågan har därvid varit huruvida formkravet ska utsträckas till att omfatta emissionsgarantier, med följd att garantiavtalen ska betraktas som ogiltiga.⁸ Lagstiftaren har inte uttryckligen adresserat frågan om formkravets tillämpning på emissionsgarantier eller andra föravtal om aktieteckning. Frågan har inte heller hanterats i domstolspraxis i någon större utsträckning. Fram till i mars i år – då HD avkunnade domen i Labs2-avgörandet – var NJA 1918 s 394 det enda rättsfallet som berörde giltigheten av utfästelser om aktieteckning.

I NJA 1918 s 394 hade ett avtal slutits med anledning av en förestående nyemission. Avtalet, som hade ingåtts mellan aktietecknaren G och det emitterande bolaget, föreskrev att bolaget skulle fatta beslut om nyemission samt att G skulle ha en rätt och skyldighet att teckna aktier i emissionen. G visade sig senare vara ointresserad av att delta i nyemissionen, och gjorde av den anledningen gällande att överenskommelsen var ogiltig. Som stöd åberopade G aktieteckningens formbundenhet.

Rådhusrätten, vars dom fastställdes av HD utan egen motivering, gick på G:s linje. Domstolen konstaterade således att G inte hade fullbordat avtalet genom att teckna aktier i emissionen på det sätt som lagen kräver. Vid sådana förhållanden ansåg rådhusrätten att utfästelsen om aktieteckning inte kunde betraktas som bindande.

6 Andersson m fl, *Aktiebolagslagen – En kommentar. Del 1*, 2015, 2:19 [cit Andersson m fl].

7 Kleineman, *Principerna för bindande avtalslöften och frågan om formalavtals ogiltighet*, *Avtalslagen 90 år*, 2005, s 41 [cit Kleineman]; Nerep, *Emissionsgarantier – vad gäller idag och vad bör gälla i framtiden?*, *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, 2004, s 55 f [cit Nerep].

8 För olika uppfattningar i frågan se Karlgrén, s 61 ff; Nial, *Aktiebolagsrättsliga studier: röstavtal, enmansbolag och dotterbolag, fusion*, 1935, s 182; Nerep, s 55 ff; Kleineman, s 47 ff; s 118 ff; Karlström, *Är ett löfte att teckna aktier rättsligt oförbindande?*, JT 2001/02, s 65 ff; Åqvist, *Emissionsgarantier – avtal i strid med aktiebolagslagen?*, JT 2005/06, s 617 f.

3. GARANTIAVTALENS BINDANDE VERKAN I LJUSET AV LABS2-AVGÖRANDET

3.1 OMSTÄNDIGHETERNA I LABS2-AVGÖRANDET

I samband med en företrädesemission i det listade bolaget Labs2 Group AB (Labs2) slöts emissionsgarantiavtal med totalt 18 garantier. Vid slutet av teckningsperioden visade det sig att nyemissionen inte hade fulltecknats, varför avräkningsnotor sändes till garanterna med syftet att verkställa aktieteckning. Ett antal garantier genomförde emellertid inte aktieteckningen, varefter Labs2 kom överens med en utomstående part (Trygghetsbolaget) om fyllnadsteckning. I samband med att den resterande emissionslikviden tillfördes Labs2, överläts kraven på garanterna till Trygghetsbolaget. Frågan som HD hade att ta ställning till var huruvida garanterna skulle anses skyldiga att – i utbyte mot aktierna som teckningen omfattade – ersätta Trygghetsbolaget för den tillskjutna emissionslikviden. Kärnfrågan i avgörandet var alltså huruvida garantiavtalen skulle anses ha *bindningsverkan* eller inte.⁹

3.2 GILTIGHETSFRÅGANS UTGÅNGSPUNKT – UTFÄSTELERS OLIKA BINDNINGSVÄRKNINGAR

Även om aktieteckning är en rättshandling som företas i en specifik aktiebolagsrättslig kontext, står det klart att frågan om emissionsgarantiens giltighet har en avtalsrättslig dimension. På ett mer principiellt plan aktualiseras förhållandet mellan föravtal och formalavtal. Historiskt sett har frågan om föravtals giltighet i förhållande till legala formkrav framförallt förts på tal inom ramen för fastighetsrätten. Vad avser formkravet vid överlåtelse av fast egendom har HD sedan länge upprätthållit en strikt princip om samtidigt inträde av bundenhet på ”ömse sidor”, den så kallade *ömsesidighetsprincipen*. Med stöd i denna princip har HD i flera avgöranden intagit positionen att föravtal avseende fastighetsöverlåtelser är ogiltiga.¹⁰

