



FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN  
Ekonomihögskolan  
Lunds Universitet

HT 07

# Emissionsgaranter

*Är garanterade nyemissioner garanterat garanterade?*

*En studie om emissionsgaranters nytta och tillförlitlighet*

**Författare:**

Carl-Filip Strömbäck  
Gustaf Svenhed  
Åsa Söderbaum

**Handledare:**

Tore Eriksson

# Sammanfattning

---

**Titel:** Är garanterade nyemissioner garanterat garanterade? En studie om emissionsgaranters nytta och tillförlitlighet

**Seminariedatum:** 2008-01-15

**Kurs:** FEKK01, Examensarbete på kandidatnivå, 15 poäng

**Författare:** Carl-Filip Strömbäck, Gustaf Svenhed, Åsa Söderbaum

**Handledare:** Tore Eriksson

**Nyckelord:** Garanter, garanti, nyemissioner, kapitalstruktur, ansvar för prospekt

**Syfte:** Vårt syfte är att beskriva den funktion emissionsgaranter fyller samt bedöma om företagens eller fondkommissionärernas prövning av deras tillförlitlighet är tillräcklig. Vidare avser vi att utvärdera de övriga lösningar som finns att tillgå för att säkerställa emissioners fullteckning. Slutligen hoppas vi kunna bedöma vilket alternativ som är mest gynnsamt för berörda parter.

**Metod:** För att få olika intressenters uppfattning och aspekter på garantianvändningen har intervjuer genomförts med personer som på olika sätt kommit i kontakt med användandet av garanter. Dessutom belyser en kvantitativ studie skillnader i emissionskostnaderna och i förhållandet mellan teckningskurs och aktiekurs, avseende garanterade och ickegaranterade nyemissioner.

**Teoretiska perspektiv:** Den teoretiska referensramen utgörs främst av redogörelser av begrepp och fakta inom ämnesområdena aktiekapitalet, nyemissioner, nyteckning av aktier och teckningskurs.

**Resultat:** Garanter fyller en viktig funktion och efterfrågan på dessa är stor. De alternativ till garanter som finns att tillgå kan inte betraktas som fullt likvärdiga, vilket gör att de inte kan sägas ersätta garanters funktion. De tidigare fall då garanter inte har uppfyllt sina

förpliktelser, har lett till ökad bevakning från Finansinspektionen samt högre krav på att garantier säkerställs. Det saknas dock fortfarande uttryckligt krav på säkerställande vilket lämnar utrymme för en skönsmässig bedömning hos fondkommissionärerna eller emitterande företag.

# Abstract

---

---

**Title:** Are guaranteed new share issues certainly guaranteed? – A study about the use and reliability of new share issuing guarantors.

**Seminar date:** 2008-01-15

**Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate Level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UCP or ECTS-cr)

**Authors:** Carl-Filip Strömbäck, Gustaf Svenhed, Åsa Söderbaum

**Advisor:** Tore Eriksson

**Key words:** Guarantor, guarantee, new share issue, capital structure, prospectus

**Purpose:** The purpose is to describe the function of the guarantors as well as judging whether the assessment of their reliability is sufficient. Furthermore, we intend to evaluate other available solutions that ensure that new share issues become fully signed. Finally we aim at presenting what alternative methods are most favorable for the concerned parties.

**Methods:** In order to gain sufficient and diverse information, interviews have been conducted with individuals who have valuable knowledge within the research area and different experiences concerning the use of guarantors. We have also conducted a quantitative study, which elucidates differences in cost for a new share issue and differences in the discounted share price between guaranteed and unguaranteed share issues.

**Theoretical perspectives:** The theoretical perspectives are primarily based on elementary knowledge of the concepts and facts according to the subjects share capital, new share issue and price offerings of shares.

**Conclusions:** The result of the study is that guarantees fill an important function for the financial market and that the demand for guarantors is high. The available alternatives are not entirely equivalent and they can thereby not likely replace guarantees. Due to the fact that guarantors have not always been able to meet their obligations in the past, the pressure of

actually ensuring the guarantees have increased, and the surveillance from the Swedish Finansinspektionen is also higher. However there is still no specific regulation stating that a guarantee must be ensured, which leaves some room for subjective judgments concerning the credit assessment for the issuing company and the institute working with the issue. This can always be seen as a risk that could have negative consequences.

# Förord

---

Vi vill rikta ett hjärtligt tack till vår handledare Tore Eriksson som har varit ett stort stöd och en utmärkt idékälla under arbetet med uppsatsen.

Vi önskar också uttrycka vår uppskattning till de personer och företag för den tid och det arbete de har avsatt för att genomföra intervjuerna.

Carl-Filip Strömbäck

[carlfilip.stromback@gmail.com](mailto:carlfilip.stromback@gmail.com)

Gustaf Svenhed

[svenhed@gmail.com](mailto:svenhed@gmail.com)

Åsa Söderbaum

[asasoderbaum@spray.se](mailto:asasoderbaum@spray.se)

# Definitioner och förkortningar

---

## *Emissionsprospekt*

*Informationshandling som enligt lag måste ges ut i samband med en emission. Prospektet tas fram av det emitterande bolaget tillsammans med värdepappersinstitutet som tillhandahåller emissionstjänsten och skall innehålla all, för investerare och aktieägare, nödvändig information gällande emissionen.*

## *Värdepappersinstitut*

*verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla tjänster för handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn, förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument etc. Se 3 § lag (1991:981) om värdepappersrörelse*

# Innehållsförteckning

---

---

<b>1. Inledning .....</b>	<b>11</b>
<b>1.1 Bakgrund .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2 Problemdiskussion .....</b>	<b>12</b>
<b>1.3 Problemställning .....</b>	<b>13</b>
<b>1.4 Syfte .....</b>	<b>13</b>
<b>1.5 Avgränsningar .....</b>	<b>13</b>
<b>1.6 Kunskapsbidrag .....</b>	<b>14</b>
<b>1.7 Målgrupp .....</b>	<b>14</b>
<b>1.8 Disposition .....</b>	<b>15</b>
<b>2. Metod .....</b>	<b>16</b>
<b>2.1 Övergripande angreppssätt .....</b>	<b>16</b>
2.1.1 Vetenskapligt synsätt .....	16
2.1.2 Insamlingsmetoder .....	16
2.1.3 Metodologisk ansats.....	17
<b>2.2 Undersökningens genomförande .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.1 Ämnesval .....</b>	<b>17</b>
2.2.2 Urval och bortfall av undersökningsenheter .....	18
2.2.3 Kvalitativ undersökning.....	19
<b>2.3 Undersökningens tillförlitlighet .....</b>	<b>20</b>
2.3.1 Validitet .....	20
2.3.2 Reliabilitet.....	21
2.3.3 Källkritik.....	22
<b>3. Praktisk referensram.....</b>	<b>23</b>
<b>3.1 Aktiemarknaden .....</b>	<b>23</b>
<b>4. Teoretisk referensram .....</b>	<b>25</b>
<b>4.1 Aktiekapitalet .....</b>	<b>25</b>



<b>4.2 Vad är en nyemission och när genomförs den?</b>	<b>26</b>
4.2.1 Val av finansieringsform.....	26
4.2.2 Beslut om nyemission .....	27
4.2.3 Nyteckning av aktier .....	28
4.2.4 Teckningskurs .....	30
<b>4.3 Säkerställande av nyemissionens fullteckning</b>	<b>30</b>
4.3.1 Garanter .....	30
4.3.2 Underwriters .....	32
4.3.3 Subsidiär teckning.....	32
4.3.4 Prissättning.....	32
4.3.5 Sockring .....	33
<b>4.4 Information och ansvar</b>	<b>34</b>
<b>4.4.1 Möjligheter till skadestånd</b>	<b>34</b>
4.4.2 Bolagets ansvar .....	35
4.4.3 Styrelsens ansvar.....	36
4.4.4 Övriga aktörers ansvar .....	37
<b>5. Empiri</b>	<b>38</b>
<b>5.1 Presentation av intervjuobjekt</b>	<b>38</b>
5.1.1 Finansinspektionen .....	38
5.1.2 Mangold Fondkommission AB.....	39
5.1.3 Aktiespararna .....	39
5.1.4 Fly Me.....	39
5.1.5 IDL Biotech AB.....	40
5.1.6 Labs2.....	41
<b>5.2 Presentation av intervjuutfall</b>	<b>41</b>
5.2.1 Företags kapitalbehov .....	41
5.2.3 Prospekt .....	44
5.2.4 Nytt och fördelar med emissionsgaranter.....	46
5.2.5 Risker och nackdelar med emissionsgaranter .....	47
<b>5.3 Kvantitativ undersökning</b>	<b>48</b>
5.3.1 Undersökta nyemissioner.....	48
5.3.3 Förhållandet teckningskurs och aktuell aktiekurs .....	51
<b>6. Analys</b>	<b>53</b>
<b>6.1 Garanternas funktion</b>	<b>53</b>
<b>6.2 Säkerställande av garantier</b>	<b>55</b>

6.3 Emissionskostnader .....	56
6.4 Är garanten lönsamma? .....	58
6.5 Alternativa tillvägagångssätt .....	59
6.6 Tillgodoses informationen? .....	60
<b>7. Slutdiskussion.....</b>	<b>61</b>
7.1 Förslag till vidare forskning .....	62
<b>8. Källförteckning.....</b>	<b>63</b>
8.1 Litterära källor .....	63
8.2 Elektroniska källor .....	64
8.3 Lag .....	65
8.4 Offentligt tryck .....	65
8.5 Rättsfall .....	66
<b>Bilaga 1.....</b>	<b>67</b>

# 1. Inledning

---

## 1.1 Bakgrund

Politiska och ekonomiska förändringar i kombination med en allt mer öppen globaliserad marknad har ökat efterfrågan på kapital. Aktiemarknader världen över är ett viktigt element i uppbyggandet och utvecklandet av det moderna samhället. En välfungerande aktiemarknad är inte bara en mötesplats för investerare och en kapitalkälla för företag som är i behov av kapital, utan också ett utmärkt instrument för att allokera kapitalet dit det behövs<sup>1</sup>. Andelen av den svenska befolkningen som sparar i aktier är stor jämfört med andra länder och så även intresset för vad som sker på värdepappersmarknaden<sup>2</sup>. Det höga intresset torde vara en viktig tillgång på en välfungerande marknad där tillväxtbolag söker externt kapital från marknaden med hjälp av nyemissioner.

Globaliseringens effekter tillsammans med den rådande konjunkturen i Sverige har medfört att Finansinspektionen granskade och godkände nästan fyra gånger fler emissionsprospekt och erbjudandehandlingar under år 2006 än under år 2002<sup>3</sup>. Vid nyemissioner reglerar prospektlagstiftningen att aktieägare och investerare får tillgång till den information som anses skälig med hänsyn till den risk ett deltagande medför. Befintliga aktieägare och investerare måste idag vara insatta inte bara i det aktuella företags verksamhet, utan även i termer och begrepp som ett prospekt idag måste innehålla. Under senare tid har strålkastaren hamnat på garanters ställning och ersättning vid nyemissioner.

Under hösten 2007 genomför Labs2 en nyemission vilken bland annat garanteras av entreprenören och storägaren Christer Fåhraeus. Labs2 nyemission uppgår till 52,8 miljoner kronor och om den fulltecknas utgår 8 % av emissionsbeloppet, det vill säga 4,1 mkr, till

---

<sup>1</sup> Arnold, G.(2005) *Corporate Financial Management*, third edition, Pearson Education Limited

<sup>2</sup> <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Smabolagsaktier-narmast-osaljbara-nar-borsen-dyker/>

<sup>3</sup> Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2006

garanterna.<sup>4</sup> Garanterna är i sin tur förpliktigade att teckna en på förhand avtalad andel av de överblivna aktierna. Situationen som beskrivs är vanligt förekommande hos nyemitterande företag och skall fungera som en trygghet för aktieägare, företaget och andra intressenter genom att garantera emissionens fullteckning mot en förbestämd ersättning. Enligt Finansinspektionen är förfarandet fullt tillåtet vilket innebär att en privatperson med tillräckligt hög kreditvärdighet har möjlighet att teckna sig som garant, så länge det inte bedrivs som yrkesmässig verksamhet. Intressant är också att samma personer dyker upp upprepade gånger i samband med olika nyemissioner och tjänar stora summor på att agera garant men utan att säga sig göra detta yrkesmässigt.

## ***1.2 Problemdiskussion***

Företag lägger idag ner stora summor pengar på att garantera sina emissioner, vilket de också förväntar sig att få valuta för. Problem uppstår emellertid när garanten inte har ekonomiska medel att fullfölja sina åtaganden. För företaget Fly Me innebar ägaren Christer Ager-Hansens ouppfyllda garanti att företaget gick i konkurs och blev det första företag som uteslöts från listan First North. Aktieägare och intressenter kan alltså vilseledas att tro att nyemissionen är riskfri på grund av förekomsten av en garant medan garantens kreditvärdighet och intressen i själva verket kan ifrågasättas. Affärsvärlden kommenterar företeelsen med följande citat:

*”En brokig skara affärsmän tjänar storkovan på att garantera nyemissioner. Men de största riskerna överlåter de till småspararna.”*<sup>5</sup>

Om Affärsvärldens påstående stämmer, är detta ett problem som förtjänar att studeras närmare. Visar det sig att verkligheten skiljer sig från den uppmålade bilden, vill vi belysa det.

---

<sup>4</sup> <http://www.affarsvarlden.se/art/192193>

<sup>5</sup> <http://www.affarsvarlden.se/art/93300>

### ***1.3 Problemställning***

1. Vilken funktion fyller emissionsgaranter och i vilket sammanhang används dem?
2. Vad säkerställer att garantier uppfyller sina åtaganden? Hur påverkas emissionskostnader av att man använder garantier? Vad finns det för alternativa tillvägagångssätt för att tillgodose att emissionen blir fulltecknad?
3. Är användandet av garantier försvarbart ur ett kostnadsperspektiv? Tillgodoses investerarens behov av fullständig information i samband med nyemissioner?

### ***1.4 Syfte***

Vårt primära syfte är att närmare beskriva emissionsgaranters funktion på aktiemarknaden med hänsyn till den bristfälliga information avseende företeelsen som idag är tillgänglig. För att kunna skapa en rättvisande bild av förfarandet avser vi förklara när och hur emissionsgaranter används. Denna kartläggning kommer vidare att mynna ut i en utvärdering av de olika tillvägagångssätt som finns att tillgå för att säkerställa emissioners fulltecknande. Alternativens kostnader torde stå i relation till det slutgiltiga resultatet vilket inte bara berör det emitterande företaget utan också aktieägare och investerare. Studien kommer även att beröra för ämnet relevanta juridiska aspekter. Vi hoppas därmed kunna klargöra aktieägarnas rättigheter i form av information i prospekt samt formen av emissionsgaranters medverkande.

