



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johan Thiman

Investerarskydd vid venture capital-investeringar

Examensarbete
20 poäng

Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt

HT 2007

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Syfte	8
1.2 Avgränsningar	8
1.3 Metod och material	9
1.4 Disposition	11
2 RISKKAPITAL, PRIVATE EQUITY OCH VENTURE CAPITAL	12
2.1 Aktiebolagets kapitalförsörjning	12
2.1.1 Eget och främmande kapital samt former däremellan	12
2.1.2 Kapitalstrukturen i ett företags olika livscyklifaser	14
2.2 Distinktionen mellan riskkapital och lånekapital	15
2.3 Distinktionen mellan private equity och venture capital	17
2.3.1 Investeringar i tidiga utvecklingsfaser	19
2.3.2 Investeringar i expansionsfaser	20
3 JURISTENS DILEMMA – OM HÄNGSLEN OCH LIVREMMAR	21
3.1 Investeringsdokumentationen	21
3.1.1 Bolagsordningen	22
3.1.2 Aktieägaravtalet	22
3.2 Investerarskyddets elementa	24
4 KONVERTIBLA PREFERENSAKTIER	26
4.1 Preferensaktier och likhetsprincipen	26
4.1.1 Olika former av preferensvillkor	28
4.1.2 Företräde till försäljningslikvid	30
4.2 Konverteringsförbehåll och inlösenklausuler m.m.	31
4.2.1 Minskning av aktiekapitalet genom aktieinlösen	31

4.2.2	Konverteringsrätt i aktieägaravtal	32
4.2.3	Omvandlingsförbehåll enligt ABL 4:6	33
4.2.3.1	Beslutanderätt och konverteringstidpunkt	33
4.2.3.2	Konverteringsförhållande	34
4.2.3.3	Att konvertera eller att inte konvertera – det är frågan	36
5	ANTI-UTSPÄDNINGSMEKANISMER VID FÖLJDFINANSIERING	38
5.1	Formellt utspädningsskydd	41
5.2	Substantiellt utspädningsskydd	44
5.2.1	Weighted average	44
5.2.2	Full ratchet	46
5.2.3	Det substantiella utspädningsskyddets detaljutformning i svenska investeringsavtal	47
6	RÄTTEN ATT KRÄVA EXIT	51
6.1	Drag along	52
6.2	Tag along	53
7	AVSLUTANDE REFLEKTIONER	55
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	58

Summary

This essay is devoted to quite a special form of investment – venture capital. More precisely the purpose is to map out, describe and analyse the most fundamental parts of investment protection in connection with venture capital investments.

Venture capital is part of the market of risk capital, which refers to investments occurring on the receipt of, or possibility to receive ownership in a company. But venture capital also constitutes a special part of the smaller so called private equity market, which aims at risk capital investments in unlisted joint stock companies, the purpose of which being that ownership engagement will both active and time limited. The main characteristic of venture capital is in short that it is a question of private equity investments in the earliest phases in the life cycle of a company. With respect to the important uncertainty and insecurity with which these investments are consequently connected, the investment protection must be sown up by a careful hand and out of consideration for the investor's unique claims on return and risk taking.

Without regular investment protection the investor is referred to by way of contract to create a set of rules to protect investment from unwanted events. There are three principle features in the investment protection which are generally found in the investment documentation: convertible preferred stock, dilution protection and the right to demand exit. Each feature provides the investment protection with a special dimension at the same time as interaction between them in an intricate way will secure that the investor can receive high returns at a reduced risk. Thus, they are the elements of investment protection.

The preferred stock is a financially privileged stock and the liberty of the parties is great when it comes to deciding in what way the preferred stock will be favoured. Investor-friendly and generous directions of cumulative dividend and liquidation preference prevent the holders of the ordinary shares from acting disloyal, who are more often than not in majority and not seldom being the founders or the management of the company. Another sign of venture capital investment is that the investment agreement also comprises preference to acquisitions proceeds. Conversion clauses together with redemption rights are used to ensure the investor an exit out of the company.

The ownership of convertible preferred stock is certainly in most cases very advantageous but the preferred shareholders can be exposed to risk also in other situations. Primarily this prevails in those cases when in a later stage, the company needs to collect capital to further its business. In doing this the preferred shareholder runs the risk of receiving less influence and is forced to see the value of the investment diminish. For the protection of this there

are formal and substantial anti-dilution mechanisms. The weighted average and full ratchet formulas provide for the investor's interests in preserving the value of the investment by their resulting in that the investor's entrance price will be adjusted down.

A venture capital investment is definingly time limited between 3-7 years. As the portfolio company is often prevented from giving dividends the investor's entire profit is made up of the capital proceeds which arises when the holdings are are sold off. With the support of the regulations in the investment agreement, which grant the investor rights to demand exit, the investor will be guaranteed that disposal can occur when this is at its most profitable. A right to force other shareholders to dispose of their share is called drag along. The opposite, the right, on the same terms as the majority to sell shares to a contemplated buyer is called tag along.

The possibility to produce satisfactory investment protection is aggravated by the obliging rules of the Swedish Company Act. None the less the company law contains a structure which at the same time is devoted to ensuring that companies can bring about a suitable financing of their activity. All in all, this balance provides opportunities for creative business lawyers to construct efficient investment protection. Hopefully the conclusions and thoughts presented in the essay will shed a certain light on how investment protection in venture capital can be created.

Sammanfattning

Denna framställning ägnas åt en alldeles särskild form av investeringar – venture capital. Närmare bestämt är syftet att kartlägga, beskriva och analysera investerarskyddets mest fundamentala beståndsdelar i samband med venture capital-investeringar.

Venture capital är en del av den stora riskkapitalmarknaden, varmed avses investeringar som sker mot erhållandet, eller möjligheten att erhålla, en ägarandel i ett bolag. Men venture capital utgör också en särskild del av den mindre så kallade private equity-marknaden, vilken tar sikte på riskkapital-investeringar i onoterade bolag med avsikten att ägarengagemanget ska vara både aktivt och tidsbegränsat. Utmärkande för venture capital är kort sagt att det är fråga om private equity-investeringar i bolagens allra tidigaste livscyklifaser. Med respekt för den betydande ovisshet och osäkerhet som venture capital-investeringar därför är förenade med, måste investerarskyddet sys ihop med varsam hand och med hänsyn tagen till investerarens unika krav på avkastning och risktagande.

I avsaknad av ett regulatoriskt skydd, är investeraren hänvisad till att via avtalsvägen tillskapa ett regelverk som skyddar investeringen mot oönskade händelser. Det finns tre huvudsakliga grundbultar i investerarskyddet och som regelmässigt återfinns i investeringsdokumentationen: konvertibla preferensaktier, anti-utspädningsmekanismer vid följdfinansiering samt rätten att kräva exit. Var och en tillför investerarskyddet en särskild dimension, samtidigt som interaktionen dem emellan på ett intrikat sätt säkerställer att investeraren kan uppnå hög avkastning till reducerad risk. De är investerarskyddets elementa.

Preferensaktien är en ekonomiskt gynnad aktie och parternas frihet är stor när det gäller att närmare bestämma på vilket sätt som preferensaktien ska vara favoriserad. Investerarvänliga och generösa föreskrifter om kumulativ utdelning och likvidationspreferens förhindrar illojalt handlande från stamaktieägarna, som oftast är i majoritet och inte sällan utgörs av grundare och företagsledning. Ett signum för venture capital-investeringar är vidare att investeringsavtalet även berättigar till företräde till försäljningslikvid. Omvandlingsförbehåll, tillsammans med inlösenklausuler, används för att tillförsäkra investeraren en exit ur bolaget.

Ägandet av konvertibla preferensaktier är förvisso oftast mycket fördelaktigt, men preferensaktieägaren kan utsättas för risker också i andra situationer. Främst gäller detta i de fall då bolaget, i ett senare skede, behöver införskaffa mer kapital till sin fortsatta verksamhet, varvid preferensaktieägaren riskerar att få mindre inflytande samt tvingas se investeringens värde spolieras. Till skydd häremot finns formella och substantiella anti-utspädningsmekanismer. Bestämmelser om weighted average och full ratchet tillgodoser härvid investerarens intresse av att

bevara värdet på sin investering, genom att de resulterar i att investerarens ingångspris justeras ned.

En venture capital-investering är definitionsmässigt tidsbegränsad, normalt mellan 3-7 år. Eftersom portföljbolaget ofta är förhindrat att lämna vinstutdelning, utgörs hela investerarens avkastning av den kapitalvinst som uppkommer i samband med att dennes innehav realiserar. Med stöd av bestämmelser i investeringsavtalet som ger investeraren långtgående rättigheter att kräva exit, garanteras investeraren att avyttring kan ske då detta är som mest förmånligt. En rätt för investeraren att tvinga övriga ägare att avyttra sina andelar kallas drag along. Motsatsen, rätten att på samma villkor som majoriteten sälja aktierna till den som har visat sitt intresse för bolaget, kallas tag along.

Möjligheten att åstadkomma ett fullgott investerarskydd försvåras av ABL:s tvingande regler. Icke desto mindre innehåller aktiebolagsrätten en struktur som samtidigt är ägnad att säkerställa att bolagen kan få till stånd en ändamålsenlig finansiering av verksamheten. Denna balansgång medför att det sammantaget finns goda utsikter för kreativa affärsjurister att konstruera ett effektivt investerarskydd. Förhoppningsvis bringar de slutsatser och tankar som framförs i uppsatsen viss klarhet i hur tillskapandet av ett investerarskydd i venture capital-sammanhang kan gå till.