Tidigare förefaller det ha funnits en osäkerhet kring huruvida ömsesidighetsprincipen skulle betraktas som en allmän princip för relationen mellan föravtal och formkrav. I en numera åldrad kommentar till avtalslagen påtalar Almén och Eklund att existensen av ett legalt formkrav medför att anbud och utfästelser med avseende på berörda formalavtal är ogiltiga.¹¹ Denna uppfattning gav närmast vid handen att ömsesidighetsprincipen skulle förstås som en allmän

⁹ Punkterna 1–9 i HD:s dom.

¹⁰ Vahlén, *Formkravet vid fastighetsköp: särskilt om dess inverkan på regler om förutsättningar och fel*, 1951, s 72 f. Se även NJA 2012 s 1095 för ett relativt färskt avgörande som bekräftar positionen.

¹¹ Almén & Eklund, *Lagen om avtal*, uppl 9, 1997, s 15. Se även NJA 1918 s 394.

princip för relationen mellan föravtal och formkrav. I senare års rättspraxis har emellertid kunnat skönjas en utveckling mot en mer inskränkande syn på formkrav, och mot bakgrund av HD:s avgörande NJA 1992 s 66 kan konstateras att Almén och Eklunds uppfattning inte ger uttryck för gällande rätt.

I NJA 1992 s 66 prövade HD huruvida ett optionsavtal rörande köp av bostadsrätt skulle betraktas som bindande mot bakgrund av formkravet i 6 kap 4 § bostadsrättslagen (1991:614). I domskälen anförde HD, med hänvisning till ett antal äldre avgöranden, att utfästelser om köp eller försäljning av fast egendom sedan länge ansetts ogiltiga i svensk rätt. Vad däremot beträffar annan egendom påtalade HD att *utgångspunkten är att optionsavtal är bindande*, vilket anses vara en naturlig följd av principen om avtalsfrihet. Domstolen uttalade att undantag från huvudregeln om optionsavtals giltighet kan göras med stöd i lagstiftning eller om särskilda skäl föranleder det. I det aktuella avgörandet kom domstolen fram till att optionsavtalet skulle anses giltigt. Det kan emellertid noteras att HD valde att upprätthålla en viss aspekt av formkravet. Domstolen anförde därvid att ett giltigt optionsavtal förutsätter skriftlig form. HD menade att en acceptans av muntliga optionsavtal skulle leda till att formkravet urholkades på ett inte godtagbart sätt.¹²

Det är även i NJA 1992 s 66 som HD tar sin utgångspunkt i Labs2-avgörandet.¹³ I avgörandet går HD emellertid längre och nyanserar frågan om relationen mellan föravtal och legala formkrav ytterligare. Till skillnad från NJA 1992 s 66 – där HD diskuterade huruvida avtalen ska betraktas som bindande eller ej – diskuterar HD i Labs2-avgörandet föravtals ”bindningsverknings”.¹⁴ Inom ramen för det bredare begreppet ”bindningsverknings” gör domstolen en distinktion med avseende på möjligheten att förplikta löftesgivaren att genomföra en formbunden transaktion och skadeståndsansvar vid underlåtet genomförande.¹⁵ Ett avtal behöver inte nödvändigtvis ha båda dessa verknings, utan det är fullt möjligt att ett avtal endast är bindande på så sätt att underlåtet genomförande medför skadeståndsskyldighet.¹⁶ Eftersom Trygghetsbolagets talan endast avsåg skadestånd för brott mot garantiavtal, hade HD inte anledning att pröva frågan om möjligheten att förplikta en emissionsgarant att fullgöra aktieteckning. Domstolen uttalar