### ***1.5 Avgränsningar***

Vi har valt att avgränsa oss till den svenska marknaden inom tidsperioden år 2001 till år 2007. Vi har vidare begränsat oss i antalet studieobjekt då specifik information gällande emissionsgarantier har varit svår att tillgå. Studieobjekten är avgränsade till ej riktade nyemissioner där det emitterande bolaget redan är noterad på någon av de svenska listorna. Anledningen till att vi ej valt att studera garanterade emissioner vid börsintroduktioner har varit att vi inte kunnat få tag på den aktuella börskursen vid emissionsförfarandet.

## ***1.6 Kunskapsbidrag***

Eftersom begränsad information och forskning finns inom området tror vi att studien, på ett informativt och relevant sätt, fyller existerande kunskapsluckor .

## ***1.7 Målgrupp***

Vår uppsats vänder sig till ekonomistudenter på kandidatnivå men vi hoppas även kunna få fram information om företeelsen som kan vara av vikt för andra läsare.

## ***1.8 Disposition***

### **Metod**

I metoddelen som följer i det andra kapitlet kommer vi att presentera vårt övergripande angreppssätt, undersöknings genomförande samt dess tillförlitlighet i form av validitet och reliabilitet.

### **Praktik**

Den praktiska referensramen, som beskriver hur den verkliga spelplanen för ämne ser ut, beskrivs och utvecklas i kapitel tre.

### **Teori**

Vidare presenteras teorin i kapitel fyra där vi går igenom vilka begrepp, modeller, tidigare studier, antaganden och artiklar som ligger till grund för rapporten.

### **Empiri**

Teorikapitlet följs av en empiridel i kapitel fem där intervjuobjekten presenteras och materialet från intervjuerna sammanställs. Vidare presenterar vi här även den kvantitativa undersökningen i form av både diagram och förklaringar.

### **Analys**

Uppsatsen mynnar vidare ut i en analys där de resultat vi kommit fram till med hjälp av teori och empiri sätts in i ett sammanhang.

### **Slutdiskussion**

I det sista kapitlet sammanställer vi studien i en slutdiskussion som avser att besvara vår inledande frågeställning.

## 2. Metod

---

### 2.1 Övergripande angreppssätt

#### 2.1.1 Vetenskapligt synsätt

Vi har utgått från ett hermeneutiskt perspektiv vid genomförandet av studien. Eftersom vår avsikt var att djupgående undersöka företeelsen emissionsgaranter samt förstå fenomenet i relation till dess omgivning, anser vi valet av synsätt motiverat<sup>6</sup>. Perspektivet antar att verkligheten är subjektiv och följaktligen uppfattas av människor på olika sätt, vilket därmed också gäller undersökningsämnet<sup>7</sup>. Vi har för avsikt att dels utreda hur användandet av emissionsgaranter påverkar de inblandade parterna och dels få förståelse och insikt i var parts uppfattning om företeelsen. Det hermeneutiska synsättet anser vi gå hand i hand med syftet att genomföra en deskriptiv och till viss del även normativ studie.

#### 2.1.2 Insamlingsmetoder

Utifrån ovanstående resonemang tillämpades huvudsakligen kvalitativa metoder i insamlandet av empiriskt material. För att uppnå förståelse för en individuellt uppfattad situation och dess sociala sammanhang förutsätts en närhet till informationskällan vilket kan generera en helhetsuppfattning över problematiken<sup>8</sup>. De kvalitativa metoder som valts omfattas av djupintervjuer med utvalda aktörer vilka har en koppling till emissionsgaranter.

---

<sup>6</sup>Jacobsen, D.I. (2002). *Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur: Lund

<sup>7</sup> Jacobsen a.a

<sup>8</sup> Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmodeller*, Liber: Malmö



Vi har dock valt att även tillämpa vissa kvantitativa metoder i syfte att skapa en övergripande bild av hur olika parametrar varierar beroende på om emissionen varit garanterad eller ej. I denna studie undersöks hur emissionskostnader förhåller sig till det totala emissionsbeloppet samt teckningskursens förhållande till aktiekursen under teckningsperioden. Det empiriska materialet utgörs av årsredovisningar och prospekt. Vidare har vi använt oss av Norstedts rättsdatabas Zeteo som vi har tillgång till via Juridicum i Lund.

### **2.1.3 Metodologisk ansats**

Vi har främst utgått från det empiriska materialet i framtagandet av den teori som behandlar problematiken, varför den metodologiska ansatsen kan sägas vara induktiv<sup>9</sup>. Anledningen är att vi på grund av den tidigare, för området begränsade forskningen, inte hade de förkunskaper som erfordrades för att skapa en hypotes, vilket annars skulle krävas vid en deduktiv studie. Våra begränsade förkunskaper kan å andra sidan betraktas som en tillgång vid genomförandet av studien, då den kan tänkas främja objektiviteten eftersom vi, bortsett från den bild vi fått via massmedia, inte har några förutfattade meningar som kan sägas inskränka på resultaten<sup>10</sup>.

## ***2.2 Undersökningens genomförande***

### ***2.2.1 Ämnesval***

Inom vår grupp har var och en sedan tidigare specialiserat sig inom olika ämnesområden (finansiering, strategi och juridik). Genom att välja ett ämnesområde som innefattade alla tre perspektiven såg vi möjligheten att utnyttja var och ens specialkompetens. Med utgångspunkt i rådande diskussion i media samt genom uppslag från vår handledare fick vi upp ögonen för garanters roll vid nyemissioner, samt hur dessa påverkar berörda intressenter och kostnaderna för kapitalanskaffning.

---

<sup>9</sup> Jacobsen a.a

<sup>10</sup> Bryman et al. a.a

För att få en överskådlig bild av problematiken, studerades till en början sekundärdata i form av artiklar som hittades i ekonomiska tidskrifter. Flitigt omskrivna var mjukvaruföretaget Labs2 som i november 2007 genomförde en nyemission vilken garanterades av 18 olika garant<sup>11</sup>. Emissionen var garanterad till 100 % och garanternas ersättning uppgick till 8 % av emissionsbeloppet. Ett annat uppslag till ämnesvalet var Fly Me's nyemissioner där den sist utförda säkerställdes av bland annat en garant som slutligen inte kunde fullfölja förpliktelsen<sup>12</sup>. Vi förvånades över hur stor del av det emitterade beloppet som utgjordes av ersättningen till garant<sup>er</sup>, samt intresserades för hur utbrett problemet var att garant<sup>er</sup> inte håller sina avtal.

## 2.2.2 Urval och bortfall av undersökningsenheter

Beträffande den kvalitativa undersökningen har vi intervjuat personer som på olika sätt har kommit i kontakt med användandet av garant<sup>er</sup>. Då vår avsikt var att få insikt i hur problematiken berör olika inblandade parter, gjorde vi ett selektivt urval av intervjuobjekten. För att få insikt i de juridiska aspekterna rörande användandet av garant<sup>er</sup>, intervjuade vi representanter från Finansinspektionen. Vidare fick en fondkommissionär illustrera hur handläggandet av nyemissioner går till, samt vilka överväganden som görs i samband med anlita<sup>nd</sup>et av garant<sup>er</sup>. För att få en bild av investerarnas uppfattning om företeelsen, intervjuades även en representant från Aktiespararna. Slutligen har anställda på företagen Fly Me Europe och IDL Biotech AB intervjuats om olika beaktanden i samband med deras nyemissioner. Vi har även försökt få en intervju med Jonas Birgersson på mjukvaruföretaget Labs2 som i november 2007 genomförde en nyemission där 8 % av emissionsbeloppet gick till garant<sup>ernas</sup> ersättningar. Tyvärr kunde Labs2 inte delta i vår undersökning på grund av tidsbrist.

För den kvantitativa undersökningen skedde urvalet av företag slumpmässigt, men emissionsbeloppet begränsades till max 300 Mkr. Vårt mål var att hitta tio företag per år som

---

<sup>11</sup> <http://www.affarsvarlden.se/art/192193>

<sup>12</sup> <http://ekonominyheter.se/va/magasin/2007/11/fly-me-kraschen/index.xml>

under perioden 2005-2007 genomfört garanterade och ej garanterade nyemissioner. Ett tecken på hur svårt det var att hitta företag som stämde överens med våra krav är att då vi genomförde sökningen för år 2007, kunde vi trots omfattande arbete, endast presentera tre nyemissioner som inte var garanterade. Då vi hade stora svårigheter att hitta eftersökt information för de företag som genomfört nyemissioner under 2005, blev vi slutligen tvungna att begränsa undersökningen till åren 2006-2007.

### 2.2.3 Kvalitativ undersökning

I genomförandet av den kvalitativa undersökningen tillämpades intervjuer av semi-strukturerad karaktär. En semi-strukturerad intervju möjliggör flexibilitet i samtalet där redan förberedda frågor står mall för konversationen men lämnar utrymme åt följdfrågor och diskussioner som kan vara relevanta för ämnet<sup>13</sup>. De flesta intervjuobjekten var mycket insatta i det område de blev tillfrågade inom, varför ett stort utrymme för deras egna utlägg och samtalsinriktningar gavs. Då vår insikt och kunskap om ämnet vid undersökningens början var begränsad, ville vi ej begränsa intervjuens fokus, och tillät därför intervjuobjekten belysa, för dem intressanta aspekter. Genom denna metod hoppades vi kunna återspegla intervjuobjektens bild av problematikens olika dimensioner. Vidare tillämpades Kvaless lista över krav på intervjuaren för att få så uttömmande, strukturerade och genomtänkta svar som möjligt. Enligt listan ska intervjuaren vara *insatt, strukturerad, tydlig, hänsynstagande, sensitiv, öppen, styrande, kritisk, tolkande* samt *komma ihåg/relatera* till vad som tidigare sagts i intervjun<sup>14</sup>.

Den tid som varje intervju planerades ta, innefattade en viss tidsmarginal, vilken var avsedd för oförutsedda tekniska problem, vanliga förseningar samt utrymme för längre utläggningar. På grund av geografiska omständigheter telefonintervjuades alla objekt utom Gunnar Ek från Aktiespararna, som vi träffade personligen i Lund.

---

<sup>13</sup> Bryman et al. a.a

<sup>14</sup> Bryman et al. a.a

## 2.2.4 Kvantitativ undersökning

Vår avsikt var att med hjälp av en kvantitativ undersökning få en uppfattning om storleken på företags emissionskostnader samt hur dessa varierar beroende på om företagen tillämpar garantier eller ej. Vi undersökte även hur teckningskursen sätts i förhållande till rådande aktiekurs vid tidpunkten för pressreleasen gällande nyemissionen, avseende garanterade och ej garanterade nyemissioner. Syftet med detta var att se om teckningskursen sattes högre eller lägre beroende på om nyemissionen var garanterad eller ej.

För att undersöka emissionskostnaderna sökte vi information i företagens kvartals- och årsrapporter. En kvot räknades sedan ut genom att ställa emissionskostnaderna i förhållande till det totala emissionsbeloppet. Emissionernas teckningskurs fann vi i prospekten vilka återfanns på respektive företags hemsida. Datum för pressreleaser hittade vi på [www.newsdesk.com](http://www.newsdesk.com) varefter vi via respektive börs och marknadsplats hittade varje akties stängningskurs under det aktuella datumet.

## 2.3 Undersökningens tillförlitlighet

### 2.3.1 Validitet

Validitet är mått som beskriver huruvida en studies undersökningar och mätresultat överensstämmer med dess syfte. Validiteten delas normalt upp i inre och yttre validitet<sup>15</sup>.

Den inre validiteten behandlar uppsatsens koppling mellan teori och empiri. För att uppnå högre inre validitet hade vi behövt genomföra en undersökning avseende den genomsnittliga aktieägarens uppfattning om information vid nyemissioner. Brist på tid och resurser omöjliggjorde dock en sådan undersökning. För övrigt anser vi att uppsatsen håller hög inre validitet eftersom våra intervjuobjekt är relevanta för vår frågeställning. Vi hade gärna

---

<sup>15</sup> Jacobsen a.a

intervjuat fler företag med positiva erfarenheter från användandet av garantier, då det hade gett studien ett djup.

Studiens validitet kan med tanke på utförda intervjuer anses som försvagad, då det inte alltid går att garantera en konsekvens i respondenternas svar och intervjuarens tolkningar. Att intervjuerna antingen har utförts via telefon eller vid direkta möten anser vi dock har möjliggjort ett bibehållande av den i övrigt höga validiteten då både vi och intervjuobjektet har kunnat förtydliga och ge ytterligare förklaringar när något har varit oklart.

Vad avser den yttre validiteten och följaktligen frågan om studiens resultat är generaliserbart hade ett större urval av intervjuobjekt gett studien större relevans. Vi anser dock att vi givits goda förutsättningar att skapa en helhetsbild av företagssektorn genom att tillfråga de mest aktuella aktörerna.

### **2.3.2 Reliabilitet**

Då bedömningar kring undersökningens reliabilitet skall göras, måste hänsyn tas till studiens utformande. Eftersom semistrukturerade intervjuer utgör det huvudsakliga empiriska materialet uppfylls inte de krav gällande standardisering, då respondenterna lämnats stort utrymme att styra intervjuernas form. Då varje respondent dessutom har en subjektiv uppfattning om företagssektorn, finns inga garantier för att identisk data kan tas fram vid upprepning av studien. Då kvalitativa studier eftersöker det unika och subjektiva, är detta ett vanligt förekommande problem vid denna typ av studier<sup>16</sup>. Vår avsikt var emellertid att eftersöka varje intervjuobjekts personliga uppfattning om företagssektorn, varför den information vi har fått fram och analyserat bör betraktas som representativ<sup>17</sup>.

Reliabiliteten till respondenternas utsagor har säkerställts genom ljudupptagning som sedan har transkriberats. Läsaren bör dock ta i beaktning att intervjun med Per-Anders Tammerlöv från Mangold Fondkommission inte genomfördes under ljudupptagning. Istället fördes

---

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Ibid.

anteckningar av två personer, som sedan bearbetades direkt efter intervjun för att inte relevant information skulle gås om miste.

### **2.3.3 Källkritik**

Som tidigare nämnts har vi haft svårigheter att hitta för området relaterad tidigare forskning. De sekundärkällor vi har tagit del av utgörs huvudsakligen av olika artiklar från diverse ekonomiska och juridiska tidskrifter. Beträffande de tidigare ställer vi oss kritiska till deras trovärdighet, då vi betraktar dem som något subjektiva. Det skall emellertid erkännas att de varit oss till hjälp för att hitta olika uppslag till undersökningen. Vi har dock strävat efter att få primärutsagor från de personer som figurerat i artiklarna. Då vi som sagt inte har mycket sekundärkällor att tillgå, upplever vi inte oss ha haft problem med icke trovärdiga källor.