Förord

Det var det. Sex års ”lundastudier” har nått sitt slut. Det är inte utan vemod som jag ser tillbaka på en tid som i många avseenden har varit helt fantastisk. Men oaktat njutbarheten i att bedriva juridikstudier i Lund är det med stor tillförsikt som jag nu kastar mig ut arbetslivet.

Ett första tack riktas till min handledare jur.dr Torsten Sandström. Dennes engagemang, sylvassa kritik och känsla för språklig förpackning har på ett föredömligt sätt givit mig en välavvägd balans mellan handfasta ramar och lösa tyglar.

Min tacksamhetsskuld omfattar även advokat Magnus Hedsund vid Advokatfirman Vinge, som har bidragit med inspiration och som med sina praktikerglasögon har tillfört uppsatsen en dimension som förankrar denna i den affärsjuridiska vardagen.

Slutligen förtjänar min flickvän Camilla, som tyvärr ganska ofta har fått somna ensam till det idoga smatterljudet från min pekfingervals, och min kära familj mitt allra varmaste omnämnande. För oupphörlig uppmuntran och kravlöst stöd tillägnas detta arbete er.

Då vänder vi blad!

Nej, förresten. Jag höll på att glömma. För eventuella felaktigheter och ofullständigheter ska naturligtvis ingen annan än jag själv stå till svars.

Nu får du börja läsa!

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
BL	Lag (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SVCA	Svenska Riskkapitalföreningen (Swedish Private Equity & Venture Capital Association)
ÅRL	Årsredovisningslagen (1995:1554)

1 Inledning

Grundarna i det entreprenörsledda och forskningsintensiva miljöteknikföretaget pustar ut efter de långdragna styrelseförhandlingarna och blickar med beslutsamhet mot den nådiga pappersluntan på bordet framför sig. Affärsidéns förträfflighet skvallrade om en enastående expansions- och tillväxtpotential. Men champagnen låter vänta på sig. Pappersbunten på bordet, en purfärsk rapport över aktiebolagets finansiella ställning, underströk med hjälp av röda siffror behovet av en kraftig kapitalinjektion.

Samtidigt i riskkapitalbolagets fashionabla lokal klickade en analytiker upp ett nytt excelblad. Med hopp om att finna nästa lukrativa objekt att addera till investeringsportföljen, kunde den närmare kalkyleringen av ett expansionslystet men kapitalkrävande miljöteknikföretag ta sin början.

Det är i denna miljö som förevarande framställning utspelar sig. De senaste årens högkonjunktur har bidragit till en närmast dramatisk ökning av antalet transaktioner och investeringar hos kapitalstarka riskkapitalbolag. Stora kassor har dessutom drivit upp transaktionsstorlekarna till nya rekordnivåer. Venture capital tar sikte på investeringar som sker i onoterade företags tidiga livscyklifaser och med intentionen att ägarengagemanget ska vara såväl aktivt som tidsbegränsat. Exempel på framgångsrika företag som stöttats av venture capital-företag är Price Runner, Fingerprint, Axis och Artimplant.

Som det inledande och uppdiktade scenariot illustrerar, är de bolag som venture capital-företag investerar i ofta bolag med tomt gapande kassor och svaga balansräkningar. Den värld som venture capital-företag verkar i, är dessutom på grund av den affärsrättsliga kontexten fylld med risker och ovisshet. En del faror som lurar låter inte sig konkretiseras eller ens sättas fingret på. Som verksamhetsform är venture capital sålunda inget för den riskaverte. Icke desto mindre tjänar venture capital-företagen stora pengar på att investera i, utveckla och avyttra bolag vars verksamhet och affärsplan bedöms vara intressant och sannolik att generera hög avkastning.

Från affärsjuristens perspektiv, naturligtvis förutsatt att denne företräder investerarsidan, handlar venture capital om att, så långt möjligt och med hänsyn till sin klients önskemål, reducera risken i investeringen utan att avkall måste göras på lönsamhetskravet. Det juridiska mandatet är sålunda ett viktigt sådant, efter som det handlar om att stärka investerarens position och skapa förutsebarhet i en oviss miljö. Kort sagt ska ett investerarskydd tillskapas och det är mot detta som intresset fortsättningsvis riktas.

1.1 Syfte

En ambition med detta arbete är att problematisera kring ett i allra högsta grad praktiskt fenomen – investerarskydd vid venture capital – och placera detta i sitt aktiebolagsrättsliga sammanhang. Föreställningen strävar sålunda efter att förmedla en förnimmelse av näringslivets och affärsjuridikens vardag.

Uppsatsen syftar till att kartlägga, beskriva och analysera investerarskyddets huvudsakliga och mest betydelsefulla beståndsdelar vid venture capital-investeringar. Följande frågor har varit vägledande vid författandet:

- (i) Vad kännetecknar en venture capital-investering?
- (ii) Vilka är investerarskyddets huvudsakliga elementa och hur kan utformningen härav se ut?

Av detta förstår läsaren att mycket av den text som denne har framför sig är av deskriptiv karaktär. För att sätta en personlig prägel och eftersom det brukar vara förtjänstfullt i största allmänhet, lämnas emellertid även normativa bidrag löpande i uppsatsen, vilket i så fall framgår av textens formulering. De normativa inslagen återfinns i första hand inom områden som kännetecknas av ett oklart rättsläge samt i de fall då alternativa lösningar står till buds.

1.2 Avgränsningar

Venture capital-företag investerar inte i publika bolag. Investeringsobjektet är istället privata bolag som ofta är nystartade eller står inför en expansion. Venture capital-investerare är heller ingalunda några passiva ägare i sina bolag. Avsikten är att genom aktiv intervention och stödåtgärder skapa värden som kan realiseras inom en förutbestämd tidshorisont. Som investeringsform besitter alltså venture capital unika egenskaper, vilket naturligtvis ställer säregna krav på investerarskyddets konstruktion. Uppsatsens innehåll kan därför inte omedelbart appliceras på andra investeringsformer, såsom investeringar i publika bolag eller investeringar i bolags senare livscyklifaser.

Ett investeringsavtal är normalt ett omfångsrikt avtal och innehåller en mängd bestämmelser som är ägnade att skydda investeringen. Viktigt för läsaren att ha i åtanke är, att uppsatsen endast avser att behandla investerarskyddets allra mest centrala beståndsdelar. Detta innebär att ett stort antal frågor som standardmässigt regleras i investeringsavtalet inte kommer att behandlas djupare än så här. Hit hör exempelvis garantier som lämnas av aktieägarna, bestämmelser om vetorätt samt regler rörande insyn och ekonomisk rapportering.¹

¹ Nyman (2002), s. 89.

Ämnet investerarskydd vid venture capital-investeringar kan tveklöst utforskas utifrån ett flertal perspektiv. Mitt forskningsperspektiv är aktiebolagsrättsligt och i viss mån investerarvänligt. Jag har närmast antagit rollen som ombud för investeraren och har sedan placerat tillskapandet av ett investerarskydd i sitt aktiebolagsrättsliga sammanhang.

Det är även möjligt att studera det aktuella ämnet från ett mera objektiva perspektiv, exempelvis med rättsekonomiska glasögon. Venture capital-investeringar i bolag med knapphändiga historiska data och i nya industrier ger nämligen upphov till en informationsasymmetri mellan investeraren och företagsledningen som är betydligt större än i publika eller mogna bolag. En rättsekonomisk ansats är därför tänkbar där investeringsavtalets beskyddande funktioner studeras utifrån begrepp som moral hazard och adverse selection.

Slutligen är det närmast oundvikligt att författa en uppsats inom det aktuella området utan att internationella utblickar görs. Det är emellertid inte min avsikt att åstadkomma en komparation mellan olika rättssystem, även om detta tveklöst hade resulterat i en läsvärd text.

1.3 Metod och material

Arbetet med förevarande uppsats har bedrivits i enlighet med den rättsvetenskapliga metoden, i vilken rättskällevärdet och den juridiska metoden har använts.² Innebörden härav är att fastställandet av gällande rätt grundar sig på en tolkning och systematisering av de traditionella rättskällorna lagtext, förarbeten, rättspraxis och doktrin.

Beträffande material om det valda ämnet kan konstateras att detta i vissa avseenden är mycket knapphändigt. Som informationskälla åtnjuter givetvis ABL en särdeles unik ställning. Även motivuttalanden, inte minst härrörande från arbetet med framtagandet av ABL 2005, har fått påverka uppsatsens materiella innehåll. De områden som behandlas är av sådan art att det tyvärr många gånger saknas rättspraxis, varför uppsatsen har skrivits helt utan hänvisningar härtill. Avsaknaden av domstolspraxis sammanhänger säkerligen med att parter i affärsjuridiska avtal regelmässigt inför en skiljedomsklausul i detta. Även svensk doktrin rörande investerarskydd vid venture capital-investeringar, är relativt ordkarg. En inte alltför vågad gissning är att detta beror på, att venture capital som praktisk företeelse och de instrument som affärsjurister använder sig av för konstruera ett godtagbart investerarskydd, är mer vanliga i till exempel England och USA. Av denna anledning har också delar av källmaterialet författats av utländska praktiker.

² Den rättsvetenskapliga metoden inbegriper rättskällevärdet, delar av den juridiska metoden samt andra metoder för att studera rätten, se Sandgren (2006), s. 36 ff.

Oaktat att detta som sagt inte är en komparativ studie, påverkar uppsatsämnets internationella tentakler naturligtvis språkbildningen på området. För det första är venture capital som begrepp tämligen nytt i Sverige. Därtill präglas riskkapitalmarknaden i Sverige starkt av utvecklingen i världens finanscentra, främst USA och Storbritannien, vilket har fått till följd att svenska begrepp blandas med engelska. Då uppsatsen är skriven på svenska finns det därför en risk för språklig förbistring, vilket jag naturligtvis har gjort mitt bästa för att undvika. Ibland är en översättning nästan inte möjlig, stundom inte heller ens önskvärd eller särskilt förtjänstfull. Jag förbehåller mig därför rätten att, då jag tycker en översättning är otillräcklig eller onödig, använda engelska uttryck.