12 HD:s position i avgörandet har bekräftats i flera senare avgöranden, se NJA 1994 s 130 och NJA 2001 s 75.

13 Punkt 32 i HD:s dom.

14 Se exempelvis punkterna 30–34 i HD:s dom.

15 Punkterna 33–34 i HD:s dom.

16 Se domstolens argumentation i punkterna 30–35 i HD:s dom.

emellertid – obiter dictum – att den rättsregel som domstolen ger uttryck för i det ovannämnda avgörandet NJA 1918 s 394 ska förstås som att den som har åtagit sig att teckna aktier inte kan förpliktas att göra så.¹⁷ Domstolen uttalar att det förvisso kan anföras goda skäl till stöd för att en emissionsgaranti bör kunna genomdrivas av det emitterande bolaget.¹⁸ Samtidigt uttrycker HD att prejudikatvärdet av 1918 års rättsfall inte utan vidare kan underkännas:

”28. Det finns dock också skäl för att 1918 års rättsfall fortfarande bör ha prejudikatverkan. Formkraven när det gäller aktieteckning var vid tiden för rättsfallet i stort sett desamma som i dag. Vidare ger uttalanden i förarbetena till 1975 års aktiebolagslag ett visst stöd för att rättsläget svarar mot 1918 års avgörande (se SOU 1971:15 s. 138 och prop. 1975:103 s. 298). Förarbetena till den nuvarande aktiebolagslagen ger inte stöd för någon förändring i detta avseende.”

3.3 FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR GARANTIAVTALS BINDNINGSVERKAN – SKRIFTLIGHET OCH ADEKVAT INFORMATION

I linje med NJA 1992 s 66 uttalar HD i Labs2-avgörandet att brott mot föravtal som huvudregel ska medföra skadeståndspåföljd, men att undantag kan göras i den enskilda situationen om det är motiverat med hänsyn till *formkravets underliggande ändamål*.¹⁹

Lagstiftarens motivering till införandet av särskilda formkrav har varierat från fall till fall.²⁰ Formkravet vid aktieteckning tillkom i samband med införandet av 1895 års ABL. I betänkandet, som föranledde den aktuella lagen, uttrycktes en vilja att söka förebygga risken för allmänhetens inledande i ”osunda affärsföretag”. Kommitténs uppfattning var att det formaliserade förfarandet skulle erbjuda aktietecknare en möjlighet att undersöka bolaget och, på grundval av denna undersökning, ta ställning till om de ville delta i teckningen eller inte.²¹ Med åren förefaller motiven bakom aktieteckningens formbundenhet ha skiftat i viss utsträckning. I propositionen till nu gällande ABL uttrycks att formkravet syftar till att garantera att teckningsvillkoren är kända för aktietecknarna, samt till att förhindra att det i efterhand uppkommer oklarheter kring aktieteckningen.²²

17 Punkt 26 i HD:s dom.

18 Punkt 27 i HD:s dom.

19 Punkterna 33–35 i HD:s dom.

20 Nerep, s 42.

21 Kommittébetänkande 1890:9 s 112.

22 Prop. 2004/05:85 s 346.

I förhållande till teckningsutfästelser som generell företeelse är HD:s uppfattning – i linje med vad som har påtalats ovan – att undantag från huvudregeln om skadeståndspåföljd kan göras i det enskilda fallet, förutsatt att de underliggande ändamålen bakom formkravet motiverar det.²³ Domstolen påtalar förvisso att utrymmet för avsteg från principen om avtalsfrihet får anses vara förhållandevis begränsat, men att möjlighet till nyanserade bedömningar likväl finns. Som exempel på en faktor som kan inverka på bedömningen är avsaknaden av skriftlig form, även om domstolen uttalar att en muntlig utfästelse inte nödvändigtvis behöver vara ogiltig.²⁴

Vad beträffar emissionsgarantier går domstolen längre i sin bedömning och utformar en särskild regel för fastställande av garantiutfästelsers bindningsverkan. HD uttalar därvid att en emissionsgaranti är bindande på så vis att bristande fullgörande utgör skadestandsgrundande avtalsbrott, förutsatt att garantin är *skriftlig* och garanten har blivit *adekvat informerad om nyemissionens villkor och förutsättningar*.²⁵ Rörande kravet på adekvat information gör HD följande uttalande:

”42. Vad som gäller i fråga om informationskravet beror på omständigheterna, främst vad för slags bolag det rör sig om och vem som är garant. Om garanten får del av ett emissionsprospekt som uppfyller lagens krav och vad som kan följa av god sed på aktiemarknaden, måste detta alltid vara tillräckligt. Att prospektet blir tillgängligt för garanten först efter det att garantin har ställts saknar betydelse, om inte garanten snarast därefter och med fog meddelar – på ett sätt som är likvärdigt med det som användes när emissionsgarantin tillkännagavs – att han inte står för garantin därför att uppgifterna i prospektet avviker från vad han hade anledning att räkna med när garantin ställdes. När en emissionsgaranti har ställts av ett värdepappersinstitut eller en huvudaktieägare måste garanten själv ha ett betydande ansvar för att se till att bli informerad. Det talar för att han ska anses ha blivit adekvat informerad, om han inte kan visa att väsentlig information har undanhållits eller är felaktig.”