## 3. Praktisk referensram

---

### 3.1 Aktiemarknaden

I Sverige sker den största omsättningen av aktier på The Nordic Exchange som ägs av företaget OMX. Företaget driver sedan 2006 börserna i Sverige, Finland och Danmark och har skapat den Nordiska Listan som är en gemensam handelsplats för de tre börserna. Den Nordiska Listan är vidare uppdelad på tre mindre listor; Large Cap, Mid Cap och Small Cap där företagen är noterade efter storlek. År 2007 var ett rekordår för den Nordiska Börsen då fem omsättningsrekord och tre rekord avseende antal avslut för aktiehandeln sattes. 93 nya bolag registrerade och den genomsnittliga aktieomsättningen uppgick till 48,7 Mdr vilket ska jämföras med 38,8 Mdr år 2006<sup>18</sup>.

Den första november år 2007 trädde lagen om värdepappersmarknaden i kraft vilken är ett nytt regelverk som bygger på EU-direktivet MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) gällande finansmarknaden. Syftet med MiFID är att ge EU-länderna gemensamma regler för värdepappersföretag och reglerade marknader för att därmed öka konkurrensen samt förbättra övervakningen och stärka konsumentskyddet. Samma datum började även Finansinspektionens nya föreskrifter om värdepappersrörelse och verksamhet på marknadsplatser att gälla<sup>19</sup>. Den svenska finansmarknaden delas enligt MiFID upp i två typer av marknadsplatser vilka utgörs av en reglerad marknad och en oreglerad marknad, så kallad MTF (Multilateral Trading Facility). Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market (NGM) utgör de reglerade marknadsplatserna i Sverige medan Aktietorget, First North och NGM:s Nordic MTF är oreglerade marknadsplatser<sup>20</sup>.

MiFID innehåller bland annat förändringar gällande reglerna för tillstånd om att driva värdepappersrörelse. Företag som vill erbjuda investeringsrådgivning eller som vill driva en handelsplattform (MTF) måste ansöka om tillstånd i hemlandet. Tillståndet gäller vidare

---

<sup>18</sup> <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/nyheterochstatistik/statistikanalys/>

<sup>19</sup> Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

<sup>20</sup> <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Forbundsnytt/Bolagsbevakare-pa-utbildning/>

inom hela EU om företaget anmäler gränsöverskridande verksamhet till myndigheten i hemlandet. Reglerna innefattar även nya tillståndsavgifter där Finansinspektionens avgifter för tillstånd och anmälningar kommer att påverkas. De kommer även att medföra nya krav om transaktionsrapportering samt att FI får besluta om handelstopp<sup>21</sup>.

Regelverket för de mindre listorna som går under kategorin MTF är inte lika strängt som för reglerade marknadsplatser. Ledningen för en MTF klassificerad lista kan dock välja att använda sig utav strängare regler. Aktietorget som använder sig av OMX handelssystem, ställer exempelvis högre krav på de listade bolagen jämfört med First North och Nordic MTF<sup>22</sup>. Aktietorget motiverar sina relativt höga krav med att man anser att det ger ett bra investerarskydd. First North drivs av OMX och är till skillnad från Nordiska Börs Stockholm ingen börs utan en marknadsplats för listade bolag. First North använder sig av så kallade Certified Advisers vid rådgivning och övervakning till skillnad mot exempelvis NGM som har ett eget handelssystem och ansvarar därmed själva för listning och marknadsövervakning<sup>23</sup>.

De oreglerade marknadsplatserna är i än större mån utsatta för risk i samband med kursras då de noterade bolagens aktier ofta har en dålig likviditet<sup>24</sup>. De oreglerade MTF:erna är dock ett mycket viktigt komplement inom handeln av aktier och värdepapper då dessa ger utrymme för mindre bolag att söka tillväxtkapital från marknaden. Enligt Finansinspektionen stod företag noterade på Small Cap listan under år 2006 för 87 % av alla emissioner<sup>25</sup>.

---

<sup>21</sup> ibid.

<sup>22</sup> <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Forbundsnytt/Bolagsbevakare-pa-utbildning/>

<sup>23</sup> Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

<sup>24</sup> <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Smabolagsaktier-narmast-osaljbara-nar-borsen-dyker/>

<sup>25</sup> Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2007



## 4. Teoretisk referensram

---

I brist på konkreta modeller som är tillämpbara för problematiken kommer den teoretiska referensramen främst att utgöras av redogörelser av begrepp och fakta som på ett nödvändigt sätt berör ämnesområdet och underlättar läsarens förståelse och kunskap för problemområdet. Då aktiekapitalet är centralt för nyemissionen inleder vi med att beskriva vad aktiekapitalet är och vilka begränsningar som finns lagen.

En nyemission är inte det enda sättet att anskaffa kapital till en blödande eller expanderande verksamhet varför vi beskriver företagets skäl för att välja just nyemissionen som form för kapitalanskaffning och hur förhållandet mellan teckningsrätt och aktie ser ut.

När dessa centrala begrepp klargjorts beskriver vi hur användandet av garantier fungerar och vilka alternativa former som ett företag kan utnyttja för att säkra att nyemissionen blir fulltecknad. Den teoretiska referensramen avslutas med en beskrivning av vem som ansvarar för prospektets riktighet och på vilka grunder man kan föra talan om man anser att ett prospekt har varit missvisande.

### 4.1 Aktiekapitalet

Aktiekapitalet kan i allmänhet betraktas ur två olika perspektiv: borgenärernas och aktieägarnas<sup>26</sup>. För aktieägaren innebär det faktum att han äger en aktie en rätt till del i företagets vinster, en del av företagets totala kapital samt möjlighet att i viss mån delta i hur bolagets verksamhet ska utformas genom att t.ex. delta i bolagsstämmor. Grundläggande för borgenärspektivet är att en borgenär<sup>27</sup>, genom att ingå avtal med ett aktiebolag, vet att det finns ett aktiekapital som sista utväg om bolaget ej infriar sina åtaganden. Som bekant måste

---

<sup>26</sup> Sandström, T. (2004). *Svensk Aktiebolagsrätt*, 1:a upplagan, Norstedts juridik AB: Stockholm

<sup>27</sup> Med borgenär avses här ett företag eller en privatperson som har en fordran att utkräva.

ett svenskt aktiebolag ha ett aktiekapital om minst 100 000 kr<sup>28</sup> eller, avseende publika aktiebolag, minst 500 000 kr<sup>29</sup>.

## 4.2 Vad är en nyemission och när genomförs den?

### 4.2.1 Val av finansieringsform

Inom teorierna gällande ett företags kapitalstruktur finner man the Pecking Order Model. Teorin hävdar att företag prioriterar dess val av finansieringskälla enligt lagen om minsta ansträngning. Enligt teorin struktureras finansieringskällorna i en hierarkisk ordning där företag väljer finansieringskällor i ordningen självfinansiering, lån och sist nyemission, som där ses som "en sista utväg"<sup>30</sup>.

Motivet för en nyemission är inte givet utan man brukar skilja på räddningsemissioner och tillväxtemissioner beroende på vilken typ av kapitalbehov företaget står inför. Enligt Finansinspektionens kapitalbarometer var företags huvudsakliga motiv för att genomföra en nyemission att tillföra rörelsekapital under år 2006. Räddningsemissioner kan få negativa effekter på företagets kursutveckling då emissionen signalerar om en oviss framtid. Att söka externt kapital från marknaden är en vanlig finansieringsform bland mindre bolag vilka ofta är noterade på någon utav MTF:erna<sup>31</sup>. Bolag som dessa befinner sig ofta i en tillväxtfas och är i behov av kapital för exempelvis nyinvesteringar och lovande projekt. Nedan följer de huvudsakliga motiven för en nyemission år 2006 samt de emitterande bolagens fördelning<sup>32</sup>.

Tillföra rörelsekapital	49%
Förvärva bolag	4 %
Expansion/Investering	30%
Förändra kapitalstruktur/ägarspridning	17%
Annat	1%

---

<sup>28</sup> 1 kap 4 § ABL

<sup>29</sup> 1 kap 14 § ABL

<sup>30</sup> Andrén, N., Eriksson, T., Hansson, S. (2003) *Finansiering*, Liber: Malmö

<sup>31</sup> Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2006

<sup>32</sup> Ibid.

Att söka kapitaltillskott från marknaden genom en nyemission är ett kostsamt alternativ då det kräver stöd från institutioner som exempelvis investmentbanker eller fondkommissionärer. Institutioner som dessa har till uppgift att allokera marknadens kapital och fungerar därmed som en mellanhand mellan marknaden och de företag som är i behov av kapital. Kostnaderna som uppkommer vid en nyemission kan delas upp i direkta och indirekta kostnader. De direkta kostnaderna kan hänföras till de avgifter bolagen betalar till kommissionären. Avgiften sätts som en procentuell andel av det emitterade beloppet men kan variera beroende på emissionens storlek. De indirekta emissionskostnaderna är beroende av den risk företaget löper att inte få emissionen fulltecknad. I de fall det finns en risk att emissionen inte blir fulltecknad kan man välja att anlita garanter vilka mottar en ersättning från kommissionären. Övriga indirekta kostnader kan tänkas uppstå i samband med de signaleffekter emissionen framkallar på marknaden. En vanlig effekt kan vara minskad framtidstro vilket kan påverka bolagets aktiekurs.

#### **4.2.2 Beslut om nyemission**

Nyemissionen börjar vanligtvis i styrelserummet men lagen ger även möjlighet för aktieägare att t.ex. lägga fram förslag om nyemission på bolagsstämman<sup>33</sup>. Det är dock stämman som slutligen fattar beslut om nyemission medan styrelsen ansvarar för utformningen av förslaget till stämman. Förslaget måste innehålla en rad uppräknade uppgifter bl.a. teckningskurs, särskild företrädesrätt att teckna aktier, belopp som aktiekapitalet ska ökas med m.m.<sup>34</sup>.

Det kan verka omständligt att t.ex. 10 000 aktieägare måste sammanträda på extra bolagsstämma eftersom det bl.a. innebär att en kallelse måste utfärdas senast fyra veckor i förväg<sup>35</sup>. Aktiebolagslagen erbjuder därför det förutseende bolaget smidigare alternativ. För de företag där styrelsen åtnjuter aktieägarnas fulla förtroende finns istället möjlighet att bemyndiga styrelsen att besluta om nyemission vilket ofta sker under en extra bolagsstämma. Det bör betonas att den befogenhet som ges styrelsen kan vara mycket vid och kan även

---

<sup>33</sup> ABL 13 kap 3 § och 11 kap 2 §

<sup>34</sup> ABL 13:kap 3 §

<sup>35</sup> ABL 7 kap

innefatta att styrelsen får fatta beslut om att avvika från aktieägarnas företrädesrätt<sup>36</sup> varför en aktieägare bör vara uppmärksam på vad den emission han eller hon godtar verkligen innebär.

En sista utväg gällande beslutanderätt avseende nyemissioner är det interimistiska styrelsebeslut<sup>37</sup>. Det innebär i praktiken att styrelsen fattar beslut om nyemission av aktier under förutsättning att bolagsstämman godkänner beslutet i efterhand.

### **4.2.3 Nyteckning av aktier**

En teckningsrätt är ett värdebevis som ger en aktieägare rätten att teckna nya aktier vid en given tidpunkt och till ett givet pris. Antalet aktier som ägaren är berättigad att teckna står i förhållande till dennes befintliga aktieinnehav och bestäms genom emissionsvillkoren. Vid villkoren 1:3 ger ett innehav på tre aktier rätten att teckna en ny vid en nyemission. Med andra ord krävs tre teckningsrätter för att få teckna en ny aktie. Ett ojämnt emissionsvillkor innebär att det befintliga aktiekapitalet utökas med ett icke jämt delbart antal aktier. I exemplet ovan skulle ett aktiekapital om 100 000 aktier medföra en ökning med en tredjedel eller 33 333 aktier. Detta innebär att befintliga teckningsrätter inte blir jämnt delbara med det tillförda antalet aktier vilket får som följd att aktieägare antingen tvingas köpa eller sälja teckningsrätter.

---

<sup>36</sup> ABL 13 kap 35 §

<sup>37</sup> ABL 13 kap 31 §

För att räkna ut teckningsrättens värde behöver man först beräkna aktiekursen efter avskiljandet av teckningsrätterna<sup>38</sup>.

$$\frac{(\text{Antalet gamla aktier} * \text{kurs före emission}) + (\text{Antalet nya aktier} * \text{teckningskurs})}{\text{Totala nya antalet aktier}}$$

Totala nya antalet aktier

Värdet på teckningsrätten får man genom formeln:

$$\frac{(\text{Aktiens börskurs efter att teckningsrätten avskiljts}) - (\text{teckningskurs})}{\text{Antalet teckningsrätter som behövs för att köpa en ny aktie}}$$

Antalet teckningsrätter som behövs för att köpa en ny aktie

Till följd av att nyemitterade aktier säljs till ett pris som är lägre än marknadspriset sjunker aktiekursen efter en nyemission. Utnyttjar aktieägaren inte sina teckningsrätter, kommer dennes befintliga aktieinnehav att spädas ut, vilket innebär att det relativa aktieinnehavet minskar. Teckningsrätterna har dock ett realiserbart värde vilket kompenserar en värdeminskning vid nyemissioner.

Handeln med teckningsrätter sker i samband med nyemissionens teckningsperiod och de teckningsrätter som inte utnyttjats kan bjudas ut till ytterligare försäljning genom en så kallad subsidiär teckning. När bolagsstämman alternativt styrelsen fattar beslut om emission ges möjlighet att besluta om att sälja överskjutande teckningsrätter genom bolagets försorg. Denna försäljning måste ske genom ett värdepappersinstitut och betalningen för de överskjutande teckningsrätterna ska ovillkorligen fördelas jämnt mellan de aktieägare som annars skulle ha varit berättigade att teckna de nya aktierna<sup>39</sup>. Det ger en möjlighet att sälja teckningsrätter som annars inte skulle ha blivit sålda eftersom kostnaden för varje aktieägare att sälja sina få teckningsrätter kan överstiga det försäljningen inbringat<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> André et al. a.a

<sup>39</sup> ABL 11 kap 9 §

<sup>40</sup> Zeteo Lagkommentar till ABL 11 kap 9 §

#### 4.2.4 Teckningskurs

Företaget bestämmer tillsammans med en kommissionär den teckningskurs vilken de nyemitterade aktierna kommer att bjudas ut till. Teckningskursen får som lägst sättas till företagets registrerade kvotvärde<sup>41</sup>, men får under speciella omständigheter sättas under kvotvärdet av börsnoterade bolag. Kvotvärdet är kvoten mellan företagets totala aktiekapital och det totala antalet utställda aktier<sup>42</sup>. Teckningskursen måste bestämmas ett par veckor innan handeln med de nya aktierna inleds och bör ligga under företagets rådande börskurs då potentiella vinstmöjligheter ökar aktiernas efterfrågan. Företaget måste ta i beaktning att börskursen kan förväntas att sjunka under pågående emission vilket kan försvåra möjligheterna för emissionen att bli fulltecknad. Vidare verkar ekonomins lagar om ett större utbud, vilket pressar priserna och kursen nedåt. En nyemission kan tänkas sända ut signaler till marknaden om en osäker framtid vilket också påverkar aktiekursen. Sätts teckningskursen högre än kvotvärdet skall överskjutande belopp avsättas till en överkursfond<sup>43</sup>. Resultatet av teckning till över- eller underkurs blir således att aktiernas kvotvärde förblir oförändrat.