Som upprepats tidigare är föremålet för denna undersökning, hur venture capital-företag de facto hanterar de betydande risker som är förknippade med aktiva och tidsbestämda riskkapitalinvesteringar i onoterade bolags tidiga livscyklifaser. Uppsatsens ansats kan därför sägas vara problem- och intresseorienterad. Förenklat innebär ansatsen att föremålet för undersökningen presenteras som en faktisk företeelse i rättslivet, för att därefter underkastas en problematisering. Slutligen genomförs själva undersökningen, i vilken materialbearbetningen till sin karaktär kan vara analytisk-deskriptiv, syntetisk, explikativ, kritisk, konstruktiv eller en blandning av alla metoder. I detta fall är det, som vi redan har varit inne på, fråga om en analytisk-deskriptiv teknik. En fördel med den valda ansatsen är emellertid att den möjliggör fokusering på empiriskt material.³ Det empiriska inslaget i uppsatsen baseras på ostrukturerade samtal med advokat Magnus Hedsund vid advokatfirman Vinge.

Här ska även sägas något om värdepappersmarknadens begreppsapparat. Sedan den 1 november 2007 tillämpas en ny terminologi på värdepappersmarknaden, varefter indelningen i ”börs” och ”auktoriserad marknadsplats” har försvunnit och ersatts med begreppen ”reglerad marknad” respektive ”multilateral handelsplattform” (Multilateral Trading Facility, MTF).⁴ För närvarande är endast Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market (NGM) reglerade marknader. Aktietorget som tidigare var en auktoriserad marknadsplats klassificeras numera som en MTF. Andra exempel på multilaterala handelsplattformar är First North och NGM MTF, vilka kännetecknas av att bolagen på dessa listor inte är noterade i formell mening utan, handlas endast i börsens (OMX respektive NGM) system.

Den nya terminologin har betydelse, såtillvida att begreppsbildningen avseende *notering* för de nya beteckningarna på marknadsplatserna inte är helt klarlagd. Tidigare var noteringsbegreppet förbehållet finansiella instrument som handlades på börs eller auktoriserad marknadsplats. Finansiella instrument som handlades på andra marknadsplatser, såsom First North, klassificerades som onoterade eller listade. En möjlighet är att nu reservera noteringsbegreppet för bolag som handlas på en reglerad marknad

³ Westberg (1992), s. 426 f.

⁴ Se lag (2007:528) om värdepappersmarknaden som är ägnad att implementera det så kallade MiFID-direktivet.

och att, då fråga är om MTF, istället tala om att bolaget upptas för handel eller listas. Alternativet är att ständigt använda noteringsbegreppet, men att skilja mellan olika noteringsnivåer beroende på om bolaget noteras på en reglerad marknad eller på en MTF.⁵ Utan att ta ställning till vilket alternativ som är det korrekta, kommer i förevarande uppsats den sistnämnda lösningen att användas. Förenklingsskäl talar nämligen för att alltid använda begreppet notering, oavsett om bolaget tas upp för handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform, såsom First North. Detta torde för övrigt bäst överensstämma med det praktiska språkbruket bland yrkesverksamma jurister.

1.4 Disposition

Efter detta inledande avsnitt följer i *kapitel 2* en beskrivning av fenomenet venture capital. Kapitlet benär ut vad som kännetecknar en venture capital-investering och vad som skiljer denna från private equity- och riskkapital-placeringar i stort.

Efter *kapitel 2* följer inte oväntat ett *kapitel 3*, i vilket investeringsdokumentationen studeras och investerarskyddets viktigaste beståndsdelar utkristalliseras.

Uppsatsen fortsätter sedan med tre tämligen djupdykande partier. I *kapitel 4* analyseras användandet av konvertibla preferensaktier i venture capital-investeringar. Den konvertibla preferensaktien är ett förhållandevis formbart finansiellt instrument och är därför välanpassad till venture capital-sammanhang. *Kapitel 5* sätter tänderna i den del av investeringsavtalet som är ägnat att bevara investeringens värde i samband med att bolaget genomför ytterligare finansieringsrundor, nämligen bestämmelser om utspädningsskydd. Slutligen, eftersom venture capital-investerares portföljbolag i allmänhet inte lämnar någon löpande vinstutdelning, är värdet på investeringen blott akademiskt innan avyttring och kontantrealisation har skett. I *kapitel 6* beskrivs därför de viktiga föreskrifterna i investeringsavtalet som ger investeraren rätten att kräva avyttring, så kallad exit.

Uppsatsen avslutas med *kapitel 7* och ”Avslutande reflektioner”. I avsnittet summeras kort både svar som erhållits och frågor som uppstått under arbetes gång.

⁵ af Sandberg & Sevenius (2007), s. 39.

2 Riskkapital, private equity och venture capital

Förståelsen av venture capital och det därtill hörande investerarskyddet korrelerar i viss mån med läsarens förtrogenhet med företagsekonomiska modeller och teorier, företrädesvis inom disciplinen finansiering. Av denna anledning erbjuder detta kapitel en orientering i aktiebolagets redovisningsnärliga kapitalstruktur samt introducerar läsaren i de varianter varigenom ett bolag kan finansiera sitt kapitalbehov. Redan inledningsvis vill jag understryka att de modeller som beskrivs, av utrymmesskäl utgör förenklingar.

Syftet med avsnittet är emellertid tvåfaldigt och stannar inte vid att vara en introduktion i bolagsfinansiering (corporate finance). Inte minst i massmedia råder nämligen en viss begreppsförvirring rörande den närmare innebörden av riskkapital, private equity och venture capital. Termerna används inte sällan synonymt, vilket som vi kommer att se är något missvisande. Kapitlet ämnar därför också att kort klargöra de begrepp som förekommer i branschen.

2.1 Aktiebolagets kapitalförsörjning

Ett aktiebolag har två huvudsakliga kanaler för kapitalförsörjning: eget kapital och främmande kapital. Dessutom finns det renodlat hybrida instrument eller instrument som svårligen låter sig sorteras under någon av de två huvudsakliga finansieringsformerna.⁶ Nedan följer en översiktlig genomgång av de alternativ inom kapitalanskaffningsområdet som står ett aktiebolag till buds.

2.1.1 Eget och främmande kapital samt former däremellan

Kapitalanskaffning genom *främmande kapital (lånekapital)* innebär en skuldfinansiering, det vill säga en finansiering med lånade medel. ABL saknar i princip reglering för under vilka former ett aktiebolag kan anskaffa kapital genom upplåning. Istället har lagstiftaren överlåtit åt kreditmarknadens aktörer att på egen hand komma överens om lämpliga villkor för finansiering genom främmande kapital.⁷ Kännetecknande för skuldfinansiering är att det låntagande aktiebolaget är skyldigt att betala avkastningsränta på lånet och att återbetala dettas kapitalbelopp, oberoende av om den sista raden på resultaträkningen utvisar vinst eller förlust. Ett

⁶ Sandström (2007), s. 98 f.

⁷ Rodhe (2002), s. 70.

annat karakteristikum är att kreditgivaren kan göra anspråk på att vid bolagets likvidation eller i dess konkurs få betalning för sin fordran i konkurrens med företagets övriga fordringsägare.

Aktiebolagets *eget kapital*, å andra sidan, uppbringas genom insatser vid bolagets tillkomst eller senare genom att ett ekonomiskt värde tillförs bolaget, inte som lån, utan med avsikten att insatsen ska ingå i det egna kapitalet.⁸ Från borgenärssynpunkt görs en viktig uppdelning av det egna kapitalet i bundet och fritt eget kapital. Uppdelningen symboliserar att det på debetsidan (aktivsidan) i bolagets balansräkning har reserverats så mycket förmögenhet som täcker det egna bundna kapitalet och att denna förmögenhet, fram till eventuell likvidation, om möjligt ska säkra borgenärernas krav. Överskjutande förmögenhet utgör det fria egna kapitalet.⁹ Av ÅRL 5:14 följer att det bundna egna kapitalet utgörs av aktiekapital, uppskrivningsfond, reservfond och kapitalandelsfond. Under fritt eget kapital ska tas upp fria fonder, var för sig, balanserad vinst eller förlust samt vinst eller förlust för räkenskapsåret.

Alla aktiebolag är skyldiga att ha ett aktiekapital och bolagsordningen ska innehålla uppgift om detta, ABL 1:4 och 3:1.¹⁰ Från redogörelsen ovan minns vi att aktiekapitalet i sig självt inte är ett faktiskt kapital utan blott en siffra på debetsidan i bolagets balansräkning och sålunda inte låter sig påverkas av förändringar i bolagets ekonomiska ställning.¹¹ Ur bolagsrättslig synvinkel är sålunda aktiekapitalets grunduppgift att värna om soliditeten¹² och tillgodose borgenärernas säkerhetsbehov. Detta behov tillgodoses med hjälp av kapitalskyddsregler, vars huvudtanke är att bevara bolagets nettobehållning, det vill säga det egna kapitalet.¹³ Ändringar av aktiekapitalet förutsätter därför att bolaget iakttar en i ABL föreskriven procedur, exempelvis fond- eller nyemission. Venture capital-investeringar är, vilket kommer att bli tydligt i senare kapitel, regelmässigt förenade med nyemission av aktier.