Utgångspunkten är således att informationskravets omfattning ska avgöras utifrån en bedömning av omständigheterna i det enskilda fallet, varvid vikt ska fästas vid vad för slags bolag det är fråga om samt vem som är garant. I den mån garanten får ta del av ett emissionsprospekt som uppfyller lagens krav

23 Punkt 40 i HD:s dom.

24 Punkt 40 i HD:s dom.

25 Punkt 41 i HD:s dom.

och som är i linje med god sed på aktiemarknaden ska detta emellertid *alltid* anses tillräckligt enligt HD. Det spelar ingen roll att garantiavtalet ingås innan prospektet blir tillgängligt. HD tillägger dock att emissionsgaranter har en form av *frånträdesrätt*, vilken enligt domstolen kan utnyttjas i den mån uppgifterna i prospektet avviker från vad garanten hade anledning att räkna med vid tidpunkten för garantins utfärdande.²⁶

3.4 FÖREKOMSTEN AV PROSPEKT OCH GARANTENS FRÅNTRÄDESRÄTT

Det finns således en möjlighet för garanten att frånträda en ställd garanti om uppgifterna i prospektet avviker från vad garanten hade anledning att räkna med vid tidpunkten för garantins utfärdande. För att ett sådant frånträde ska vara möjligt krävs emellertid att garanten *med fog*, och *snarast* efter prospektets tillgängliggörande, meddelar att han eller hon frånträder den utfärdade emissionsgarantin.²⁷

Att garanten ska ha fog för sitt frånträde bör leda till att bedömningen beträffande skälen till frånträdet blir objektiv. Därmed är det inte tillräckligt att uppgifterna i prospektet avviker från vad garanten hade att räkna med, utan ett frånträde måste vara objektivt berättigat mot bakgrund av den nya informationen i prospektet. Ett rimligt antagande är att bedömningen av huruvida ett frånträde är objektivt berättigat ska ske med utgångspunkt i vilken betydelse de nya uppgifterna kan antas ha på en typisk garants vilja att utfärda en garanti på de aktuella villkoren. Om den nya informationen rubbar förutsättningarna i så stor utsträckning att det kan antas att den aktuella garantitransaktionen inte hade genomförts med kännedom om denna, bör ett frånträde betraktas som objektivt berättigat.

Med hänsyn till att emissionsgarantier utnyttjas i syfte att undvika osäkerheter under emissionsprocessen, får det anses ingå i överenskommelsen att garanten ska bära risken för oväntade händelser med negativ inverkan på emittenten och emissionen. Frånträdesrätten bör därför tillämpas synnerligen restriktivt vad avser information i prospektet som har sitt ursprung i händelser som har inträffat efter tidpunkten för garantins utfärdande. En ändamålsenlig tillämpning av frånträdesrätten borde därför primärt avse garantens *motivvillfarelse*, det vill säga misstag avseende motivbildande förutsättningar vid tidpunkten för garantins utfärdande (*oriktiga förutsättningar*).²⁸ HD:s argumentation i Labs2-avgörandet ger även visst stöd åt det förda resonemanget ovan:

26 Punkt 42 i HD:s dom.

27 Punkt 42 i HD:s dom.

28 Se vidare Adlercreutz & Gorton, *Avtalsrätt I*, uppl 13, 2011, s 286.

”49. Att en emissionsgaranti offentliggörs får mot denna bakgrund anses innebära att garanten tar på sig inte bara risken för att emissionen inte blir fullt tecknad under oförändrade förhållanden, utan också risken för den inverkan som händelseutvecklingen fram till teckningstidens slut kan ha på utfallet av emissionserbjudandet. Av det följer att en oväntad händelseutveckling under teckningstiden i princip inte kan medföra att en offentliggjord garanti upphör att vara verksam annat än om ett förbehåll om begränsad bundenhet har gjorts i samband med offentliggörandet.”