#### 4.3 Säkerställande av nyemissionens fullteckning

Som tidigare redogjorts för är det ibland bråttom att få in pengar, och nya likvida medel kan ofta vara avgörande för ett företags fortsatta överlevnad. Det är därför av stor vikt att tillgodose att nyemissionen blir fulltecknad. För detta finns olika hjälpmedel att tillgå för att öka efterfrågan på nyemitterade aktier.

##### 4.3.1 Garanter

Garanter som anlitas i samband med nyemissioner är en företeelse som blivit alltmer förekommande under och efter lågkonjunkturens 2001. De företag som anlitar garanter utgörs

---

<sup>41</sup> ABL 2 kap 5 § och 13 kap 4 §

<sup>42</sup> ABL 2 kap 5 §

<sup>43</sup> ÅrsredovL 3 kap 5a§

främst av mindre bolag, vilka inte sällan är noterade på oreglerade marknadsplatser, MTF:er, det vill säga Aktietorget, First North och Nordic MTF<sup>44</sup>.

Garanternas uppgift är att fungera som säkerhet för tecknandet av en del utav, eller det totala emissionsbeloppet. Det innebär att om emissionen inte fulltecknas, har garanten förpliktigt sig att köpa en viss andel av de aktier som återstår.

Beträffande avtalen ser villkoren olika ut för teckningsförbindelser och garantiförbindelser. En teckningsförbindelse avser att ett garantiavtal tecknas med en befintlig aktieägare, och innebär att denne förpliktigt sig att teckna sin andel av de nyemitterade aktierna, oftast utan ersättning. Denna typ av garantigivning anses vara mindre riskfylld, då garanten redan är aktieägare<sup>45</sup>. En garantiförbindelse innebär däremot att avtal tecknas med ett företag, en privatperson eller annan extern part som inte nödvändigtvis äger aktier i det emitterande bolaget. Här sker garantigivningen mot en på förhand bestämd ersättning. Även i de fall som nyemissionen fulltecknas, är garanten berättigad till en avtalad ersättning, som betalas kontant eller i form av aktier eller optioner. Ersättningarna varierar i storlek och kan uppgå till 12 % av det garanterade beloppet men det vanliga är dock att de ligger runt 5-6 %.

Historiskt har främst banker anlåtats som emissionsgaranter, men det har blivit allt vanligare att även andra företag och privatpersoner ställer upp som garantier. Enligt Finansinspektionens regler har både privatperson och företag med tillräckligt hög kreditvärdighet möjlighet att ställa upp som garant, så länge det inte sker som yrkesmässig verksamhet. Avser man att agera garant i yrkesmässig omfattning krävs det att det sker via ett företag och med särskilt tillstånd. Kreditbedömningen av garantierna görs av fondkommissionärer i samråd med företagen. I förekommande fall förpliktigt sig även vissa fondkommissionärer att säkerställa sina garantier. Det innebär att om garanten inte kan hålla avtalet, går fondkommissionären in i garantens ställe.

Det förekommer även att garantier använder sig av undergaranter för att sprida sina risker. Detta kommer sällan till företagens kännedom då det inte heller behöver redovisas i

---

<sup>44</sup> Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2006

<sup>45</sup> Finansinspektionen 2007:12

prospekten. Ibland tillkännages undergaranterna, men då först efter genomförd nyemission, via pressmeddelanden<sup>46</sup>.

### **4.3.2 Underwriters**

Vid en underwriting garanterar en bank eller ett annat institut att ett emitterande bolag får in en specifik summa pengar. Institutet garanterar att ett förbestämt antal emitterade aktier kommer att säljas till ett givet pris, och bär därmed risken för att de emitterade aktierna inte säljs. Avgifterna är ofta en väsentlig andel av det emitterade beloppet vilket hänförs till den risk institutet åtar sig. Avgiften kan utgöras av en "spread" mellan det pris institutet köper aktierna till och det pris de bjuds ut till. Om inte institutet vill bära risken för att emissionen inte fulltecknas kan de erbjuda en så kallad "best efforts" metod där emittenten bär hela risken för de emitterade aktiernas försäljning. Den lägre risk förfarandet medför innebär givetvis att avgiften är betydligt lägre<sup>47</sup>.

### **4.3.3 Subsidiär teckning**

Som tidigare nämnts kan överblivna teckningsrätter läggas ut för ytterligare försäljning. För att undvika att befintliga aktieägares andelar blir ofrivilligt utspädda, sker detta först efter att dessa fått möjlighet att teckna nya aktier utifrån idén om ägares företrädesrätt.

### **4.3.4 Prissättning**

Ett sätt att öka attraktiviteten för de investerare som kan tänka sig att teckna aktier utan företrädesrätt, är att i förhållande till aktiekursen prissätta de emitterade aktierna med en

---

<sup>46</sup> <http://www.affarsvarlden.se/art/93300>.

<sup>47</sup> Kim, K.A. & Nofsinger J.R. (2007) *Corporate Governance*, Second edition, Pearson Education Limited



säkerhetsmarginal<sup>48</sup>. Säkerhetsmarginalen ger investerare en rabatt på de nyemitterade aktierna vilka handlas till en teckningskurs under den rådande aktiekursen.

#### **4.3.5 Sockring**

En annan strategi som står till förfogande för att öka teckningen av nyemitterade aktier, är genom så kallad sockring. Det innebär att företaget erbjuder investerare förmåner vid nyteckning, exempelvis teckningsoptioner.

---

<sup>48</sup> Finansinspektionen 2007:12

## **4.4 Information och ansvar**

### **4.4.1 Möjligheter till skadestånd**

Ett idag vanligt förekommande problem är de bristande möjligheterna att hålla styrelse och VD ansvariga för de handlingar som man företagit eller de handlingar som man underlåtit att företa. De handlingar eller underlåtelser vi då har i åtanke är allt från det som gränsar till rent brottsligt i form av t.ex. stöld från företagets kassa till en slarvigt genomförd kreditkontroll av en garant vid en nyemission, vilket kan leda till en mycket dålig affär för företaget. Problemet refereras ofta till principal-agentproblemet<sup>49</sup> där aktieägarna i grunden anses vara principaler medan den verkställande direktören är agent. För att lösa detta har man tillsatt bolagsorganet styrelse som bl.a. ska kontrollera den verkställande direktören och se till att bolaget sköts bra. Problem uppstår dock när styrelsen inte sköter sin uppgift till fullo varför det blivit önskvärt att genom aktiebolagslagen straffsanktionera vissa handlingar och underlåtelser från styrelse, verkställande direktör och stiftare. Lagen skall fungera som skydd för aktieägare då exempelvis styrelsemedlemmar missköter sina uppdrag, såsom att utelämna relevant information i prospekt.

Vi tror att det framförallt är aktieägare som har anledning att eventuellt väcka talan mot bolaget eller dess företrädare när anlitaandet av garant inte kan anses ha skett på goda grunder. Därför behandlar vi aktieägarnas möjlighet att utkräva skadestånd från bolaget och dess organ och inte en aktieägars möjlighet att föra talan å bolagets vägnar mot styrelse eller verkställande direktör. I somliga fall har användandet av en garant, trots att garanten erhållit betalning för sitt risktagande, inte lett till att emissionen blivit fulltecknad då garanten gått från att ha varit fullt solid till att bli försatt i konkurs. Från en aktieägars synvinkel kan detta tyda på att någon eller några inte har fullgjort sina skyldigheter till fullo. För en aktieägare är det också viktigt att veta om han eller hon kan rikta sin talan mot bolaget, något av dess organ eller ett medverkande institut.

Då aktiebolaget, dess organ och företrädare anses skyldigt att verka för att göra fördelaktiga affärer kan ett beslut om att emittera till låg kurs även angripas på rent ekonomiska grunder.

---

<sup>49</sup> Arnold a.a

Enbart det faktum att kursen sätts under marknadsvärdet gör dock inte beslutet möjligt att klandra då man vid en nyemission i princip är tvingad att sätta en teckningskurs under marknadsvärdet för att göra nyemissionen attraktiv.

Avseende just garantier finns det idag bestämmelser i lagen om handel med finansiella instrument som säger att ett prospekt måste innehålla:

*”all information rörande emittenten och de överlåtbara värdepapperen som är nödvändig för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de överlåtbara värdepapperen.”<sup>50</sup>*

Nedan diskuteras vad en aktietecknare kan göra om informationen i prospektet inte är korrekt eller inte är fullständig vilket är relevant då vissa uppgifter om garanten eller valet att inte säkerställa garantin är obligatoriska.

#### **4.4.2 Bolagets ansvar**

I dagsläget finns det ingen möjlighet för en aktieägare att väcka talan mot ett bolag med anledning av vilseledande information som bolagets företrädare lämnat. Detta är något säreget eftersom man generellt sett resonerar att bolaget inte agerar självständigt då det är dess företrädare som handlar å dess vägnar. Bolaget är däremot skyldigt att uppfylla de avtal som företrädarna ingår för bolaget. Grunden för att bolaget inte ska vara ansvarigt för skada i nämnda fall gentemot aktieägare går långt tillbaka i historien<sup>51</sup> men grundar sig huvudsakligen i vikten av ett starkt borgenärsskydd. Om en avtalspart inte kan förlita sig på att bolagets aktiekapital är intakt utan istället kan reduceras genom att en aktieägare kräver tillbaka sin insats kan han tveka inför att ingå avtal med bolaget och därmed missgynnas den allmänna handeln. Det starka borgenärsperspektiv som här beskrivs har i USA dock fått träda tillbaka alltmer till förmån för ett mer investerarvänligt perspektiv. Där ges t.ex. möjlighet till sådan grupptalan som flera amerikanska advokatbyråer väckt mot Ericsson, i samband med

---

<sup>50</sup> Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument 2 kap 11 §

<sup>51</sup> Af Sandeberg (2007), *Från Kreuger till af Sandeberg – prospektansvaret i svensk rätt under 1900-talet*, JT jubileumshäfte

den vinstvarning som bolaget släppte den 16 oktober, då man anser att bolaget vilselett marknaden<sup>52</sup>.

Den syn som hittills varit rådande i Sverige har dock varit föremål för kritik och inte ansetts stämma överens med dagens syn på prospektansvaret. Denna åsikt har både Aktiebolagskommittén<sup>53</sup> och Prospektansvarsutredningen<sup>54</sup> givit uttryck för. Prospektansvarsutredningen konstaterade även att:

*”åtskillnaden mellan styrelsens ansvar och bolaget ansvar är svår att förklara, ... och de skadeståndsbelopp som kan komma ifråga är ibland så höga att de knappast täcks av de ansvarsförsäkringar som styrelseledamöterna kan teckna”.*<sup>55</sup>

Någon sådan ansvarsregel för bolaget är ännu inte införd varför en aktieägare som anser sig ha fått felaktig information måste vända sig mot annan part, varom mer nedan.

#### **4.4.3 Styrelsens ansvar**

För att förstå vidden av styrelsens ansvar bör man vara medveten om att det inte föreligger något avtalsförhållande mellan styrelseledamot alternativt verkställande direktör och en aktietecknare. En aktieägars talan måste därmed prövas på utomobligatorisk grund. Man måste då falla tillbaka på skadeståndslagens regler som i sin tur enbart ger möjlighet till ersättning för förmögenhetsskada (d.v.s. ekonomisk skada) om skadan kan härledas som följd av ett brott. De brott som är aktuella avseende prospektutgivning är framförallt svindleri, osann försäkran och osant intygande samt möjligtvis bokföringsbrott<sup>56</sup>. Går det att bevisa uppsåt är det givetvis inga problem (t.ex. ett dokument med texten ”jag avser att skriva det här prospektet så att det kan missförstås och aktieägare X därmed får sänkt värde på sitt aktieinnehav”) men den möjligheten ges nog tyvärr sällan.

Sedan år 2006 har det blivit möjligt att på aktiebolagsrättslig väg föra talan när ett prospekt inte upprättats i enlighet med vissa bestämmelser i lagen om handel med finansiella

---

<sup>52</sup> <http://www.avanza.se/aza/press/news.jsp?n=744568>

<sup>53</sup> SOU 2001:1

<sup>54</sup> SOU 2005:18

<sup>55</sup> Ibid.

<sup>56</sup> af Sandeberg a.a

<sup>56</sup> Ibid.

instrument. Ansvarsregeln finns i 29 kap 1 § aktiebolagslagen och kräver inte uppsåt utan enbart oaktsamhet för att ansvar skall uppkomma för styrelse eller verkställande direktör. Tidigare saknades hänvisning till lagen om handel med finansiella instrument och eftersom det var och är i den lagen bestämmelserna om prospekt finns, kunde följaktligen heller inte något ansvar från nämnda organ utkrävas.

Fallen ovan rör olika former av direkt skada. En aktieägare kan dock ha rätt till ersättning för indirekt skada vilket avser skada som huvudsakligen drabbar bolaget men också aktieägare genom exempelvis sänkt värde på aktieinnehavet. Mest intressant här är antagligen om generalklausulen i 8 kap 41 § åsidosätts så att en eller flera aktieägare får en otillbörlig fördel i agerandet som garant. Det är dock inte helt säkert att det går att erhålla skadestånd p.g.a. indirekt skada och det är tyvärr inget som aktieägare bör sätta hopp till, även om en sådan talan skulle kunna ha framgång. Istället kan man försöka vinna gehör inför bolagsstämman för att där föra minoritetstalan alternativt vägra styrelsen och/eller verkställande direktör ansvarsfrihet. I juridisk doktrin har vissa författare ansett att det kan finnas visst utrymme för att föra en skadeståndstalan om likhetsprincipen eller generalklausulen har åsidosatts<sup>57</sup>.

#### 4.4.4 Övriga aktörers ansvar

Som nämnts är en nyemission en stor och tidsomfattande process där fler parter än det emitterande bolaget och aktietecknare är inblandade. En av de viktigaste parterna är emissionsinstitutet och i jämförelse med t.ex. USA, England, Tyskland och Nederländerna märker Sverige ut sig genom att inte ha infört någon uttrycklig reglering avseende emissionsinstitutets ansvar. Agerar institutet enbart mellanhand och något rent avtalsförhållande inte föreligger gäller antagligen allmänna skadeståndsregler. Om institutet å andra sidan agerar underwriter blir istället köplagens regler gällande. De få rättsfall som prövats är relativt färska<sup>58</sup> men rör konvertibler och optioner och något ansvar har inte ålagts medverkande institut.