Bilden av ett aktiebolags kapitalstruktur bestående av antingen eget kapital eller främmande kapital kompliceras av att det ofta förekommer *mellanformer*. Vid sidan av, eller rättare sagt mittemellan, främmande och eget kapital finner vi nämligen säregna hybridformer för kapitalanskaffning som inte låter sig kvalificeras under någon av de två huvudsakliga finansieringsvarianterna. Helt utanför ABL:s tillämpningsområde faller aktieägartillskottet; ett benefikt ekonomiskt tillskott utan aktieteckning syftande till att täcka en akut kapitalbrist i bolaget.¹⁴ Kapital- och vinstandelslån innebär vidare att långgivarens rätt till ränta och/eller

⁸ Johansson (2001), s. 216.

⁹ Sandström (2007), s. 102.

¹⁰ Aktiekapitalet måste uppgå till minst 100 000 kronor, eller 500 000 kronor om det är ett publikt aktiebolag, ABL 1:5 och 1:14.

¹¹ Johansson (2001), s. 216.

¹² Soliditeten erhålls genom att dividera justerat eget kapital med den totala balansomslutningen.

¹³ Rodhe (2002), s. 77.

¹⁴ Sandström (2007), s. 99.

amorteringar görs beroende av vinstgenerering i bolaget, vilket onekligen lockar till analogier med aktieägarens möjligheter att få avkastning på sin investering i form av vinstutdelning. Både kapital- och vinstandelslånen finns numera reglerade i ABL 11:11. Slutligen finns konvertibler (ABL 14 kap.) och teckningsoptioner (ABL 15 kap.). Dessa två sistnämnda renodlade mellanformer karakteriseras av att den som investerar i dessa instrument inte omedelbart blir aktieägare i bolaget, men har en möjlighet att bli det.

2.1.2 Kapitalstrukturen i ett företags olika livscyklifaser

I finansieringsteoretiska sammanhang görs ofta en kategorisering av ett bolags huvudsakliga livscyklifaser i (i) inledningsfasen, (ii) tillväxtfasen, (iii) mognadsfasen samt (iv) nedgångsfasen. Även om gränserna mellan faserna inte är knivskarpa, kännetecknas varje skede av sina speciella behov och särskilda betingelser. Risk är en sådan betingelse. Risk är emellertid ett mångfacetterat begrepp och en konsensusdefinition går inte att finna. Det är emellertid allmänt accepterat att ett företags risk är nära korrelerad med utsattheten för förändringar i exempelvis efterfrågan och ofta mäts med variabilitet i försäljning eller i avkastning. Vidare är det möjligt att klyva denna risk i två komponenter, affärsrisk och finansiell risk. Medan affärsrisken är relaterad till den bransch som bolaget befinner sig i och beror på konkurrens- och efterfrågesituationen, är den finansiella risken knuten till hur mycket lånat kapital som belastar balansräkningen.¹⁵ Med stora lån finns risken att bolaget inte kan amortera och betala räntor. Myntets framsida är å andra sidan att låneandelen har en relativt fast ersättning samt att kvarvarande överskott, residualen, tillfaller ägarna, vilket innebär en viss finansiell hävstång.

Summan av bolagets finansiella risk och affärsrisken är den totala risken. I traditionella finansieringsteorier finns det ett inverterat samband mellan affärsrisk och finansiell risk.¹⁶ Med utgångspunkt häri är det möjligt att i grova drag uttala sig om hur ett bolags fördelning mellan eget kapital och främmande kapital bör se ut, beroende på var i sin livscykel som bolaget befinner sig.

I ett bolags tidiga utveckling, *inledningsfasen*, är affärsrisken normalt sett mycket hög. Det typiska exemplet är ett forskningsföretag där det ännu råder betydande osäkerhet rörande huruvida affärsidén ska bära frukt och generera intäkter. Verksamheten karakteriseras därför av små, eller inga, försäljningsintäkter, samtidigt som kostnaderna för forskning och utveckling, löner samt marknadsföring ofta är betungande. I den efterföljande *tillväxt- eller expansionsfasen* är kostnaderna fortsatt höga, men försäljningsintäkterna ökar successivt. Därtill brukar kostnaderna skifta

¹⁵ Andrén m.fl. (2003), s. 62.

¹⁶ Andrén m.fl. (2003), s. 62 f.

karaktär, då tillväxten påkallar investeringar i bland annat anläggningstillgångar och rörelsekapital.¹⁷

I både inledningsfasen och expansionsfasen bör den huvudsakliga finansieringen komma från investeringar i eget kapital, då företaget härigenom kompenserar den höga affärsrisken med en lägre finansiell risk. Under *mognadsfasen* får emellertid företaget kontroll på kostnaderna och verksamheten stabiliseras. I takt med att affärsrisken avtar och kassaflödet ökar kan den finansiella risken höjas genom ökad skuldfinansiering. Bolagets livscykel avslutas med *nedgångsfasen*, i vilken affärsrisken är mindre och enklare att förutsäga. Ett kontinuerligt positivt kassaflöde talar för en kapitalstruktur med ökad andel främmande kapital, med en hävstångseffekt och finansiell utväxling som resultat.¹⁸

2.2 Distinktionen mellan riskkapital och lånekapital

Efter denna utflykt i aktiebolagets finansieringskanaler står det klart att ett aktiebolag i första hand kan välja att anskaffa finansiella medel antingen genom eget kapital eller lånekapital. Kapitalanskaffning medelst lån medför vissa fördelar, som är ouppnåeliga om bolaget istället söker finansiering på marknaden för eget kapital. Ett framgångsrikt och vinstgenererande företag kan nämligen uppnå finansiella hävstångseffekter genom att öka sin skuldsättningsgrad¹⁹, och på så sätt förbättra ägarnas avkastning. En avsevärd fördel med skuldfinansiering är också den skattemässiga avdragsrätten som är knuten till bolagets räntekostnader, men som inte gäller för vinstutdelning.²⁰

Det egna kapitalet besitter emellertid egenskaper som det främmande kapitalet saknar och som är av central betydelse för ett bolags existens, stabilitet och överlevnad. Först och främst kan avkastningen på det egna kapitalet inställas om lönsamheten och likviditeten gör det önskvärt. Det egna kapitalet ska inte heller amorteras eller (åtminstone i normalfallet) återbetalas till finansörerna. Slutligen, eftersom finansiering genom eget kapital stärker bolagets soliditet förbättrar denna form av kapitalförsörjning företagets möjligheter att anskaffa främmande kapital.²¹ En hög soliditet är förenad med långsiktig överlevnadsförmåga, vilket sänder ut positiva företagsekonomiska signaler till externa kreditgivare.

¹⁷ Andrén m.fl. (2003), s. 62 f.

¹⁸ Andrén m.fl. (2003), s. 63.

¹⁹ Skuldsättningsgraden (soliditetens motsats) erhålls genom att dividera främmande kapital med den totala balansomslutningen.

²⁰ Johansson (2001), s. 221.

²¹ Andrén m.fl. (2003), s. 62; Johansson (2001), s. 221.

Risikkapital är i princip samtliga investeringar i ett aktiebolags egna kapital.²² Eftersom investeringar i mellanformerna konvertibler och teckningsoptioner är förenade med en möjlighet att i framtiden erhålla aktieägarstatus brukar även dessa typer av investeringar hänföras till risikkapital.²³ Sammanfattningsvis innebär risikkapital följaktligen att investeraren tillskjuter kapital mot erhållandet, eller möjligheten att erhålla, en ägarandel i bolaget. I förhållande till bolagets övriga finansiärer tar sålunda risikkapitalisten en större risk; dennes ställning som aktieägare är förenad med sämsta rätt vid en eventuell likvidation eller konkurs. Risikkapitalisten kan inte heller göra anspråk på ränta, utan får nöja sig med den ovissa förhoppningen om att bolaget delar ut eventuella vinstmedel.

Vän av ordning undrar nu varför en risikkapitalist väljer att investera i bolagets egna kapital och inte i det främmande kapitalet. Är det inte mer fördelaktigt att som extern finansiär låna ut kapitalet till bolaget, vilket uppenbarligen är förenat med en lägre risk? Förklaringen bakom investerarnas riskpreferens heter *riskjusterad avkastning*. Den bakomliggande grundtanken är att det finns en positiv korrelation mellan risktagande och lönsamhet. Ur risikkapitalistens perspektiv är risktagande med andra ord ett nödvändigt ont för att uppnå hög avkastning.

Motsatsvis innebär detta att venture capital-investeraren förväntar sig betydligt högre genomsnittlig avkastning på sitt kapital om detta investeras i det egna kapitalet, istället för att lånas ut till bolaget i fråga. Investeraren kompenserar följaktligen sitt höga risktagande genom att ställa ett högt avkastningskrav i sin investeringskalkyl av det presumtiva portföljbolaget.²⁴ En flitigt använd kalkyleringsmodell som risikkapitalbolag använder sig vid investeringsbedömningar är diskontering av framtida kassaflöden.²⁵ I kalkylen kommer investerarens avkastningskrav till uttryck i form av en bestämd kalkylränta (även kallad diskonteringsränta) som ligger till grund för nuvärdesberäkningen.

Det är utifrån denna uppmålade kontext som investerarskyddet vid venture capital-investeringar ska förstås. Skyddet är följaktligen inte endast avsett att försäkra investeraren mot en eventuell förlust. Lika mycket är investerarskyddet ägnat att, så långt möjligt, garantera att investerarens beräknade lönsamhetsmål uppnås. Kort sagt handlar investerarskyddet om att tillförsäkra risikkapitalisten riskjusterad avkastning.