Domstolens resonemang i aktuellt hänseende tar alltså sikte på betydelsen av ändrade förhållanden i bolaget under teckningsperioden, och således inte den uttryckliga frågan om utnyttjande av frånträdesrätt med anledning av information i prospekt. Det kan ändå vara intressant att notera att offentliggörandet av en emissionsgaranti ger upphov till en sträng bundenhet för garanten. Oväntade händelser efter offentliggörande ska således i princip inte påverka frågan om bundenhet, annat än för det fall ett förbehåll om begränsad bundenhet har offentliggjorts. En tillämpning, avsedd att upprätthålla HD:s ställningstagande i ovan anført hänseende, borde därför vara minst lika restriktiv med avseende på garantens frånträdesrätt på grund av information hänförlig till förändrade förutsättningar efter garantins utfärdande. Det sagda bör åtminstone vara en stark huvudregel. Måhända kan det finnas situationer då frånträde kan betraktas som berättigat med hänsyn till förändrade förutsättningar under teckningsperioden. Exempelvis kan argumenteras för att så ska vara fallet om de ändrade omständigheterna har sitt ursprung i grovt vårdslösa affärsbeslut av emittenten eller andra, i förhållande till garanten, illojala ageranden.

I enlighet med vad som har anförts ovan gäller att det ytterst är det emitterande bolaget som bär risken för att informationen i prospektet avviker från vad garanten hade anledning att räkna med vid tidpunkten för garantins utfärdande. En viss modifikation i det sagda görs dock för det fall garanten är ett värdepappersinstitut eller huvudaktieägare i det emitterande bolaget:

”När en emissionsgaranti har ställts av ett värdepappersinstitut eller en huvudaktieägare måste garanten själv ha ett betydande ansvar för att se till att bli informerad. Det talar för att han ska anses ha blivit adekvat informerad, om han inte kan visa att väsentlig information har undanhållits eller är felaktig.”²⁹

29 Punkt 42 i HD:s dom.

I den mån garanten bedöms vara särskilt kvalificerad – det vill säga om garanten antingen är ett värdepappersinstitut eller en huvudaktieägare – presumeras alltså han eller hon ha blivit adekvat informerad. Att fastställa om en eventuell garant är att betrakta som ett värdepappersinstitut torde i de allra flesta fall vara förhållandevis enkelt, givet den definition av begreppet som återfinns i 1 kap 5 § stycke 1 p 27 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Vad som inryms i begreppet ”huvudaktieägare” är emellertid inte lika klart, och det torde kunna uppstå gränsdragningsproblem med avseende på termens närmare innebörd. En rimlig, om än vag, utgångspunkt är dock att begreppet kan antas innefatta det emitterande bolagets största aktieägare.

3.5 NÅGOT OM SKADEBERÄKNINGEN VID BROTT MOT GARANTIAVTAL

Ett garantiavtal som har upprättats i enlighet med kraven på skriftlighet och adekvat information är alltså bindande i så måtto att ett brott mot garantin kan grunda skadeståndsskyldighet. Om ett skadeståndsgrundande garanti-brott väl kan konstateras blir frågan vilken ersättning det emitterande bolaget ska erhålla. Den kanske mest centrala frågan blir därvid hur aktiebolagets skada ska beräknas. Utgångspunkten inom svensk rätt är att skadestånd vid kontraktsbrott ska motsvara det positiva kontraktsintresset. Med detta avses att den skadelidande ska försättas i samma ställning som om kontraktet hade uppfyllts på ett riktigt sätt.³⁰ Vilken ersättning den skadelidande ska erhålla kan beräknas enligt den så kallade differensläran, innefattande en jämförelse mellan den tänkta situationen då den skadeståndsgrundande händelsen inte inträffade och det faktiska förloppet.³¹ Det sagda ger vid handen att den skadelidande bland annat kan kompenseras för utebliven vinst. Klart är emellertid att ersättning för skada i kontraktsförhållanden, i likhet med vad som gäller i utomobligatoriska förhållanden, begränsas med hänsyn till kravet på adekvat kausalitet.³²

Sett till att Labs2 erhöll emissionslikviden genom Trygghetsbolagets fyllnads-teckning, gav inte garanternas avtalsbrott upphov till några mer långtgående följdverkningar för emittentens räkning. En fråga som däremot kom att uppmärksammas i avgörandet var ur vilket perspektiv skadeberäkningen skulle företas:

”55. I vad mån bolaget ska tillföras kapital genom nyemission är en sak för aktieägarna. En utebliven teckningslikvid på grund av att en emission inte blev fulltecknad utgör inte en skada i bolagets

30 Hellner m fl, *Speciell avtalsrätt II – kontraktsrätt (häfte 2)*, uppl 6, 2015, s 227 [cit Hellner m fl].

31 Hellner m fl, s 229 f.

32 Se vidare Hellner m fl, s 225 ff.

rörelseverksamhet; det handlar om att bolagets kapitalstruktur blev en annan än den tänkta. Detta talar för ett aktieägarperspektiv i fråga om skadeberäkningen. Ett sådant perspektiv leder också till att hela skadebilden täcks in på det sättet, att den verkliga ekonomiska skadan för aktieägarna blir bestämmande för skadeståndet. Vidare kan bolagsperspektivet framstå som mindre förenligt med 1918 års rättsfall [NJA 1918 s 394]. Om det uteblivna tillskottet läggs till grund för skadeberäkningen innebär det att bolaget i ekonomiskt hänseende kan genomdriva garantin.”

Trots det ovan presenterade resonemanget, nådde HD slutsatsen att skadeberäkningen i det förevarande fallet skulle företas ur det emitterande bolagets perspektiv. Anledningen till detta var att det endast var bolaget som berättigades under den aktuella garantin, varför det enligt domstolens uppfattning måste krävas starka skäl för att en annan ordning ska väljas. Därutöver påtalade domstolen att 1918 års fall inte rör frågan om skadestånd vid underlåtet infriande av garantiåtagande, varför fallet inte ger någon direkt vägledning i den relevanta frågan. Även det faktum att aktieägarnas rätt att disponera över ett eventuellt kapitaltillskott i aktiebolaget kringgärdas av reglerna i 17–20 kap ABL, talar till stöd för en ordning där bolagets perspektiv beaktas vid skadeberäkningen.³³

Mot bakgrund av resonemanget ovan kom alltså HD fram till att det uteblivna kapitaltillskottet för bolaget, och inte eventuella försämringar i aktievärdet, skulle läggas till grund för skadeberäkningen. Utgångspunkten är således att skadan ska anses svara mot vad garanten är skyldig att tillföra bolaget i nyemissionen. Eftersom bolag, med hänsyn till aktiebolagsrättsliga regler, inte kan förpliktas att utge aktier genom en riktad nyemission, ska skadeståndet minskas med ”värdet för bolaget av att inte behöva emittera de aktier som garanten var skyldig att teckna” (värdet på den bestående ”emissionsmöjligheten”).³⁴ HD medger att det finns en betydande svårighet förknippad med att fastställa en emissionsmöjlighets värde.³⁵ Mot bakgrund av att värderingsproblematiken är nära förknippad med avtalsbrottet – för vilket garanten svarar – påtalar HD att den aktuella oklarheten bör belasta garanten.³⁶ I enlighet därmed uttalar HD att värdet på den bestående emissionsmöjligheten ska presumeras vara noll, såvida inte garanten förmår visa på annat.³⁷

33 Punkt 56 i HD:s dom.

34 Punkt 57 i HD:s dom.

35 Punkt 57 i HD:s dom.

36 Punkt 58 i HD:s dom.

37 Punkt 57 i HD:s dom.

HD uppmärksammar att det valda perspektivet för skadeberäkning – för det fall garanten inte lyckas visa att den kvarvarande emissionsmöjligheten har ett värde överstigande noll – leder till att aktieägarna indirekt gör en vinst på garantens bekostnad. Samtidigt som bolaget tillskjuts kapital undgår nämligen aktieägarna den utspädning som emissionen av aktierna hade inneburit.³⁸ Att avdrag på skadeståndet inte kan göras med hänsyn till värdet av de aktier som garanten skulle ha erhållit genom emissionen bygger emellertid på, kan det antas, att ändringar i aktieägarstrukturen inte i sig har ett direkt värde för bolaget, utan för just aktieägarna.³⁹ Mot bakgrund av att skadeberäkningen ska företas ur bolagets perspektiv utesluts också möjligheten att beakta aktieägarnas eventuella värde i att undslippa utspädning.