---

<sup>57</sup> Dotevall R., (1999) *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik: Stockholm och Nial, H. & Johansson, S.(2000). *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 7 uppl., Norstedts Juridik: Göteborg.

<sup>58</sup> NJA 1996 s. 3, hovrätten för Västra Sverige T 866/95 samt Hovrätten för Skåne och Bleking T 532-99

# 5. Empiri

---

*I detta avsnitt presenteras det empiriska underlaget vilket inhämtats från intervjuer samt en kvantitativ undersökning där sambandet mellan emissionskostnader och garanters ersättning söktes. Varje presentation beskriver inledningsvis objektens bakgrund och koppling till problematiken och vidare redovisas den data som vi ansett vara relevant för studien under rubriker som är kopplade till problemställningen.*

## **5.1 Presentation av intervjuobjekt**

### **5.1.1 Finansinspektionen**

Finansinspektionen (FI) är en myndighet som övervakar företagen på den finansiella marknaden. De har på uppdrag från riksdag och regering som uppgift att tillse att det finansiella systemet fungerar effektivt, samt uppfyller kravet på stabilitet. FI skall även verka för ett gott konsumentskydd genom att sörja för god insyn och för regler avseende korrekt information om företags produkter och tjänster.<sup>59</sup>

FI publicerade under våren 2007 rapporterna 2007:11 och 2007:12. Den första har titeln ”Granskning av prospekt – en vägledning” och är en deskriptiv rapport medan den andra heter ”Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerare?” och tar upp ett antal problemområden vilka Finansinspektionen ansåg vara värda extra uppmärksamhet när undersökningen som rapporten behandlar genomfördes.

Patrik Hellgren och Jonas Sindahl arbetar på enheten Värdepapper och Distribution och arbetar med tillsyn över värdepappersbolag och intervjuades beträffande de legala aspekterna samt Finansinspektionens syn på emissionsgaranter.

---

<sup>59</sup> [www.fi.se](http://www.fi.se)

### **5.1.2 Mangold Fondkommission AB**

Mangold Fondkommission är ett Stockholmsbaserat och oberoende emissionsinstitut som erbjuder tjänster för små och medelstora börsnoterade företag. Med sina 113 uppdrag under 2006 betraktas Mangold som en av de ledande fondkommissionärerna i landet. Deras uppgift är att utföra administrativa emissionstjänster, vilket även innefattar rådgivning samt upprättning av prospekt. Mangold bevakas av Finansinspektionen och är medlem i OMX och NGM<sup>60</sup>.

Vi har intervjuat företagets VD, Per-Anders Tammerlöv, för att få en bild av en fondkommissionärs syn på garantier och dess tillförlitlighet samt tillgodoseendet av investerares krav på information.

### **5.1.3 Aktiespararna**

Aktiespararna är en oberoende organisation som bildades 1966. Dess främsta uppgift är att främja aktiespararens intressen genom att bevaka företag på den finansiella marknaden samt offentliggöra information om dessa. Aktiespararna erbjuder dessutom utbildningar och rådgivningar och förespråkar placeringar i öppna och ärliga bolag<sup>61</sup>.

Vi träffade och intervjuade Gunnar Ek från Aktiespararna som är ordförande för bolagsövervakningen. Han har en lång karriär inom Aktiespararna och har tidigare varit bankdirektör. Följaktligen har han kommit i kontakt med användandet av emissionsgaranter både i egenskap av aktieägare och bankanställd. Vår avsikt med intervjun var dock att han som representant för aktieägarna kunde bidra med åsikter om företeelsen.

### **5.1.4 Fly Me**

Fly Me Sweden bildades den 1 mars 2004 och var ett dotterbolag till Fly Me Europe. Projektet byggde på lågkostnadsflyg och var helt finansierat med eget kapital. Moderbolaget

---

<sup>60</sup> [www.mangold.se](http://www.mangold.se)

<sup>61</sup> [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se)

har drygt 15 000 aktieägare och var fram till den 11 november 2007 noterat på MTF-listan First North<sup>62</sup>. Företaget blev det första i svensk historia som avnoterats från en lista mot sin vilja. Till följd av en snabb expansion och stora investeringar genomförde Fly Me Sweden ett flertal nyemissioner under sin verksamhetstid där garantier anlätades för att säkerställa emissionernas fullteckning<sup>63</sup>. Vid företagets sista nyemission i februari 2007 hade dock fondkommissionärerna svårt att hitta garantier som var villiga att ställa upp, varvid storägaren Christen Ager-Hanssen på Cognition AS slutligen erbjöd sig att garantera 33,7 MSEK. Då emissionens utfall senare krävde att garantin utnyttjades, hade Ager-Hanssen inte längre möjlighet att betala. Företaget fick följaktligen inte in pengarna för nyemissionen och tvingades i konkurs den 2 mars 2007<sup>64</sup>.

Vi intervjuade Björn Olegård som är styrelseordförande i Fly Me Europe och var tidigare styrelseledamot i Fly Me Sweden för få kommentarer kring den uteblivna emissionsgarantin och förfarandet i allmänhet.

### **5.1.5 IDL Biotech AB**

IDL Biotech är ett företag som tillverkar och utvecklar diagnostiska tester för hälsovårdssektorn. Företaget är noterat på MTF-listan Aktietorget och har runt 2200 aktieägare, däribland storägaren Leif Pihlqvist som äger ca 40 % av aktierna<sup>65</sup>.

IDL Biotech genomförde en ogaranterad nyemission i mars 2007 där endast 80 % av de nyemitterade aktierna tecknades<sup>66</sup>. Vi ställde frågor till företagets ekonomichef Andreas Petterson för att få hans kommentarer till emissionen, samt företagets val att inte anlita garantier.

---

<sup>62</sup> [www.flymeeurope.com](http://www.flymeeurope.com)

<sup>63</sup> ibid.

<sup>64</sup> <http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2007/11/fly-me-kraschen/index.xml>.

<sup>65</sup> [www.idl.se](http://www.idl.se)

<sup>66</sup> Ibid.



### **5.1.6 Labs2**

Vi har försökt att få en intervju med VD Jonas Birgersson på mjukvaruföretaget Labs2, men p.g.a. tidsbrist hos Labs2 kunde någon intervju aldrig genomföras. Företaget är intressant då de genomförde en garanterad nyemission i november 2007. De totala emissionskostnaderna uppgick till 15 % av emissionsbeloppet och ersättningen till garanterna uppgick totalt till 4,1 miljoner kronor. Garantier till trots blev emissionen bara tecknad till 23,6 %, vilket medförde att den resterande andelen tecknades av garantier enligt avtal.

## **5.2 Presentation av intervjuutfall**

### **5.2.1 Företags kapitalbehov**

Att företagets behov av kapital tillgodoses är direktavgörande för dess överlevnad och utveckling. Teorin om The Pecking Order som diskuterades tidigare talar för att företag som inte kan lyfta fler lån mer eller mindre tvingas söka externt kapital från marknaden genom någon form av emission. Höga krav om banksäkerheter leder till att mindre utvecklingsbolag hänvisas till extern finansiering genom nyemissioner.

Företag noterade på Small Cap listan stod under år 2006 för 87 % av alla emissioner och enligt Finansinspektionens har de mindre bolagen oftare genomfört emissionen för att tillföra rörelsekapital jämfört med de medelstora och stora bolagen<sup>67</sup>. Vidare gick 37 % av de emitterande bolagen med vinst räkenskapsåret före upprättandet av prospektet vilket delvis motsäger hypotesen om nyemission som ”sista utväg”.

Gunnar Ek från Aktiespararna tror att ca 10 % av de noterade bolagens ökade kapitalbehov årligen finansieras av nyemissioner. Gällande de svårigheter mindre bolag löper att få sina aktier omsatta vid en nyemission, belyser han vikten av att välja en lämplig teckningskurs för att därigenom få ett bra pris på teckningsrätterna. I samband med kursnedgångarna 2001 till 2002 uppkom problem vid företags emissionsförfarande och det var snarare regel att kursen

---

<sup>67</sup> Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2006

sjönk ned till teckningskursen i samband med att ett företag annonserade en nyemission. Först när det stod klart att pengarna hade kommit in drevs kursen upp igen. Gunnar Ek menar att många företag även hade dålig framförhållning och genomförde emissioner först i samband med att kapitalbehovet uppkom.

Vid IDL Biotechs nyemission under 2007 kom aktiekursen att sjunka till en nivå under teckningskursen vilket kan tänkas vara en utav orsakerna till att emissionen inte fulltecknades. Bolaget hade dock räknat med att ett tillskott på fem av de emitterade nio miljonerna kronorna skulle räcka för att finansiera verksamheten för ett år framöver. En annan orsak till emissionens utfall var att Banco fonder av legala skäl var förhindrade att delta i emissionen vilket företaget på förhand inte kände till. Då bolaget var noterat på Aktietorget, hade de gått från att vara ett börsbolag till att klassificeras som ett MTF-noterat bolag. Banco fonders interna regelverk och investeringsförbud hindrade dem från att investera mer än 10 % av sina tillgångar i annat än börsnoterade bolag.

Andreas Petterson som är ekonomichef på IDL Biotech förklarar att emissionen motiverades av en sinande kassa och behov av pengar till investeringar i utrustning och marknadsaktiviteter. Han förklarar att det tog tid innan emissionen kom till stånd vilket medförde att vid tidpunkten då emissionen genomfördes, var denna ett nödvändigt agerande för bolagets fortlevnad. En bemyndigad styrelse satte ett par månader innan emissionen teckningskursen till 1,85. Då den rådande aktiekursen var skakig, och eftersom aktien fluktuerat kring 2 kr ansåg man att rabatten var fullt tillräcklig. Ett ytterligare argument var att det inte heller fanns så många aktier ute för handel, vilket berodde på den rådande ägarbilden.

Gunnar Ek förklarar att det vid många mindre emissioner blir teckningsrätter över vilket bidrar till en försämrad handel. Förr tog styrelsemedlemmar hand om överblivna teckningsrätter vilket de fick motta mycket kritik för. Man började under 80-talet istället att ge bort överblivna teckningsrätter till välgörande ändamål eller arbetsorganisationer, något som Aktiespararna ställde sig emot eftersom det stred mot aktieägares äganderätt. Företag kom vidare att tillämpa en norsk modell där man använde sig av så kallade subsidiär teckning vilket innebär att överblivna teckningsrätter bjuds ut till försäljning för att jämna ut aktieposter vid nyemissioner. Från företagets sida är denna metod ett enkelt sätt att öka

utnyttjandet av teckningsrätter och därmed handeln av aktier. Genom subsidiär teckning kan inte bara befintliga aktieägare teckna fler aktier utan även de som tidigare inte ägde aktier, vilket gör att merparten av överblivna teckningsrätter utnyttjas. Gunnar Ek hävdar att företagen borde låta människor köpa på sig teckningsrätter courtagefritt så man uppnår jämna antal, vilket skulle skapa ett sug på marknaden och därmed en bättre handel. Detta skulle dra bort teckningsrätter från marknaden vilket också bidrar till kursen upprätthålls vid en nyemission.

### **5.2.2 Garanter**

Det har under senare år blivit allt vanligare att det emitterande bolag anlitar garanter för att säkra att emissionen blir fulltecknad. Garanter kan enligt Finansinspektionen användas på två sätt. Det första alternativet utgörs av en teckningsförbindelse där befintliga aktieägare förbinder sig att teckna sin andel vid emissionen vilket ofta sker utan ersättning. Det andra alternativet är anlitaandet av garanter som antingen utgörs av befintliga aktieägare eller utomstående investerare vilka förbinder sig att teckna överblivna aktier när emissionen inte blir fulltecknad. Detta sker ofta mot en ersättning motsvarande en procentuell andel av det emitterade beloppet<sup>68</sup>. I Finansinspektionens undersökning av granskade och godkända prospekt under 2006 framgår det att 43 % av emittenterna använde garanter, samt att nyemissionerna i genomsnitt tecknades till 95 %<sup>69</sup>.

Gunnar Ek förklarar att en bidragande orsak till behovet av garanter beror på handeln med teckningsrätter. Dessa anses ha ett skattemässigt anskaffningsvärde på noll kronor, vilket betyder att vid försäljning av teckningsrätter anses hela intäkten utgöra en reavinst. Är priserna på teckningsrätter höga är storägare inte intresserade av att sälja utan är istället mycket måna om att vara med vid en nyteckning, vilket leder till en försämrad handel med teckningsrätter. Även i bolag vars aktier handlas till väldigt låga kurser, försvåras handeln av teckningsrätter, då värdet på dessa är väldigt lågt. Är inte handeln med teckningsrätter effektiv ökar risken att emissionen inte fulltecknas. Han förklarar även att en snabbt fallande marknad också ökar risken för att emissionen inte blir fulltecknad vilket ökar behovet av garanter.

Gunnar Ek menar dock att företag kan anpassa behovet av garanter genom att välja en

---

<sup>68</sup> Finansinspektionen, 2007:11

<sup>69</sup> Siffran inkluderar även emissioner utan garantiåtaganden.

lämplig teckningskurs. Han förtydligar dock att det inte ska spela någon roll vilken kurs man väljer då alla aktieägare behandlas lika.

Olika typer av garanter kan vara styrelsemedlemmar, vänner eller större institutioner vilka ser vinstmöjligheter i att garantera en emission. Många institutioner har redan kunder som de anlitar, eller tar själva på sig garantuppdrag vid emissioner.

Per Tammerlov, VD på fondkommissionären Mangold förklarar att behov av garantier beror på omsättningen av emittentens aktier, hur brådskande kapitalbehovet är samt emittentens verksamhetsmässiga situation. Han menar att de alternativa tillvägagångssätten alltid ses över men att de inte är något substitut till emissionsgaranter. Garanternas ersättning är beroende av marknadsklimatet, börsläget samt andra externa faktorer och beräknas därefter. Han förklarar att det finns institutioner som testar prisnivåerna avseende garanternas ersättning och han tydliggör att garanternas avgift inte påverkar Mangolds ersättning då de tar ut en success fee<sup>70</sup>.

Gunnar Ek tycker inte att garanternas ersättning är rimlig i förhållande till den risk det tar men förklarar att ersättningens storlek bestäms med hänsyn till den risk de löper om emissionen inte går igenom eller vid ett plötsligt kursfall. Han menar att det är kommissionärens erfarenhet som styr beteendet och ersättningen. Många bolag är utelämnade till kommissionären då de inte har någon erfarenhet av att vare sig anlita garanter eller hur ett emissionsförfarande ser ut. Kommissionärens resurser och kvalité styr priset då exempelvis tillgången till stora kontaktnät av investerare underlättar ett emissionsförfarande.