²² Ur ett semantiskt perspektiv är skillnaden mellan termerna eget kapital och risikkapital i princip den, att den förstnämnda termen utgår från bolagets egen synvinkel medan risikkapitalbegreppet istället anlägger finansiärens perspektiv. Genom att investera i bolagets egna kapital tar denne en risk, visavi fordringsägare vars investering ofta är tryggad genom olika säkerhetsåtaganden från bolagets sida.

²³ Nyman (2002), s. 15 f.

²⁴ Det bolag vari investeringar sker benämns vanligen portföljbolag, eftersom venture capital-företag brukar diversifiera sina risker en portfölj av kapitalplaceringar.

²⁵ Så kallad DCF-kalkyl. ”DCF” är engelska och står för discounted cashflow, se Isaksson (2006), s. 67.

Från bolagets synvinkel motsvaras investerarens avkastningskrav av en kapitalkostnad. Eftersom riskkapitalisten kräver kompensation för sitt risktagande är kapitalkostnaden för eget kapital i typfallet högre än kostnaden för främmande kapital.²⁶

2.3 Distinktionen mellan private equity och venture capital

Av den ovan gjorda redogörelsen framgår riskkapital är en investering i ett bolag som innebär att investeraren blir, eller i framtiden kan bli, ägare. Utmärkande för *private equity* är i sin tur att det är fråga om riskkapitalinvesteringar i onoterade bolag, det vill säga bolag vars aktier inte är möjliga att handla med över någon marknadsplats.²⁷ Private equity är således en del av riskkapitalmarknaden. Ett andra särdrag för private equity-investeringar är att dessa typiskt sett är tidsbegränsade. Investeraren har redan initialt en målsättning att inom överskådlig tid avyttra investeringen, normalt inom 3-7 år. Som vi kommer att studera djupare längre fram i uppsatsen är därför möjligheten att avyttra och realisera investeringen en synnerligen viktig del av investeringsavtalet. Slutligen kännetecknas en private equity-investering av ett aktivt ägarengagemang; investeraren bidrar således inte bara med finansiella medel, utan tillskjuter också erfarenhet och kompetens.²⁸

Föremålet för denna uppsats är emellertid så kallade *venture capital-investeringar*. Många gånger används private equity och venture capital liktydigt med varandra. Till dettas försvar ska sägas att det saknas internationellt vedertagna definitioner och att venture capital-investeringar de facto också avser riskkapitalinvesteringar i onoterade företag med ett aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang.²⁹ SVCA och EVCA definierar icke desto mindre venture capital som en särskild del av private equity-marknaden, som avser investeringar i tidiga utvecklingsfaser, så kallad sådd- och uppstartsfinansiering, samt expansionsfaser.³⁰ Distinktionen mellan private equity och venture capital tar med andra ord sikte på i vilket skede i ett bolags livscykel som riskkapitalinvesteringen görs.

²⁶ Andrén m.fl. (2003), s. 248.

²⁷ I detta sammanhang kan det vara på sin plats att också klargöra skillnaden mellan riskkapital och private equity, då även dessa begrepp stundom förväxlas. Private equity-termen bör reserveras för investeringar i onoterade bolag. I de fall det är fråga om en riskkapitalinvestering i ett noterat bolag kan istället med fördel begreppet public equity användas.

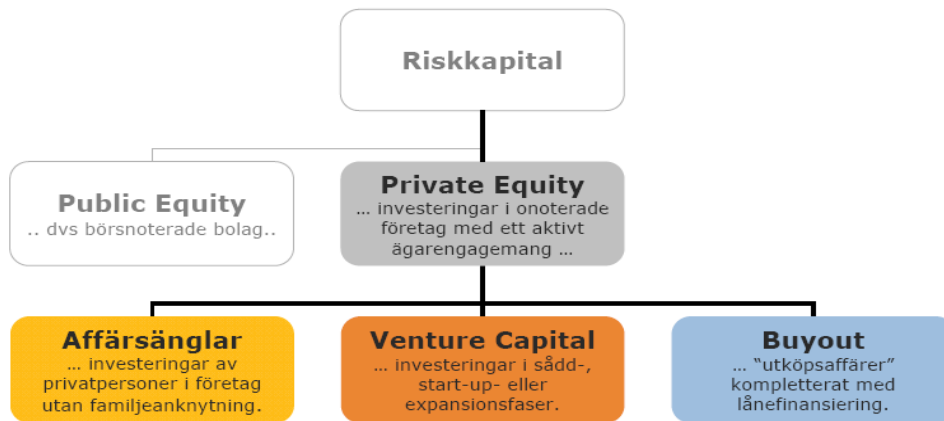
²⁸ Nyman (2002), s. 16.

²⁹ Nyman (2002), s. 16.

³⁰ Presentationen "Introduktion till den svenska private equity-marknaden" återfinns för nedladdning på www.svca.se. Se även http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp?action=search&letter=yes&AZ=vwxyz.

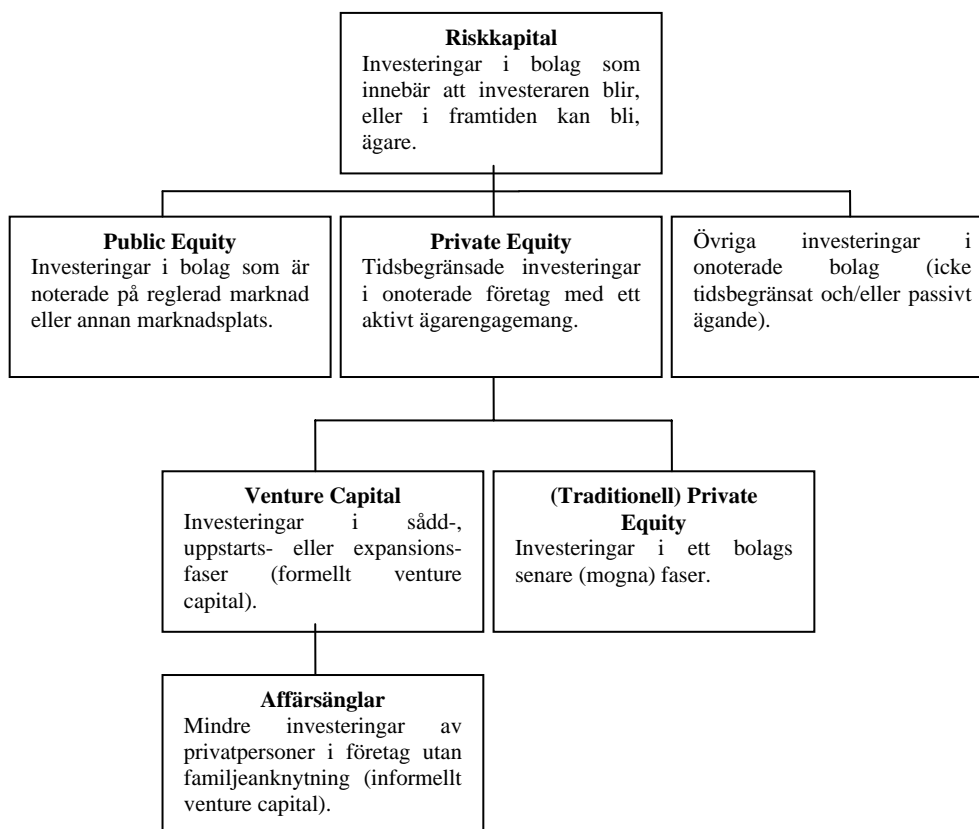
Venture capital-företag tillgodoser följaktligen viktiga företagsekonomiska intressen, nämligen behovet av kapital och kompetens. Venture capital är med andra ord inte bara en attraktiv försörjningskanal för bolag som med hänsyn till den höga affärsrisken, är hänvisade till finansieringsformer med lägre finansiell risk. Minst lika betydelsefullt är den tillförsel av expertkunnande och branscherfarenhet som venture capital-investerare bidrar med i sina portföljbolag. Möjligheten att genom ett aktivt ägarengagemang överbrygga det kompetensgap som inte sällan finns i mindre bolag med stor tillväxtpotential, är därför en förutsättning för existensen av venture capital-marknaden.³¹

Sammanfattningsvis finns det skäl att kort åskådliggöra de grundläggande distinktionerna mellan riskkapital, private equity och venture capital. Nedanstående bild är framtagen av SVCA:



Även om SVCA:s schema över riskkapitalmarknaden har sina förtjänster, är detta enligt mitt förmenande behäftat med en viss otydlighet. Från pedagogisk synvinkel finns det därför anledning att göra en något annorlunda indelning, som mera explicit knyter an till de begreppsdefinitioner som givits ovan.

³¹ Isaksson (2006), s. 1.



Den informella grenen av venture capital-branschen utgörs sålunda av förmögna och välbeställda privatpersoner, så kallade affärsänglar (business angels). I de flesta fall är dessa informella venture capital-investeringar på mindre belopp, sällan över 1 miljon kronor.³² Formella venture capital-investeringar är i allmänhet på betydligt större belopp och förutsätter därför ett rigorösare investerarskydd. Även om denna framställning säkerligen äger viss tillämplighet även på investeringar från affärsänglar, är arbetet i första hand ägnat att beskriva och analysera det investerarskydd som aktualiseras vid formella venture capital-investeringar.

2.3.1 Investeringar i tidiga utvecklingsfaser

Redan innan ett företag startas och en produkt eller tjänst lanseras kan det finnas ett behov av att utveckla och närmare utvärdera affärsidén. Finansiering som tillhandahålls för sådana tidiga utvecklings- och utvärderingsåtgärder kallas *såddfinansiering* (*seed financing*). Typiskt sett sker finansieringen till entreprenörer eller uppfinnare, även om det stundtals förekommer såddfinansiering av forskningsprojekt.³³

I inledningsfasen av livscykel, det vill säga bolag som är nystartade eller som endast har bedrivit verksamhet en kort tid, kan *uppstartsfinansiering*

³² <http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&CatId=7243>.