4. LABS2-AVGÖRANDET OCH GARANTIAVTALENS FUNKTION – NÅGRA AVSLUTANDE SYNPUNKTER

Emissionsgarantier utgör en praktisk realitet, vars betydelse för aktiemarknadsbolagen inte bör underskattas. Sedan flera decennier har det dock funnits en besvärande osäkerhet vad avser garantiavtalens giltighet. I och med Labs2-avgörandet har emellertid rättsläget klargjorts i en inte oväsentlig utsträckning. HD har sökt utforma en rättsfigur som förenar skyddet för formkravets underliggande ändamål och intresset av avtalsfrihet. Utgångspunkten är därvid att en skriftlig emissionsgaranti är bindande i så måtto att avtalsbrott kan medföra skadeståndsansvar, förutsatt att garanten har blivit adekvat informerad om nyemissionens villkor och förutsättningar.

Även om klargörandet i Labs2-avgörandet får anses välkommet, kan viss kritik riktas mot HD:s resonemang. I Labs2-avgörandet påtalar alltså HD att en emissionsgaranti, givet att kravet på adekvat information uppfylls, är bindande i så måtto att skadestånd kan utgå vid avtalsbrott, samtidigt som garanten inte nödvändigtvis kan förpliktas att genomföra prestationen enligt garantiavtalet.⁴⁰ Det faktum att en distinktion görs mellan möjligheten till skadestånd vid avtalsbrott och förpliktelsen att fullgöra en avtalsprestation möjliggör för domstolen att kringgå NJA 1918 s 394, utan att för den sakens skull underkänna avgörandets prejudikatvärde.

Såvitt avser möjligheten att genomdriva aktieteckning uttrycker sig HD vagt i Labs2-avgörandet. HD påtalar därvid – obiter dictum – att goda skäl förvisso kan anföras till stöd för att en garant ska kunna förpliktas att fullgöra

38 Punkt 58 i HD:s dom.

39 Jfr resonemanget i punkt 55 i HD:s dom.

40 Jfr punkterna 33–34 i HD:s dom.

en aktieteckning, men att det alltså kan argumenteras för ett upprätthållande av prejudikatet i NJA 1918 s 394.⁴¹ Något definitivt svar på frågan ger inte domstolen.

Den osäkerhet som omgärdar HD:s argumentation är olycklig, inte minst eftersom den har inverkan på förutsättningarna för ianspråktagande av säkerheter ställda för betalning av teckningslikvid i samband med utfärdandet av emissionsgarantier. Som HD påstår förutsätter nämligen användandet av en ställd säkerhet för betalning av teckningslikvid att garanten kan förpliktas att genomföra aktieteckning.⁴² I ljuset av garantiavtalens primära funktion, vilket är att skapa trygghet för emittenten i emissionsprocessen, ter sig oklarheten i distinktionen mellan garantiavtalens olika bindningsverkningar som särskilt olycklig.

Oklarheten i HD:s argumentation till trots, kan goda skäl anföras till stöd för en ordning där ett emitterande bolag – oaktat förefintligheten av den rättssats som kommer till uttryck i NJA 1918 s 394 – bör kunna genomdriva aktieteckning med stöd av en ställd säkerhet. En motsatt ordning skulle nämligen te sig inkonsekvent med hänsyn till HD:s slutsatser i Labs2-avgörandet. Skadeståndsberäkningen vid brott mot emissionsgarantiavtal ska enligt HD ta sin utgångspunkt i ett belopp motsvarande teckningslikviden som omfattas av den ställda emissionsgarantin.⁴³ För bolagets vidkommande kan skadeståndspåföljden därför betraktas som ekonomiskt likvärdig med ett genomdrivande av aktieteckningen,⁴⁴ givetvis med reservation för att ett ianspråktagande av en säkerhet möjliggör ett snabbare kapitaltillskott. Ur garantens perspektiv kan dock skadeståndspåföljden ses som ett sämre alternativ till ett genomdrivande av aktieteckning. Anledningen till detta är att skadeberäkningen ska göras med avdrag för värdet på det emitterande bolagets bestående emissionsmöjlighet, ett värde som enligt HD ska presumeras vara noll. Därvid är det garanten som har bördan för att visa på ett eventuellt värde, något som kan antas vara svårt i många situationer. Detta står i kontrast till ett eventuellt genomdrivande av aktieteckning med stöd av en ställd säkerhet. I den situationen har garanten rätt att erhålla de aktier som garantin omfattar, vars värde i de flesta fall kan tillgodogöras på ett förhållandevis enkelt sätt genom avyttring på sekundärmarknaden. Av 1 kap 3 § ABL följer vidare att en aktieägare inte har något personligt betalningsansvar för bolagets förpliktelse, varför ”ett påtvingat förvärv” av aktier inte kan sägas påföra garanten ett betungande ansvar i förhållande till bolagets verksamhet.