### 5.2.3 Prospekt

När det gäller granskningen av prospekt utförs den idag av Finansinspektionen vilka har en lagstadgad handläggningstid om 10 eller 20 arbetsdagar<sup>71</sup>. Den kortare handläggningstiden gäller

*”om emittenten tidigare har erbjudit finansiella instrument till allmänheten eller har fått finansiella instrument upptagna till handel på en börs eller auktoriserad marknadsplats”<sup>72</sup>.*

---

<sup>70</sup> Avgift som beror på resultat

<sup>71</sup> Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2006 och via intervju

Granskningen innebär att de kontrollerar att alla prospektet uppfyller alla formella krav men de har ingen möjlighet eller skyldighet att exempelvis granska en garants verkliga kreditvärdighet. Dock har det kommit nya regler under 2007 som innebär att Finansinspektionen kräver att man ska ange om man använder sig av garant och om fallet inte är så, ska man göra en särskild formulering i riskavsnittet. Den exakta formen för säkerställandet – bankgaranti, avsättning på klientkonto e.d. – lämnas dock till värdepappersinstituten alternativt emittenten.

Finansinspektionens rapport<sup>73</sup> och Per-Anders Tammerlöv på Mangold Fondkommission bekräftar också bilden av att fondkommissionärer oftast kräver att klienten avsätter pengar motsvarande garantiåtagandet på ett särskilt konto men att ett sådant säkerställande knappast skulle vara nödvändigt om det exempelvis var Sjätte AP-fonden som agerade garant. Vidare betonar Finansinspektionen att det sakrättsliga skydd<sup>74</sup> som uppstår om garanten avsätter pengar på ett särskilt konto kan vara av stor betydelse. Björn Olegård från Fly Me tror att trenden går mot säkrare garantier genom antingen banksäkerhet eller förskottsbetalningar till advokatkonton som sedan spärras. Han tror att företagen kommer att inse att garantiersättningar inte är rätt kostnad att snåla på. I stället menar han att det är värt att betala mer för säkra garantier, inte minst för att dessa även skall betala för de avgifter som banksäkerheterna förutsätter.

Avseende de prospektregler som trädde i kraft under 2006 och det EG-rättsliga prospektdirektivet anser Finansinspektionen att företag och kommissionärer idag ägnar mer tid och jobb åt att ta fram prospekt och att de följaktligen är mer detaljerad idag än tidigare. Den bilden bekräftas också av Tammerlöv som anger att de i sitt arbete som fondkommissionär måste lägga ned mer tid och research i arbetet med prospekt vilket också avspeglar sig i högre kostnader för emittenten. I Finansinspektionens rapport 2007:12 kan man också läsa att prospektregelverket idag kräver att prospekten ska innehålla information om huruvida garantin och även på vilket sätt säkerställandet har skett. Vidare säger FI att även om det inte är något krav, anses det vara en fördel, om emittenten informerar om varför man har anlitat en garanti.

---

<sup>72</sup> Ibid.

<sup>73</sup> Finansinspektionen 2007:12

<sup>74</sup> Skydd mot tredje man, författarnas anm.

Som nämnts har Gunnar Ek noterat att en nyemission idag sker med kortare varsel än tidigare och detta har fått konsekvenser för prospektutgivningsdatumet och investerare och aktieägare har idag inte lika mycket "betänketid". Finansinspektionen har inga synpunkter på när aktieägare eller investerare får prospekt så länge lagens ramar följs. Däremot anser både Finansinspektionen och Mangold att ett prospekt idag innehåller väldigt mycket information vilket kan vara svårt att överblicka för den vanlige aktieägaren och Finansinspektionen betonar att ett prospekt tenderar att vara väldigt formellt då det riktar sig till olika typer av investerare. Ett problem som Finansinspektionen ser är att en potentiell investerare inte läser prospektet utan enbart tar till sig av marknadsföringsmaterial från det aktuella företaget.

Angående undergaranter kräver varken lag eller Finansinspektionen att de redovisas och Finansinspektionen anser inte att det utgör något problem för investerare eftersom garanten har fullt ansvar gentemot emittenten. Inte heller på Mangold Fondkommission anser man att det finns något behov av att redovisa undergaranter i prospekt eftersom det inte är något som påverkar investerare men fenomenet är för Mangold precis som för Björn Olegård relativt främmande. Företeelsen kan bäst liknas med att köpa eller sälja aktier på börsen enligt Mangold.

Som avslutning på de olika aktörernas syn på om ansvar för bristfälligt prospekt ska kunna utkrävas passar följande citat från Gunnar Ek mycket bra inlägg:

*"Ja för tusan, prospekt är jätteviktigt. Det är i prospekt du reglerar alla villkor kring bolaget och emissionen. Man måste kunna lita på det som står där. I prospektet ska allt väsentligt finnas med., det måste finnas med. För annars kan du blåsa folk på pengar."*

#### **5.2.4 Nyttan och fördelar med emissionsgaranter**

Björn Olegård anser att garantier är en förutsättning för att kunna genomföra en lyckad nyemission i mindre bolag eftersom det då är av särskilt stor vikt att för externa parter kunna visa på att emissionen kommer att bli fulltecknad. Stockholmsbörsen är som nämnts en av de börser i världen där kurserna fluktuerar mest och Olegård anger att kurssvängningarna på de mindre marknadsplatserna kan vara stora varför garantierna där fungerar som en trygghet för potentiella investerare. Enligt honom är det extra positivt om en befintlig aktieägare ställer

upp som garant eftersom det ger goda signaler om att även de står bakom emissionen<sup>75</sup>. En fördel när det är en aktieägare som garanterar är enligt Olegård att anspråken på ersättningen oftast är mindre än vid användandet av en extern garant. I vår intervju med Finansinspektionen framkommer att de också är av den uppfattningen att aktieägare som ingår avtal om teckningsförbindelse generellt sett inte tar betalt.

Finansinspektionen anser att garantier spelar en viktig roll på kapitalmarknaden vilket både Olegård och Mangold Fondkommission kan skriva under på. Olegård tror också att garantier kommer bli vanligare men att det kommer att bli vanligare att man säkerställer dem genom t.ex. en bankgaranti. Finansinspektionen beskriver garantier som ett instrument för att minska risken för både det emitterande bolaget och för potentiella investerare. Finansinspektionen säger vidare att eftersom instrumentet finns och används fyller det bevisligen en funktion. Hos Mangold fondkommission betonar man att den bild som framkommer i media inte alltid är rättvisande och att en många företag inte hade funnits om det inte hade varit för garantier och att somliga företag har tackat garantier för sin framgång.

### **5.2.5 Risker och nackdelar med emissionsgaranter**

Finansinspektionens anser att det är anmärkningsvärt att den rådande inställningen är att behovet av säkerhet inte är lika stor vid användandet av teckningsförbindelser som vid användandet av ”rena garantier”. Detta då de incidenter som uppstod under 2006 skedde i företag som använde sig av just teckningsförbindelser<sup>76</sup>. Finansinspektionen konstaterar vidare i sin rapport att om man måste ta till rättsliga metoder för att kräva att en garanti fullgörs kan garantin bli meningslös om bolaget inte har möjlighet att driva sin verksamhet vidare. Björn Olegård på Fly Me Europe AB har konkret erfarenhet av vad som händer när en garant inte uppfyller sitt åtagande och i intervjun betonar han också att det kan vara värt att betala en högre ersättning till garanten om det innebär att man kan säkerställa garantin. I Fly Me:s fall var det en storägare med god kreditvärdighet som agerade garant men trots det fick man problem eftersom garantin inte hade säkerställts.

---

<sup>75</sup> Garant används ofta för som beteckning för både teckningsförbindelse och garantiförbindelser.

<sup>76</sup> Finansinspektionen 2007:12 angående företagen Fly Me Sweden AB och Fingerprint AB

På Mangold bedömer man risken som liten för att en garant inte skulle klara sitt åtagande. Ofta gör man där också någon form av säkerställning genom att t.ex. kräva att klienten avsätter pengar på ett konto.

### ***5.3 Kvantitativ undersökning***

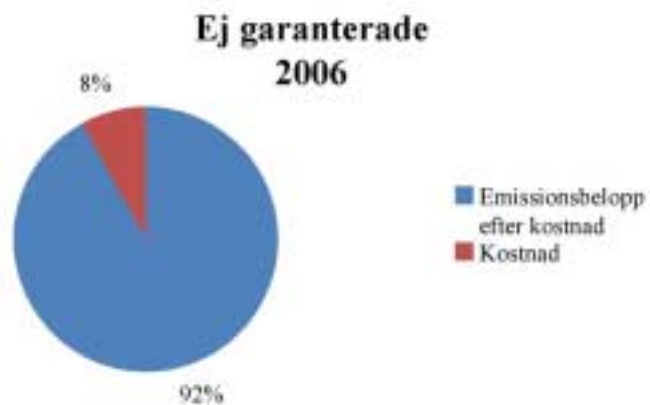
#### **5.3.1 Undersökta nyemissioner**

Observationerna för 2006 omfattar fem garanterade och fem ej garanterade nyemissioner. På grund av de omständigheter som tidigare nämnts uppgår antalet observationerna för år 2007 till sex nyemissioner. De emitterande bolagen som observerats var noterade på Nordic Exchange (3 st), NGM (4 st), tidigare O-listan<sup>77</sup> (1 st), First North (5 st) och Aktietorget (5 st). Följaktligen var antalet observerade nyemissioner vanligare på de oreglerade marknaderna, (10 st). Sex av tio observerade emittenter som genomförde garanterade nyemissioner var noterade på en oreglerad marknad. Nyemissionernas storlek varierar i intervallet 2,5 Mkr till drygt 200 Mkr. Det bör dock nämnas att företaget Ledstiernans nyemission på 200 Mkr avviker kraftigt från det genomsnittliga emissionsbeloppet 44,9 Mkr. Avseende år 2006 skiljer sig observationerna åt, dels genom antalet observerade företag och dels då emissionsbeloppen var betydligt högre än år 2007. Emissionsbeloppen för de åtta emissioner undersökningen omfattar under år 2007 varierar från 2,5 Mkr till 64 Mkr.

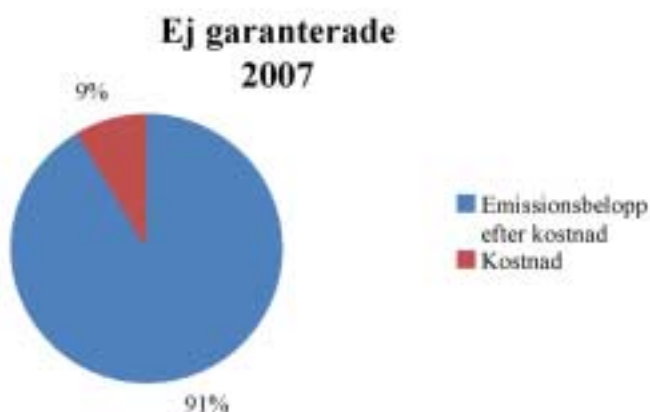
---

<sup>77</sup> O-listan har aldrig varit föremål för den nya klassificeringen men räknas här som en reglerad marknad.





- Diagrammen ovan redovisar de genomsnittliga emissionskostnaderna för garanterade respektive ej garanterade nyemissioner under år 2006. Snittet för de garanterade emissionerna år 2006 var 10 %, samt 8 % för de ej garanterade. Kostnaden för de garanterade nyemissionerna varierade kraftigt, från 4 % till 21 % medan kostnaderna för fyra av fem ej garanterade låg mellan 4 % och 8 %, med en ytterliggare på 17 %.

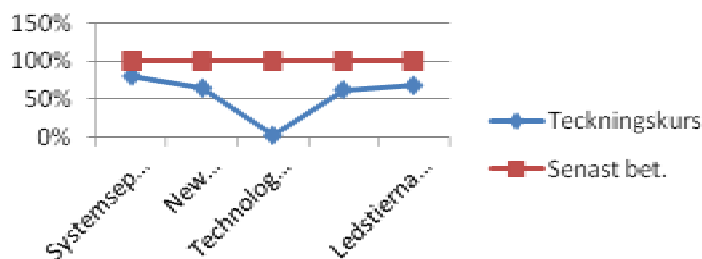


- Diagrammen ovan redovisar de genomsnittliga emissionskostnaderna för garanterade respektive ej garanterade nyemissioner under år 2007. Även under detta år varierade emissionskostnadernas andel av emissionsbeloppet kraftigt; från 7 % till nästan 20 %. Snittet för de ej garanterade emissionerna var 8 procentenheter lägre än för de garanterade; 17 % för de garanterade jämfört med 9 % för de ej garanterade nyemissionerna.
- Jämför man observationerna från år 2006 med år 2007 kan man konstatera att kostnaderna för att genomföra en nyemission har stigit vilket avser både garanterade och garanterade nyemissioner. De ej garanterade steg dock enbart med en procentenhet medan de garanterade steg med sju procentenheter.

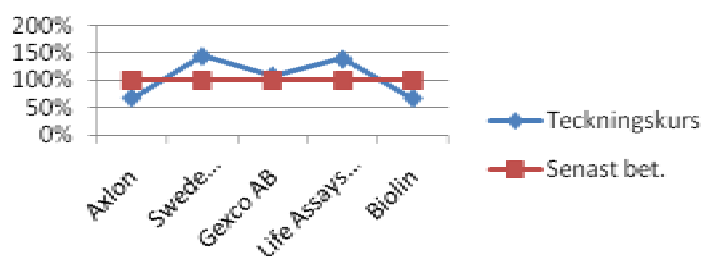
### 5.3.3 Förhållandet teckningskurs och aktuell aktiekurs

- Vår undersökning avseende hur mycket ”reduktion” teckningskursen ger vid nyemissioner definieras som teckningskursens andel av aktiekursen vid nyemissionens pressreleasedatum.