³³ Nyman (2002), s. 45.

(*start-up financing*) användas för att kommersialisera och marknadsföra en produkt.³⁴ Gränserna mellan sådd- och uppstartsfinansiering är emellertid flytande och ibland förekommer det att finansiering för framtagande av prototyp, marknadsundersökning och liknande åtgärder klassificeras som än den ena än den andra. Traditionellt har uppstartsfinansiering utgjort den vanligaste formen av private equity-investering.

2.3.2 Investeringar i expansionsfaser

För att ett redan etablerat företag ska kunna växa eller för att en befintlig verksamhet ska kunna utvecklas och expandera krävs inte sällan ytterligare kapital. Det kan exempelvis vara fråga om att utöka tillverkningskapaciteten eller utveckla marknadskanalerna. Investeringar som görs i dessa syften hänförs normalt till expansionsfasen.

Vanligen delas expansionsfasen upp i en tidig och sen del. En investering i fasen tidig expansion innebär ofta en investering i samband med ett bolags andra investeringsrunda (*second stage financing*) och syftar då till att täcka förluster i ett skede som annars kännetecknas av successiv försäljningstillväxt. I fasen sen expansion (*third stage expansion financing*) behövs i allmänhet inte riskkapital för att bestrida förluster, utan företag som befinner sig i detta skede uppvisar normalt kraftig omsättningstillväxt och går mestadels med vinst. Kapitaltillskott behövs istället av andra anledningar, såsom för finansiera en expansion på nya marknader.³⁵

Av affärsmässiga skäl är som vi har sett investeringar i dessa tidiga utvecklingsfaser och expansionsfaser förenade med stor risk och osäkerhet. Intresset i uppsatsen vänds nu därför mot de instrument som en venture capital-investerare och dennes juridiska rådgivare kan begagna sig av för att tillförsäkra riskkapitalinvesteringen ett visst mått av trygghet och skydd.

³⁴ Nyman (2002), s. 46 f.

³⁵ Nyman (2002), s. 47.

3 Juristens dilemma – om hängslen och livremmar

Det är genom att tillgodose efterfrågan på både riskkapital och kompetens som venture capital-marknaden har funnit sin nisch och utan tvekan har dessa riskkapitalinvesteringar i unga högriskföretag stor företags- och samhällsekonomisk betydelse. Av denna anledning är det mycket viktigt att det finns rättsliga strukturer som skapar incitament åt och skapar möjligheter för riskvilligt kapital att allokteras till företag som har ett stort kapitalbehov, men där utsikterna till framtida avkastning bedöms vara goda. Med andra ord måste det finnas verktyg som skyddar investeringen. Vi har därför nu kommit till pudelns kärna. De kapitel som läsaren nu har framför sig utgör uppsatsens viktigaste och mest centrala.

3.1 Investeringsdokumentationen

Rubriken ”Juristens dilemma” är ägnad att fånga det faktum att det i många viktiga avseenden saknas ett regulatoriskt skydd för en venture capital-investerares placering. Istället får detta uppfinnas med hjälp av juridiska konstruktioner som tar hänsyn till investerarens unika situation och krav.

En venture capital-investering i Sverige inkluderar normalt följande dokumentation: ett teckningsavtal (subscription agreement), ett aktieägaravtal (shareholders’ agreement) samt portföljbolagets bolagsordning.³⁶ I allmänhet sker investeringar i portföljbolag genom nyemission av aktier och teckningsavtalet är då ägnat att detaljreglerna frågor rörande emissionen samt eventuella garantier. Aktieägaravtalet, å andra sidan, syftar till att styra det fortsatta ägandet och driften av portföljbolaget. Aktieägaravtalet är sålunda det instrument som tillsammans med bolagsordningen och ABL:s bestämmelser kommer att reglera samarbetet i det gemensamt ägda bolaget. Teckningsavtalet och aktieägaravtalet kallas med ett samfällt begrepp investeringsavtal, men det är alltså viktigt att minnas att detta i själva verket består av två separata delar. Ibland, om investeraren önskar hemlighålla emissionsvillkoren för senare tillkomna ägare, upprättas och undertecknas till och med två separata kontrakt.³⁷

³⁶ von Baumgarten & Bohman (2003). Den gjorda uppräknigen undantar eventuella avsiktsförklaringar och föravtal.

³⁷ Nyman (2002), s 88 f.

3.1.1 Bolagsordningen

Ett av aktiebolagsrättens signum är att ägarnas dispositionsfrihet är begränsad av tvingande bestämmelser. Implementeringen av en föreskrift i bolagsordningen som står i strid med en tvingande ABL-regel eller någon annan författning är därför ogiltig. I övrigt kan dock ägarna, åtminstone i teorin, reglera i princip vilka frågor som helst i bolagsordningen.³⁸ Att en bestämmelse införs i bolagsordningen tillför onekligen denna en viss status; stundom refereras det högtidligt till bolagsordningen som ”bolagets författning”.³⁹ Eftersom bolagsordningen är bindande för bolaget, kan ett beslut i strid med denna klandras i domstol och sedermera upphävas eller ändras (ABL 7:50).

Här finns varken utrymme eller anledning till att tillhandahålla en komplett provkarta på olika klausuler som placerare och andra ägare kan ta in i bolagsordningen. Mycket förenklat regleras i bolagsordningen sådant som berör själva bolaget samt förhållandet mellan bolaget och ägaren, exempelvis aktiekapitalets sammansättning och aktiernas rätt gentemot bolaget.⁴⁰ I samband med en venture capital-investering torde det dessutom regelmässigt krävas ändringar av bolagsordningen, till exempel för att kunna emittera ett nytt aktieslag eller om investeraren insisterar på att bolagsordningen ska innehålla ett omvandlings- eller inlösenförbehåll.

ABL:s tvingande inslag innebär naturligtvis en betydande restriktion på vilka föreskrifter som kan införas i en bolagsordning. Reglerna kan därför, inte minst i mindre bolag med koncentrerat ägande, uppfattas som hämmande för effektivt företagande. Mot denna bakgrund inses vikten av att komplettera de aktiebolagsrättsliga reglerna med ett aktieägaravtal. Till och med oaktat att parterna faktiskt har rätt och möjlighet att reglera ett specifikt spörsmål i bolagsordningen, brukar frågor som endast berör ägarna och driften av bolaget regleras via avtalsvägen. Denna teknik sammanhänger med den svenska traditionen att gärna låta bolagsordningen hållas tämligen kort och koncis.⁴¹

3.1.2 Aktieägaravtalet

Aktieägaravtalet erbjuder parterna betydande flexibilitet i jämförelse med den mer stelbenta bolagsordningen och härigenom kan investeraren tillförsäkra sig rättigheter och skydd som denne annars inte hade haft.⁴² Då aktieägaravtalet inte ska underkastas någon offentligrättslig granskning kan utformningen av avtalet i princip ske helt efter parternas egna önskemål – ett himmelrike för idérika affärsjurister. Viss försiktighet är emellertid påkallad

³⁸ Kristiansson & Skog (2002), s. 12 ff.

³⁹ Sandström (2007), s. 28.

⁴⁰ von Baumgarten & Bohman (2003).

⁴¹ Kristiansson & Skog (2002), s. 13.

⁴² Nyman (2002), s. 88.

och avtalsrättsliga regler, däribland AvtL 36 §, begränsar i viss mån avtalsfriheten.

Fördelarna till trots, nackdelarna med ett aktieägaravtal är i många avseenden uppenbara. Aktieägaravtalet är i första hand lämpat för aktiebolag med ett tämligen koncentrerat ägande. I större bolag, med starkt fragmentiserad ägarbild, kan det till och med vara praktiskt ogenomförbart att upprätta ett aktieägaravtal.⁴³

Vidare är det en mycket utbredd uppfattning i doktrinen att ett aktieägaravtal endast binder parterna i avtalet, ej tredje man.⁴⁴ Det är således inte möjligt för aktieägarna att med bindande verkan avtala om att bolagsorganen i framtiden ska besluta på visst sätt. Vad aktieägarna kan avtala om är endast hur rösträtten ska utövas eller vilka andra åtaganden som ska uppfyllas. En tillsynes elegant lösning som ibland förekommer på ifrågasättande problem, är att försöka binda även bolaget till aktieägaravtalet genom att låta bolaget själv tillträda avtalet. Den juridiska verkan av ett sådant åtagande från bolagets sida är emellertid osäkert, men mycket talar för att dylika formuleringar är betydelselösa.⁴⁵

Maximen om aktieägaravtalets externa effekter, det vill säga verkningar gentemot andra än parterna själva, ställs också på sin spets när en avtalsbunden aktieägare får för sig att sälja sin ägarandel. I doktrinen går meningarna isär huruvida det är tillräckligt för att förvärvaren ska bli bunden av avtalet att denne är i ond tro beträffande avtalets existens.⁴⁶ För egen del ansluter jag mig till den skara inom doktrinen som förespråkar en dylik godtrohetsprincip. Det förefaller enligt mitt förmenande egendomligt, om en part kan sälja sin andel till exempelvis ett av parten helägt bolag och på detta sätt frånträda avtalet och urvatna det skydd som avtalet är ägnat att konstituera.