41 Punkterna 27–28 i HD:s dom.

42 Se argumentationen i punkt 27 i HD:s dom.

43 Punkt 57 i HD:s dom.

44 Jfr domstolens argumentation i punkt 55 i HD:s dom.

Mot bakgrund av de faktiska likheterna mellan bindningsverkningarna i ekonomiskt hänseende, och det faktum att skadestånd i flera fall till och med kan bli sämre för garanten, kan det starkt ifrågasättas varför en distinktion bör upprätthållas beträffande emissionsgarantiens bindningsverkningar. Det finns dock en viss svårighet förknippad med att diskutera den rättssats som kommer till uttryck i NJA 1918 s 394 eftersom den inte ges någon motivering, varken i 1918 års fall eller i Labs2-avgörandet. På ett mer allmänt plan bör det dock stå klart att rättssatsen uppbygs av intresset att skydda de ändamål som underbygger aktieteckningens formbundenhet.⁴⁵ Sett till formkravets underliggande ändamål finns det emellertid inte några vägande skäl till att upprätthålla en distinktion med avseende på garantiernas bindningsverkningar vad beträffar emissionsgarantiavtal. Till att börja med kan påtalas att intresset av klarhet rörande teckningsvillkoren inte torde tillgodoses på ett bättre sätt av den aktuella ordningen. Diskussionen i det här avseendet fokuserar inte på huruvida avtalen ska betraktas som bindande, utan på vilka ”bindningsverkningar” som ska aktualiseras. Inte heller riskerar syftet att bibehålla ordning och reda i rättsförhållandena att förfelas. Aktieteckningen och emissionsgarantin är alltså två separata rättshandlingar, vilka inte har en direkt inverkan på varandra.

Slutligen kan det påtalas att ett eventuellt hinder mot genomdrivande av aktieteckning ter sig som en verkningslös juridisk teknikalitet med hänsyn till att det lätt skulle kunna kringgå. I stället för att avse betalning av teckningslikviden, kan en säkerhet ställas för täckning av eventuellt skadestånd vid brott mot emissionsgarantiavtal. Mot bakgrund av att skadeberäkningen ska ta sin utgångspunkt i storleken på den garanterade emissionslikviden, blir effekten för det emitterande bolaget i praktiken densamma som om garantin hade kunnat genomdrivas. Skillnaden är emellertid att garanten inte erhåller några aktier, en ordning som ofta torde missgynna densamme.

Det kan alltså anföras goda skäl till stöd för en ordning där en garant ska kunna förpliktas att delta i en aktieteckning. Mot bakgrund av det sagda kan det också sättas i fråga varför HD ansåg det nödvändigt att göra den ovan presenterade distinktionen avseende avtals bindningsverkningar. Svaret på frågan torde vara att en sådan tolkning möjliggjorde ett kringgående av NJA 1918 s 394. Mot bakgrund av den lösning som HD kom fram till vad beträffar skadeberäkningen vid brott mot garantiavtal, liksom möjligheterna till kringgående, blir emellertid den rättssats som kan utläsas av NJA 1918 s 394 kraftigt urvattnad, för att inte säga meningslös. I princip

⁴⁵ Karlgren förefaller ha rationaliserat avgörandet i NJA 1918 s 394 med hänsyn till formkravets underliggande ändamål, se Karlgren, s 54 ff.

kan en garant tvingas att delta i emissionen genom att tillföra emissionslikviden utan att erhålla aktier – varvid den kvarvarande möjligheten till kompensation består utav avdrag på skadeståndsbeloppet med hänsyn till värdet på den bestående emissionsmöjligheten. Ett dogmatiskt upprätthållande av det snart hundraåriga prejudikatet skulle därvid te sig konstruerat och i praktiken meningslöst. 