#### Garanterade emissioner 2006

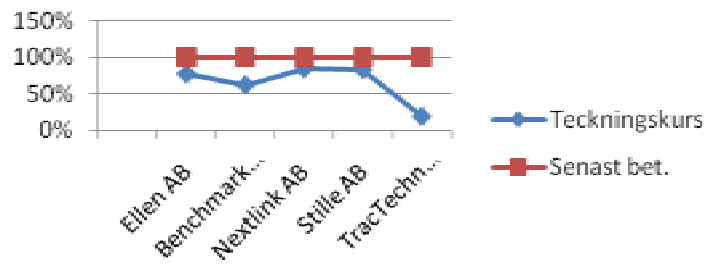


#### Ej garanterade emissioner 2006

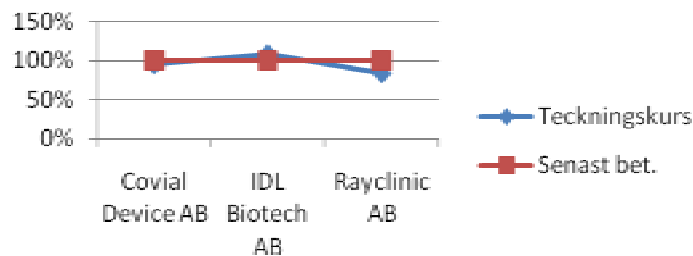


- År 2006 uppgick den genomsnittliga teckningskursen för de ej garanterade nyemissionerna till 105 % av aktiens pris. Den nyemission som var ”dyrast” medförde att aktieägaren fick betala 144 % av aktiens pris. Den genomsnittliga garanterade nyemission tecknades däremot i genomsnitt till 56 % av aktiens pris. Flertalet av de garanterade nyemissionerna tecknades dock inte till mindre än 60 % av aktiens pris, men avvikelser fanns, såsom den nyemission som tecknades till 3 % av aktiens pris.

## Garanterade emissioner 2007



## Ej garanterade emissioner 2007



- År 2007 tecknade en investerare i genomsnitt en nyemitterad aktie till 66 % av aktiens pris. Vad avser ej garanterade nyemissioner samma år uppgick den genomsnittliga teckningskursen till 95 % av aktiens pris. En av de tre nyemissioner som vi här undersökte gav i motsats en teckningskurs om 108 % jämfört med aktiens pris.
- En garanterad nyemission tecknades i genomsnitt till 56 % av aktiens pris år 2006 och till 66 % av aktiens pris år 2007. Förhållandet var det motsatta för ej garanterade emissioner då de gick från att i genomsnitt ha tecknats till 95 % år 2006, till att tecknas till genomsnittet 105 % av aktiens pris år 2007.

# 6. Analys

---

## 6.1 *Garanternas funktion*

I fråga om emissionsgaranter fyller en funktion på marknaden, anser majoriteten av intervjuobjekten att så är fallet. Per-Anders Tammerlov på Mangold resonerar att eftersom garantier finns och utnyttjas i stor utsträckning, finns det ett behov av dem. Resonemanget bekräftas även av vår kvantitativa undersökning, där vi hade märkbara svårigheter att finna företag som inte anlitat garantier i samband med deras nyemissioner. Därmed kan vi dra slutsatsen att en stor efterfrågan på garantier finns på marknaden. För att vidare argumentera kring om de uppfyller de ändamål de avser, visar vår kvantitativa undersökning även på att samtliga studerade nyemissioner, vilka var garanterade, fulltecknades. Av de intervjuobjekt som ställer sig positiva till företagslivet, drar de även fenomenet till sin spets genom att hävda att många företag inte hade funnits idag om det inte vore för garantierna. Som tidigare nämnts är ofta tidsaspekten en avgörande faktor för ett företags överlevnad. Då många nyemissioner genomförs ”i sista minuten”, är behovet av nya likvida medel ofta stort och brådskande. Om säkerställda garantier då står till företagets förfogande, kan inlutet kapital direkt gå till angelägna nyckeltransaktioner. Fallet Fly Me är ännu en gång ett exempel på hur ett kraftigt expanderande företag tvingats i konkurs av stort och brådskande likviditetsbehov.

Att behovet av garantier främst förekommer hos bolag på MTF-listor beror antagligen på att dessa kännetecknas av osäkra marknader, fluktuerande kurser och en stor andel tillväxtbolag. Vidare kan det då även diskuteras om användandet av garantier är konjunkturbetingat. Då fenomenet med garantier tycks ha ökat under senare år när den ekonomiska tillväxten varit god, skulle enligt resonemanget att garantier förekommer på osäkra marknader indikera att behovet skulle öka ytterligare vid en ekonomisk recession. Om garantiernas ersättningar antas drivas upp vid högre risktagande, skulle de följaktligen bli högre under lågkonjunktur. I samband med ökad efterfrågan och högre krav på säkerställda garantier, förstärkts

argumentet ytterligare för att garanternas förekomst och ersättning kommer att bli större i framtiden.

## **6.2 Säkerställande av garantier**

Att säkerställa en garanti kan för somliga framstå som självklart medan det för andra framstår som främmande med tanke på personen eller företaget som agerar garant. Inställningen till säkerställande av betalning från garant har dock i allmänhet varit mycket positiv och i linje med de instruktioner som Finansinspektionen gett ut<sup>78</sup>. Anmärkningsvärt är att det enligt både Finansinspektionens rapporter och enligt våra egna efterforskningar, att det ansågs mer säkert om en aktieägare agerar garant. Detta trots att de företag som stötte på mest problem under 2006 använde just befintliga aktieägare som garant. Vidare tror vi att det faktum att det varit högkonjunktur mer eller mindre konstant sedan 2002 kan ha bidragit till att det varit relativt få problem med kreditvärdighet hos garant. Som nämnts<sup>79</sup> tror vi att behovet av garant kan komma att öka under den lågkonjunktur som eventuellt stundar och så även kravet på säkerställande. Detta följer av att om ett företag gör bedömningen att en garant i dagsläget är god för ett visst belopp, men den närmsta tiden kännetecknas av stor osäkerhet och en eventuell lågkonjunktur, bedöms risken för att garantens soliditet kan försvinna som större.

Vidare är det också av intresse att det skrivits i affärspressen om att vissa personer mer eller mindre agerat garant i sådan utsträckning att det kan kallas yrkesmässigt. Om flera emissioner garanteras av samma person, under en och samma tidsperiod skulle flera krav på garanten kunna innebära att en eller flera emissioner inte var fullständigt garanterade. Vi har inte kunnat hitta något som konkret tyder på att privatpersoner eller företag som inte saknar erforderligt tillstånd agerar garant i den omfattningen att det är att likställa med yrkesmässig verksamhet. Det är dock vissa namn som återkommer i ett antal emissioner. De krav som idag ställs på prospekt gör att vissa namn som tidigare figurerat som garant idag med all sannolikhet har försvunnit självmant eller genom självreglering från marknaden. Vi bedömer att det kan bero på den negativa uppmärksamhet som dessa personer fått i pressen.

---

<sup>78</sup> Finansinspektionen 2007:12

<sup>79</sup> Under analys

Eftersom det kan vara svårt, för att inte säga omöjligt, att med säkerhet veta att den man anlitar som garant inte agerar garant i andra sammanhang, anser vi att det endast borde vara i undantagsfall som säkerställande inte sker. I bolaget Fly Me Europe innebar frånvaron av ett säkerställande att man trots användandet av en ”garant” inte kunde fullteckna emissionen vilket medförde att bolaget slutligen gick i konkurs. Garanten var inte bara aktieägare utan hade också rykte om sig att vara en utav Norges rikaste män. Vi kan bara instämma med Björn Olegård angående att det antagligen är bättre att låta emissionskostnaderna stiga p.g.a. användandet av exempelvis en bankgaranti än att ta risken att hela verksamheten måste läggas ner efter en lönlös jakt på garantens undangömda tillgångar.

### ***6.3 Emissionskostnader***

Vi har med hjälp av det empiriska underlaget konstaterat att emissionskostnaderna stigit från år 2006 till 2007. Den kvalitativa undersökningen tyder på att en utav orsakerna torde vara den nya prospektlagstiftningen. Vi har vidare valt att dela upp emissionskostnader i direkta och indirekta kostnader. De direkta kostnaderna består av de avgifter och kostnader som en nyemission medför samt den ersättning som utgår till eventuella garantier. De indirekta kostnaderna uppstår i samband med att emissionen inte blir fulltecknad vilket kan bero på en rad olika faktorer. Hur emittenten har satt teckningskursen i förhållande till rådande aktiekurs och börsklimat är en bidragande orsak. En annan torde vara de signaler emissionen kommunicerar till marknaden. Vad är syftet med emissionen? Är det en räddningsemission eller tillväxtemission? Huruvida emissionen är garanterad eller ej ger signaler om emissionens säkerhet.

Det framgår att majoriteten av alla emitterande Small Cap bolag både använde sig av och utnyttjade en emissionsgaranti under 2006. I den kvantitativa undersökningen gällande emissionskostnader hade vi för år 2007 problem att hitta tillräckligt många emissioner som ej garanterades. Undersökningen tyder därmed också på att garantiförfarandet inte kan kopplas till något för år 2006 specifika omständigheter. Vi kunde även urskilja en skillnad i huruvida garanterade emissioner fulltecknades oftare än ogaranterade vilket talar för att



garantiförfarandet fyller en viktig funktion. Vi kunde även se att emissionskostnaderna i det fall emissionen var garanterad utgjordes av en större andel av det totala emissionsbeloppet.

Utifrån ett ägarperspektiv kan vi dock konstatera att kostnaderna för det egna kapitalet vid en nyemission är betydligt högre än alternativa kapitalanskaffningsmetoder som exempelvis lån. Kostnaden för kapitalanskaffningen bidrar till det avkastningskrav aktieägarna ställer på emittentens egna kapital. Garanteras emissionen kommer detta därmed att påverka kostnaderna ytterligare utöver de direkta kostnader och avgifter vilka kan hänföras till förfarandet. Vi har förstått att många företag inte är insatta i hur tillvägagångssättet vid en nyemission ser ut vilket gör att dessa mer eller mindre utelämnas åt kommissionärens erfarenhet och råd. Kommissionärer har i regel tillgång till ett redan etablerat nätverk av investerare vilka kan tänkas vara intresserade av att garantera emissioner.

Garanternas ersättning bestäms av externa faktorer som kan komma att påverka emissionens utfall, men kan också påverkas av garanterna själva. I den kvantitativa undersökning fann vi som tidigare nämnt bolag vars emissioner ej hade fulltecknats. I en intervju med IDL Biotech framkom det att storägares intressen hade bortsett från möjligheterna att garantera emissionen. Aktiekursen hade i IDLs fall kommit att hamna under den satta teckningskursen vilket var en bidragande orsak till att emissionen inte fulltecknades. Det framgick även att IDL vid den tid då emissionen genomfördes befann sig i en situation där de var direkt beroende av att få in kapital för att fortsätta verksamheten. Vi har därför valt att se tidsaspekten som en av de beroende variablerna som påverkar emittenters behov av en emissionsgaranti. Är det brådskande att få in pengarna är man mer villig att betala mer för att detta faktiskt sker. Detta bekräftades av Per-Anders Tammerlöv, VD på fondkommissionären Mangold, som menar att behovet av garantier bland annat motiveras i det fall där det emitterande bolagets kapitalbehov är brådskande.

Då många företag förlitar sig på kommissionärens kompetens och erfarenhet ser de inte alltid till alternativa tillvägagångssätt eller de utökade kostnader en garanterad emission medför. Då garanterna fyller en symbolisk funktion i sitt agerande är det svårt att säga hur en garanterad emission skulle ha tätt sig utan emissionsgarantier. En garanterad emission inger en säkerhet hos investerare då vetskapen om att stora aktörer står bakom företaget och emissionen minskar risken för att denna inte fulltecknas. Man bör dock beakta att det finns en risk att garanten inte kan fullfölja sina åtaganden av olika skäl.

I fallet Fly Me ledde den ouppfyllda emissionsgarantin till att Fly Me Sweden gick i konkurs vilket om något borde ses som en kostnad. Björn Olegård, styrelseledamot i Fly Me förklarar att i efterhand hade det varit bättre att betala mer för att emissionen verkligen garanterades. Enligt Finansinspektionen har fallet Fly Me varit en bidragande orsak till en striktare syn på emissionsgaranterade. De menar att de flesta bolag idag, mot en avgift säkerställer det garanterade beloppet på ett konto antingen hos en bank eller hos kommissionären vilket ökar emissionskostnaderna ytterligare men i stort sätt minimerar risken för att garanten i efterhand inte kan ställa upp. Detta bekräftades av Mangold vilka tar emot en förskottsbetalning på det garanterade beloppet såvida garanten inte är en stor och välkänd institution.

#### **6.4 Är garantier lönsamma?**

Mot bakgrund av diskussionen i media samt insamlad empiri kan vi konstatera att åsikterna är delade gällande användandet av emissionsgarantier. Media har bland annat riktat kritik mot emissionsgaranternas ersättning vilken anses vara för hög i förhållande till den risk garanterandet innebär<sup>80</sup>. Rösterna talar istället för att den huvudsakliga risken axlas av de aktieägare som deltar vid en garanterad nyemission. Skulle garanten inte vara kreditvärdig löper investerarna stor risk att förlora sina pengar om emissionen inte fulltecknas. Vidare är det aktieägarna som betalar för garanternas ersättning, oavsett om garantin utnyttjas eller ej, med hänseende till resonemanget kring den totala kapitalkostnaden.

Aktiespararnas Gunnar Ek anser också att garanternas ersättning är för hög. Han menar att behovet av garantier kan minskas genom användandet av alternativa tillvägagångssätt<sup>81</sup>, där väl valda teckningskurser och ökat värde på teckningsrätterna bidrar till en förbättrad handel vid nyemissioner. Han menar också att en av orsakerna till att behovet av garantier ökat, är att många företag har dålig framförhållning gällande deras kapitalanskaffning.

Finansinspektionen tydliggör emissionsgarantens syfte i den mening att de signalerar om att emissionsförfarandet är säkerställt av stora aktörer. Detta inger en säkerhet hos aktieägare och andra investerare vilka då är beredda att satsa pengar i emissionen. Då garantier sällan är

---

<sup>80</sup> <http://www.affarsvarlden.se/art/93300>

<sup>81</sup> Mer om alternativa tillvägagångssätt under kapitel 4.3

långsiktiga ägare är det trots deras deltagande och medförande kostnader alltid att föredra om emissionsgarantin inte utnyttjas vilket betyder att emissionen fulltecknas av aktieägare och övriga investerare. I det fall garanterna utnyttjas kan emittentens börskurs komma att skadas då vetskaper om ett en stor andel av börskapitalet innehas av en eller flera ägare vilka troligtvis kommer att sälja vid första bästa tillfälle.

### ***6.5 Alternativa tillvägagångssätt***

Beträffande alternativa tillvägagångssätt för att öka tecknandet av nyemitterade aktier, redogjorde vi för några av dessa i teorikapitlet. Utifrån de uppfattningar som vi delgivits i samband med intervjuerna, har varken företagen eller fondkommissionären förespråkat dessa som likvärdiga alternativ till emissionsgaranter. Gunnar Ek från Aktiespararna ställer sig dock emot majoriteten då han hävdar att garantier kräver oskäligt höga ersättningar, och att samma effekter istället hade kunnat uppnås genom jämna emissionsvillkor, sockring eller högre utnyttjande av subsidiär teckning.