Problemet med att förvärvare inte tillträder avtalet kan hanteras på två olika sätt. För det första förekommer klausuler som innebär att den som förvärvat en avtalsparts aktier ska ingå i avtalet. För det andra innehåller investeringsavtalen ibland bestämmelser om att avtalspart inte får överlåta aktier utan att tillse att förvärvaren inträder i avtalet. Nackdelen med det förstnämnda alternativet är att två parter i allmänhet inte kan förpliktiga tredje man. I det andra fallet ligger bristen i att det inte med säkerhet kan påräknas att överlåtaren ser till att förvärvaren inträder i avtalet.⁴⁷ Ska något av dessa alternativ användas, framstår dock det senare, i kombination med en vitesklausul, enligt min mening som mer attraktivt. Komplikationerna med ägarförändringar hanteras emellertid i allmänhet genom att investeringsavtalet helt sonika förbjuder överlåtelse av aktierna i bolaget

⁴³ Stattin, JT 2004/05 s. 100.

⁴⁴ Se här ibland Roos (1969), s. 345; Kansmark & Roos (1994), s. 29; Sandström (2007), s. 82 f.

⁴⁵ Stattin, JT 2004/05 s. 104.

⁴⁶ Kansmark & Roos (1994), s. 29 ff.; Sandström (2007), s. 83.

⁴⁷ Stattin, JT 2004/05 s. 106 f.

under viss tid, företrädesvis fram till den planerade avyttrandetidpunkten.⁴⁸ Ett avtalsbaserat överlåtelseförbud hindrar emellertid inte en (godtroende) förärvare från att göra ett giltigt fång. Från en investerares synvinkel uppnås därför ett ännu mera effektivt aktiebolagsrättsligt skydd om överlåtelseförbudet exempelvis kompletteras med en hembudsklausul i bolagsordningen, vilket förpliktigar köparen att hembjuda den förvärvade ägarandelen, se ABL 4:27.

Även om utgångspunkten alltså är att en aktie ska vara fritt överlåtbar (ABL 4:7), intar ABL 2005 en historiskt sett liberal inställning till möjligheten att i bolagsordningen ställa upp omsättningsbegränsande bestämmelser. Förutom hembudsklausulen tillåts numera såväl samtyckesförbehåll (ABL 4:8-17) som förköpsförbehåll (ABL 4:18-26). Att jurister ändå föredrar att reglera samtycke och förköp i aktieägaravtal sammanhänger som sagt troligen med en önskan om att hålla bolagsordningen så ”ren” som möjligt. Annorlunda förhåller det sig med hembudsklausulen, som definitionsmässigt är ämnad att förpliktiga tredje man och därför måste regleras i bolagsordningen för att åtnjuta avsedd effekt.

Ett ytterligare huvudbry som är förknippat med aktieägaravtal är deras varaktighet. Samarbete inom ramen för ett aktieägaravtal betraktas nämligen som ett enkelt bolag enligt BL.⁴⁹ Ett aktieägaravtal som upprättas mellan en venture capital-investerare och övriga aktieägare är dock närmast definitionsmässigt slutet på viss tid. Samverkans varaktighet är begränsad till investeringens löptid, det vill säga vid tidpunkten för investeringens avyttrande är samverkan ägnad att upphöra. För att vara på den säkra sidan kan avtalet innehålla en generell avsiktsförklaring, att det är investerarens ambition att avyttra investeringen inom en viss tid. Att avtalet på detta vis är tidsbestämt, medför bland annat att avtalet kan sägas upp endast på extraordinär grund, nämligen om en delägare väsentligen åsidosatt sina kontraktsrättsliga förpliktelser eller att det annars finns viktig grund för samverkans upplösning (BL 2:25). Läsaren inser att lagens allomfattande formulering kan ge upphov till svåra tolknings- och gränsdragningsproblem. Bestämmelsen om extraordinär uppsägning tillhör emellertid ett tvingande regelsystem och kan därför inte inskränkas genom avtal. Icke desto mindre, eller kanske just på grund härav, bör den som konstruerar avtalet bör därför se till att detta kompletteras med mer förutsebara uppsägningsvillkor.

3.2 Investerarskyddets elementa

De i avsnitt 3.1.1 och 3.1.2 berörda frågorna är av sådan allmän karaktär att de uppkommer så fort en bolagsordning eller ett aktieägaravtal ska författas. De kan med andra ord inte sägas vara typiska för just venture capital-investeringar. Det är dessvärre inte möjligt att i denna uppsats åstadkomma

⁴⁸ Nyman (2002), s. 102.

⁴⁹ Kansmark & Roos (1994), s. 20 ff.

en fördjupad inventering av alla de juridiska knep som kan användas i venture capital-sammanhang för att skapa ett fullgott investerarskydd.⁵⁰

Sedan tidigare vet läsaren att venture capital-investeringar är förknippade med betydande risker. Vilka specifika risker som bör tas på särskilt stort allvar och vilka som eventuellt kan negligeras i det enskilda fallet, är i det närmaste omöjligt för en investerare att sätta fingret på. Med hänsyn till denna osäkerhet måste investerarskyddet sys ihop av ombuden på ett intrikat sätt – gärna med både hängslen och livrem. De hängslen och livremmar som framledes kommer att beskrivas och analyseras, är av sådan natur att de mer eller mindre kan användas i alla investeringsavtal, om än skraddarsydda för att passa venture capital-investerarens unika krav på avkastning och risk. Jag syftar här på:

- Konvertibla preferensaktier
- Anti-utspädningsmekanismer vid följdfinansiering
- Rätten att kräva exit

Dessa tre kärnområden bildar stommen i investerarskyddet. Utan att avslöja för mycket består det första instrumentet egentligen av två, eftersom det är fråga om preferensaktier var till det dessutom är knutet ett omvandlingsförbehåll. Genom att teckna ett sådant instrument behåller investeraren lönsamhetsmöjligheterna, samtidigt som dennes förlustrisk vid fallissemang från bolagets sida reduceras. För att skydda värdet av investeringen kan investeraren dessutom kräva olika former av anti-utspädningsmekanismer, som aktiveras om portföljbolaget tvingas anskaffa ytterligare riskkapital från externa finansiärer. Slutligen är investerarens avyttringsmöjligheter av fundamental betydelse, vilket sammanhänger med att dessa unga portföljbolag oftast saknar ekonomisk möjlighet att ge vinstutdelning.⁵¹ Avkastningen på investeringen utgörs istället av den kapitalvinst som genereras i samband med investeringens realiserande, den så kallade exittidpunkten. Att kunna kräva exit är därför centralt för venture capital-investerare.

Samtidigt som de antydda problemområdena har sin egen berättigade plats i investeringsavtalet, är det tveklöst så att de också kompletterar varandra alldeles ypperligt. Tillsammans säkerställer de att investeraren har ett skydd under hela investeringens livstid, från aktieteckningsögonblicket till avyttrandetidpunkten.

⁵⁰ Nyman (2002) har på ett överskådligt och förtjänstfullt sätt kartlagt vilka frågor som i allmänhet regleras i investeringsavtalet, se s. 89 f.

⁵¹ Isaksson (2006), s. 59.

4 Konvertibla preferensaktier

Venture capital-företag investerar normalt i sina portföljbolag genom ägande av aktier. Investeringen kan då ske genom en riktad nyemission i befintligt aktieslag, varvid teckningskursen motsvaras av en överkurs, som bestäms utifrån den värdering av bolaget som parterna har överenskommit. En emission i befintligt aktieslag resulterar i att venture capital-investerarens aktier har samma rätt i bolaget som övriga aktier.

I takt med att framförallt anglosaxiska traditioner utövar inflytande på det svenska investeringsklimatet, blir det emellertid vanligare att venture capital-investerare kräver aktier med särskilda rättigheter. Skälen härför är naturligtvis att venture capital-investerare vill ha kompensation för den höga risk som investeringar i bolags tidiga faser och expansionsfaser är förenade med. Kravet på konverteringsrättigheter sammanhänger med investerarens ambitioner att så småningom avyttra investeringen så smidigt och lönsamt som möjligt. Av denna anledning är emission av *konvertibla preferensaktier* ett allt mer frekvent förekommande förfarande i venture capital-sammanhang.

4.1 Preferensaktier och likhetsprincipen

En fundamental aktiebolagsrättslig princip är *likhetsprincipen*, vars närmare innebörd framgår av ABL 4:1. Av detta bolagsrättsliga portalstadgande följer, att samtliga aktier har samma rättigheter gentemot bolaget om inte annat har angivits i bolagsordningen. Lika fall ska med andra ord behandlas lika. I doktrinen ägnas mycket diskussion åt likhetsprincipens innehåll, men här är det tillräckligt att konstatera, att med rättigheter avses såväl aktiens ekonomiska rättigheter som dess förvaltningsrättigheter.⁵²

Likhetsprincipen kan endast åberopas av en aktieägare som har blivit särbehandlad på formell grund. Beslut som innebär att samtliga ägare formellt sett likabehandlas, men där det reella resultatet ändå medför ett missgynnande av vissa aktieägare får istället angripas med stöd av generalklausulerna i ABL 7:47 och 8:41.⁵³

Principen om alla aktiers lika rätt är emellertid inte orubblig. Lagstiftaren tillåter därför särbehandling under vissa förhållanden (ABL 4:2-5) och aktier med olika rätt är tämligen vanligt förekommande. Möjligheten för bolag att gör avsteg från likhetsprincipen och besluta att aktier skall ha olika rätt motiveras med att detta anses vara av stor betydelse för att bolagen skall kunna få till stånd en ändamålsenlig finansiering av verksamheten.⁵⁴

⁵² Prop. 2004/05:85 s. 247.

⁵³ Sandström (2007), s. 197.

⁵⁴ Prop. 2004/05:85 s. 287.