Den uppfattning vi har fått under studien är att riskbedömningen är mycket central för en potentiell investerare då denne skall välja placering. När man kan visa utåt på att emissionen garanterat kommer att bli fulltecknad bedömer vi att värdet av den extra tryggheten överstiger värdet av ett fördelaktigt erbjudande i form av t.ex. en sockrad emission. Enligt samma resonemang kan inte heller skillnader i villkoren eller subsidiär teckning göra dessa alternativ lika högt värderade som en garanterad emission, eftersom denna faktiskt innebär en minskad risk för den enskilda investeraren. Däremot tror vi att subsidiär teckning kan fungera som ett bra komplement då full garantigivning inte kan erhållas.

Tidsaspekten har tidigare betonats som en viktig faktor i samband med nyemissioner. Då vi tror att investerare prioriterar lågt risktagande vid sina placeringar, kan istället företags framförhållning betraktas som ett alternativ till garantier. I de fall företag genomför nyemissioner i ett sent skede, kan behovet av likvida medel te sig akut för företagens fortlevnad. Därmed uppfylls de egenskaper som ägs av en räddningsemission, vilket kan anses vara förenat med en större risk. Genomförs istället nyemissionen i ett tidigt skede samt

i en expansionsfas, kan emissionen betraktas som mer positiv och ge intrycket av ett företag med goda framtidsutsikter.

## ***6.6 Tillgodoses informationen?***

Den 1:e januari 2006 trädde den nya prospektlagstiftningen i kraft och som framkommit är det ingen tvekan om att den inneburit inte bara mer arbete för fondkommissionärer, utan också högre kostnad för emittenten samt mycket mer information att bearbeta för investerare och aktieägare. Alla intervjuade parter är överens om att det i dagsläget är svårt för aktieägare och investerare att tillgodogöra sig och filtrera bland all den information ett prospekt innehåller. Vi tror att ett alternativ mellan företagets reklambroschyr och dagens prospekt skulle kunna tillgodose många mindre aktieägares begränsade behov av information. Avseende informationen i prospekten har både styrelsemedlemmar och andra som vi har talat med ansett det självklart att det vore vårdslöst att utelämna information som en investerare kan tänkas ha nytta av. Även om den synen är den allmänt rådande har bristande information antagligen varit ett problem eftersom lagstiftningen idag stramats åt. Vi är dock mycket positiva till den ökade transparens avseende garantier som givits i och med den nya lagstiftningen.

Avseende Finansinspektionens rekommendationer att man i ett prospekt idag bör ange garanters motiv för sitt deltagande anser vi vara ett positivt inslag. Vi skulle dock föredra om prospektet gav information om varför företaget valt att använda sig av garantier och vilka motiv som ligger bakom valet av dem som erbjuds möjligheten att agera garant. Som nämnt så framstår det för oss som om det är en självklarhet att ett prospekt ska vara komplett. Dock innebär inte det faktum att den allmänna opinionen är överens om att ett visst beteende är önskvärt att alla kommer handla efter den normen. Vi anser därför att det är berättigat att det finns en uttrycklig möjlighet att utkräva bl.a. styrelse på skadestånd för att de medverkat till att upprätta vilseledande eller felaktigt prospekt.

## 7. Slutdiskussion

---

När vi påbörjade arbetet ställde vi oss kritiska till användandet av garantier, och trodde oss kunna finna stora brister förenade med att företag tillämpade denna typ av säkerhet. Vår kunskap inom ämnet var begränsad, men då vi hade fått en negativ bild från media, förväntade vi oss att kunna påvisa ett tillvägagångssätt som var kostsamt för både emittenter och aktieägare. Detta då vi såg risker med att garantier inte säkerställs och intet ont vetande aktieägare riskerar att förlora stora summor pengar.

Efter genomförd undersökning har vi dock kommit att inse att medias illustrationer av emissionsgaranter kan betraktas som aningen onyanserad då de inte avspeglar den viktiga funktion som emissionsgaranter faktiskt fyller på kapitalmarknaden. Av vad som framkommer i analys- och empirikapitlen är garantier ett oerhört viktigt, och i vissa fall även oundgängligt hjälpmedel för många företag i tryggheten av kapitalanskaffning genom nyemission. Av de alternativa metoder som finns att tillgå, tycks ingen helt kunna ersätta garanters roll, utan de fungerar snarare som komplement till dessa.

Vi konstaterade i den kvantitativa undersökningen, att emissionskostnaderna för garanterade nyemissioner tycks fluktuera i en större omfattning än kostnaderna för de ej garanterade. Detta torde kunna härledas till emissionsgaranternas varierande ersättning vilken det framgått beräknas med hänsyn till marknadens ekonomiska klimat. Det har dock framkommit att rösterna talar till garantiersättningarnas fördel, då priset för att tillgodose ett akut kapitalbehov bör ses i relation till företagets fortlevnad. Höga garantiersättningar förblir dock en för emittenten utökad kapitalkostnad vilket bör återspeglas i aktieägarnas avkastningskrav.

Det ställs idag höga kunskapskrav på de aktieägare eller investerare som vill få full förståelse för all information i ett prospekt. Det får ses som ett resultat av att styrelsen och verkställande direktör annars riskerar ansvar för information som de inte delgivit aktieägare eller investerare. De höga informationskrav som ställs på prospekt har idag, tvärt emot vad man avsett, antagligen lett till att aktieägare och investerare snarare drunknar i informationsflödet än att de blir mer informerade.

Vi anser att risken för att garantier inte fullföljer sina förpliktelser idag, vara mycket lägre än för några år sedan. Efter de incidenter som drabbat bland annat Fly Me och Fingerprint har säkerhetsrutiner både från fondkommissionärers och från FI:s sida blivit mycket strängare. Fler fondkommissionärer anser det vara en självklarhet att garantier säkerställs genom förskottsbetalning eller bankgarantier, och förlitar sig i allt mindre grad endast på garanternas kreditvärdighet. Även Finansinspektionen säger sig ställa högre krav på säkerställda garantier genom deras ändrade praxis och ökade bevakning. Det bör dock framhållas att det enligt lag fortfarande inte ställs krav på säkerställda garantier, varför det i praktiken är möjligt att frångå normen.

Den 7 januari 2008 framkom det i ett pressmeddelande från Labs2 att företaget vidtagit kravåtgärder gällande 16,5 Mkr av det garanterade beloppet, som inte hade betalats in<sup>82</sup>. Företagets verkställande direktör Jonas Birgersson förklarar att den uteblivna garantin troligtvis beror på att garanterna saknar de likvida medel som krävs<sup>83</sup>. Det framgår några timmar före studiens deadline<sup>84</sup>, att företaget Relakks, där Jonas Birgersson är styrelseledamot, går in och betalar det resterande beloppet<sup>85</sup>.

Trots att vi anser riskerna med garantier vara mindre idag, visar ovanstående händelse på att ouppfyllda garantiåtaganden fortfarande förekommer. Så länge det enligt lag inte ställs krav på säkerställande av garantier, finns det inget som säger att en garanterad nyemission är garanterat garanterad.

## ***7.1 Förslag till vidare forskning***

Vi har under studiens gång intresserat oss för hur användandet av garantier påverkas av konjunkturen. Vi har både i analys och slutsats diskuterat möjliga utfall gällande garanternas ersättning och risktagande samt sätt hur detta troligtvis går att härleda till marknadens turbulens. Då vår studie endast behandlar observationer under högkonjunktur skulle det vara av intresse att genomföra en jämförande studie under lågkonjunktur.

---

<sup>82</sup> <http://www.labs2.se/pr/press2008010701.html>

<sup>83</sup> <http://di.se/Index/Nyheter/2008/01/08/264293.htm?src=xlink>

<sup>84</sup> 2008-01-09, kl 15:00

<sup>85</sup> <http://di.se/Index/Nyheter/2008/01/09/264473.htm?src=xlink>

# 8. Källförteckning

---

## 8.1 Litterära källor

Af Sandeberg, C.(2007). *Från Kreuger till af Sandeberg – prospektansvaret i svensk rätt under1900-talet*, JT jubileumshäfte 2007

Andrén, N., Eriksson,T., Hansson, S.(2003) *Finansiering*, Liber: Malmö

Arnold, G.(2005) *Corporate Financial Management*, third edition, Pearson Education Limited

Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmodeller*, Liber: Malmö

Dotevall R., (1999) *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik: Stockholm

Jacobsen, D.I. (2002). *Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur: Lund

Kim, K.A. & Nofsinger J.R. (2007). *Corporate Governance*, Second edition, Pearson Education Limited

Nial, H. & Johansson, S.(2000). *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 7 uppl., Norstedts Juridik: Göteborg.

Sandström, T. (2004). *Svensk Aktiebolagsrätt*, 1:a upplagan, Norstedts juridik AB: Stockholm

## 8.2 Elektroniska källor

Aktiespararna, <http://www.aktiespararna.se>

Askman, T. (2005-01-20 kl. 13.28). *Garantier med guldkant*, Affärsvärlden.

<http://www.affarsvarlden.se/art/93300> Hämtat 2007-11-15.

Avanza, (2007-11-21 kl. 13.13), *Ericsson: Personligt ansvar grupptalan kan pressa till förlikning*, <http://www.avanza.se/aza/press/news.jsp?n=744568> Hämtat 2008-01-02

Berglund, C. (2007-03-15 kl. 07.00). *Norrmannen som kraschade Fly Me*, ekonominyheterna.se <http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2007/11/fly-me-kraschen/index.xml>. Hämtat 2007-11-15.

Birgersson, J. (2007-12-13). *Utfall företrädesemission Labs2*, <http://www.labs2.se/pr/press2007121301.html> Hämtat 2007-12-13

Birgersson, J. (2008-01-07). *Inbetalning av emissionslikvid fördröjd – uppdatering*, <http://www.labs2.se/pr/press2008010701.html> Hämtat 2008-01-08

Ek, G (2007-12-06 kl. 11.34). *Småbolagsaktier närmast osäljbara när börsen dyker*, Aktiespararna <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Smabolagsaktier-narmast-osaljbara-nar-borsen-dyker/> Hämtat 2007-12-15

Finansinspektionen, <http://www.fi.se>

Fly Me AB, <http://www.flymeeurope.com>

Forsberg, B. (2007-11-08 kl. 13.05). *Labs2 i penganöd – igen*, Affärsvärlden, <http://www.affarsvarlden.se/art/192193> Hämtat 2007-11-15

IDL Biotech, <http://www.idl.se>

Mangold Fondkommission, <http://www.mangold.se>

Nyhetsbyrån Direkt (2008-01-08 kl. 10.57), *Birgersson tryggar Labs2:s nyemission*, Dagens Industri <http://di.se/Index/Nyheter/2008/01/08/264293.htm?src=xlink> Hämtat 2008-01-08



Nyhetsbyrån Direkt (2008-01-09 kl. 09.07), ”Relakks betalar ur egen kassa”, Dagens Industri <http://di.se/Index/Nyheter/2008/01/09/264473.htm?src=xlink> Hämtat 2008-01-09

Olsson, T (2007-11-27 kl 09.00) *Bolagsbevakare på utbildning*, Aktiespararna <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Forbundsnytt/Bolagsbevakare-pa-utbildning/> Hämtat 2007-12-05

Zeteo lagkommentar <http://www.nj.se> (access enbart via Juridicum, Lunds Universitet)

### **8.3 Lag**

Aktiebolagslag (2005:551)

Lag om handel med finansiella instrument (1991:980)

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

Årsredovisningslag (1995:554)

### **8.4 Offentligt tryck**

SOU 2001:1

SOU 2005

Finansinspektionen 2007:11, *Granskning av prospekt – en vägledning*

Finansinspektionen 2007:12, *Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerare?*

Finansinspektionen, Kapitalbarometern 2006

## ***8.5 Rättsfall***

NJA 1996 s. 3

T 866/95 Hovrätten för Västra Sverige

T 532-99 Hovrätten för Skåne och Blekinge

# Bilaga 1

Garanterade emissioner 2007	Emissionsbelopp	Emissionskostnad	Kvot	Teckningskurs	Senast bet.	Rabatt	Kvot	Marknadsplats	Fulltecknad
<b>Bolag</b>									
Ellen AB	27,73	4,11	15%	2,95	3,80	22%	78%	First North	Ja
Benchmark Oil & Gas AB	64,17	12,77	20%	0,20	0,32	38%	63%	NGM	Ja
Nextlink AB	42,06	5,46	13%	17,50	20,66	15%	85%	First North	Ja
Stille AB	42,92	6,92	16%	0,30	0,36	17%	83%	First North	Ja
TracTechnology AB	33,60	5,90	18%	3,00	15,20	80%	20%	Aktietorget	Ja
<b>Summa/Snitt</b>	<b>210,49</b>	<b>35,17</b>	<b>16%</b>		<b>100%</b>	<b>34%</b>	<b>66%</b>		
<b>Ej garanterade emissioner 2007</b>									
Covial Device AB	2,58	0,25	10%	1,50	1,59	6%	94%	NGM	Nej
IDL Biotech AB	7,31	0,48	7%	1,85	1,71	-8%	108%	Aktietorget	Nej
Rayclinic AB	27,12	2,62	10%	18,00	21,64	17%	83%	First North	Ja
<b>Summa/Snitt</b>	<b>37,01</b>	<b>3,34</b>	<b>9%</b>			<b>5%</b>	<b>95%</b>		
<b>Garanterade emissioner 2006</b>									
Systemseparation Sweden Holding AB	30	2,36	8%	2	2,5	20%	80%	Aktietorget	Ja
New Science Svenska AB	22,1	4,58	21%	1	1,55	35%	65%	First North	Ja
Technology Nexus AB	67	3,00	4%	1,75	58,6	97%	3%	Ö-listan	Ja
Fingerprint AB	70,1	8,10	12%	25	40,1	38%	62%	Nordic Exchange	Ja
Ledstiernan AB	200,2	14,34	7%	1,4	2,06	32%	68%	Nordic Exchange	Ja
<b>Summa/Snitt</b>	<b>389,4</b>	<b>32,39</b>	<b>10%</b>			<b>44%</b>	<b>56%</b>		
<b>Ej garanterade emissioner 2006</b>									
Axlon	48,1	8,00	17%	0,58	0,86	33%	67%	Aktietorget/First North	Ja
Swede Resources AB	3,54	0,15	4%	20	13,88	-44%	144%	Aktietorget	Ja
Gexco AB	12	0,77	6%	0,4	0,37	-8%	108%	NGM	Ja
Life Assays AB	11,9	0,84	7%	0,25	0,18	-39%	139%	NGM	Ja
Biolin	96	5,00	5%	10	15	33%	67%	Nordic Exchange	Ja
<b>Summa/snitt</b>	<b>171,54</b>	<b>14,75</b>	<b>8%</b>			<b>-5%</b>	<b>105%</b>		