Undantagsbestämmelserna får central betydelse vid riskkapitalinvesteringar i allmänhet, och venture capital-investeringar i synnerhet. En presumtiv investerare som står beredd att tillskjuta riskkapital i en fas som präglas av hög affärsrisk vill ju naturligtvis erhålla så förmånliga villkor som möjligt.

Lagtexten anger inte närmare vilka skillnader som är möjliga att föreskriva i bolagsordningen. Utgångspunkten är också att det i princip råder avtalsfrihet när det gäller aktieägarnas möjligheter att besluta om avsteg från huvudregeln om likställdhet. I praktiken har denna möjlighet framför allt kommit att användas för att föreskriva skillnader i fråga om röstvärde och rätten till andel i bolagets tillgångar eller vinst. Men även andra skillnader kan förekomma, exempelvis beträffande rätten att delta i val av styrelse. Parternas avtalsfrihet är emellertid begränsad, såtillvida att röstvärdet för en aktie aldrig får överstiga tio gånger röstvärdet för en annan aktie, ABL 4:5.⁵⁵ Innebörden härav är ett tvingande förbud mot att ge ut röstlösa aktier. Även om frågan inte är närmare utredd i doktrin, är det inte omöjligt att ABL innehåller fler rättigheter som är tvingande i den mening att de ej går att inskränka i bolagsordningen. Till denna kategori bör exempelvis flertalet minoritetsskyddsregler kunna hänföras.

Aktier som har ett högre röstvärde än övriga aktier intar en, ur beslutshänseende, privilegierad ställning; ägarandelen är med andra ord förvaltningsmässigt gynnad. Som redan antytts kan emellertid en aktie även vara ekonomiskt gynnad. Sådana aktier med företräde till ett bolags vinst och/eller tillgångar betecknas *preferensaktier*, medan aktier utan denna prioritet benämns *stamaktier*.⁵⁶

Ett innehav av preferensaktier är naturligtvis i de flesta fall mycket förmånligt. I jämförelse med investeringar i stamaktier är ägandet av preferensaktier förenat med lägre risk samtidigt som avkastningen kan bli betydligt högre. För att tillgodose rättviseaspekter mellan aktieslagen kan dock preferensaktierna kombineras med ett lägre röstvärde.⁵⁷ Med hänsyn till den risk som venture capital-investeraren tar, är det enkelt att förstå attraktionskraften i de ekonomiskt privilegierade preferensaktierna. Beroende på preferensvillkorens närmare utformning (se avsnitt 4.1.1), kan venture capital-investerarens ställning som preferensaktieinnehavare öka dennes avkastningsmöjligheter. Märk väl att emissionen av preferensaktier inte nödvändigtvis är enbart till investerarens fördel. Emissionskursen torde nämligen bli högre om det är fråga om en sådan särskilt berättigad aktie, än om bolaget ger ut nya aktier av redan befintligt slag.

Hur pass utbrett bruket av preferensaktier i venture capital-sammanhang är i Sverige idag, synes inte vara närmare vetenskapligt kartlagt. I USA är dock preferensaktier ett mycket flitigt använt finansiella instrumentet vid venture

⁵⁵ I aktiebolag som bildades före ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag kan det emellertid, till följd av särskilda övergångsbestämmelser, fortfarande förekomma större röstvärdesskillnader än så.

⁵⁶ Rodhe (2002), s. 133.

⁵⁷ Nyman (2002), s. 56.

capital-investeringar.⁵⁸ Med hänsyn till den svenska riskkapitalmarknadens känslighet för anglosaxiska influenser, kan det därför antas att investeringar i preferensaktier successivt blir vanligare även i inhemska venture capital-sammanhang.

4.1.1 Olika former av preferensvillkor

Parternas frihet är omfattande när det kommer till att definiera på vilket vis preferensaktiens ägare är tänkt att gynnas. Eftersom det i princip råder avtalsfrihet, är det i teorin blott parternas fantasiförmåga och affärsjuristernas kreativitet som avgör hur olikheterna mellan preferensaktierna och stamaktierna utformas i bolagsordningen. I det enskilda fallet har givetvis parternas inbördes förhandlingsstyrka betydelse för vilka villkor som reglerar investeringen.

Någon legal begränsning vad gäller antalet olika aktieslag som kan förekomma i ett och samma bolag finns inte. Det står sålunda bolaget fritt att besluta om flera olika serier av preferensaktier, var och en med sin unikt formulerade företrädesrätt till vinstmedel och tillgångsmassa. Ett inte oviktigt spörsmål i sammanhanget är emellertid ABL:s offentlighetsdimension. Eftersom bolagsordningen, eller ändringar därav, ska registreras hos Bolagsverket, ankommer det på Verket att företa en rättslig granskning av föreskrifternas formella och materiella förenlighet med aktiebolagsrätten (ABL 27:2). Otydligt formulerade bestämmelser i bolagsordningen, eller föreskrifter som lämnar stort tolkningsutrymme i olika avseenden kan sålunda utgöra hinder för registrering.⁵⁹

En särskild rätt till bolagets vinst brukar kallas utdelningspreferens, medan prioritet till bolagets tillgångsmassa betecknas likvidationspreferens.⁶⁰ Ett villkor om *utdelningspreferens* tar, som namnet subtilt avslöjar, sikte på situationen att bolaget skördar framgångar och uppvisar vinst. Kort sagt innebär utdelningspreferens att preferensaktieägaren har företräde till bolagets vinstmedel, det vill säga innehavaren av preferensaktier erhåller en rätt till utdelning före stamaktieinnehavarna. Investerare i unga forskningsintensiva företag kan emellertid näppeligen förlita sig på att stora vinstutdelningar väntar på kommande bolagsstämmor. Överskott som portföljföretaget genererar måste i allmänhet återinvesteras för att finansiera fortsatt tillväxt. Istället är det vanligt att venture capital-investeraren genom kontraktuella arrangemang förhindrar utbetalningar av vinstmedel.⁶¹ Exempelvis torde en venture capital-investerare regelmässigt insistera på att exempelvis erhålla vetorätt i vinstutdelningsfrågor.

För att förbättra utsikterna till återbetalning av kapitalplaceringen, måste en venture capital-investerare även ta risken för misslyckande och fallissemang

⁵⁸ Harris (2003), s. 587.

⁵⁹ Sandström (2007), s. 359.

⁶⁰ Nyman (2002), s. 56.

⁶¹ Isaksson (2006), s. 59.

från bolagets sida i beaktande. En föreskrift om *likvidationspreferens* bereder investeraren skydd om bolaget tvingas träda i likvidation, eftersom preferensaktieägaren under sådana förhållanden har företräde till bolagets tillgångar framför ägarna till stamaktierna.

Inte sällan är preferensaktieägarens företräde begränsat i något avseende, varpå preferensaktien sägs vara *limiterad*. Innebörden härav är att preferensaktien inte berättigar till någon utdelning utöver den som erhålls med förtur framför stamaktieägarna.⁶² Därmed blir aktien i praktiken likställd med en obligation, det vill säga ett räntebärande värdepapper, och kursen växlar med ränteläget förändringar. I sin enklaste form föreskriver en limiterad likvidationspreferens att investeraren är berättigad att återfå investeringens nominella belopp. Men parterna kan naturligtvis även avtala om att preferensen ska vara limiterad till två, eller varför inte tre, gånger det investerade kapitalet.

Efter att preferensaktieinnehavarens rätt har tillgodosetts, uppstår emellertid den delikata frågan hur ett eventuellt överskott ska distribueras mellan aktieägarna. För den förhandlingsstarke venture capital-investeraren kan i dessa lyckofall ett mycket långtgående skydd erhållas genom att kräva *deltagande (participating)* preferensaktier. Följden av ett sådant preferensvillkor är att eventuell utdelning, utöver den som utgår till preferensaktieägare, ska delas lika mellan samtliga aktier. I likvidationsfallet innebär ett sådant deltagandevillkor, att preferensaktieinnehavaren inte endast ska äga företräde till bolagets tillgångar, utan även att eventuellt överskott delas lika mellan preferens- och stamaktieägarna först när preferensaktiens innehavare har fått tillbaka hela det nominella beloppet (eller det belopp som teckning har skett till) jämte ränta.⁶³ Nyssnämnda preferensvillkor tillåter preferensaktieägaren att delta fullt ut (*fully participating*) i fördelningen av residualen och tvivelsutan åtnjuter innehavaren av sådana rättigheter en mycket stark ställning. Det är emellertid möjligt att begränsa preferensaktieinnehavarens möjligheter att tillskansa sig överskottslikviden. Exempelvis är det tänkbart att ”limitera” deltagandevillkoret med hjälp av ett maxtak, så preferensaktieägaren är berättigad att, utöver investeringens nominella belopp, få delta i fördelningen av residualen till dess att taket är nått.⁶⁴

För den nyintroducerade läsaren kan variationsrikedomen, när det kommer till detaljutformningen av preferensvillkoren, redan nu framstå som avsevärd. Detta intryck är helt korrekt. Det hindrar emellertid inte att bilden av preferensaktiens mångfacetterade potentiella egenskaper måste kompletteras ytterligare. Inte sällan ges nämligen preferensaktieinnehavare också rätt att ackumulera icke utbetald utdelning om det under ett eller flera år inte är möjligt att lämna utdelning. Härigenom skyddas investerare i preferensaktien mot illasinnade stamaktieägare som försöker genomdriva

⁶² Nyman (2002), s. 56.

⁶³ Harris (2003), s. 588 ff.

⁶⁴ En amerikansk term som förekommer i dessa sammanhang och som kan vara bra att känna till är ”*participating preferred stock subject to a cap*”.

stämmobeslut som försämrar bolagets resultat.⁶⁵ Investeringar i *kumulativa* preferensaktier skapar således ett kontraktuellt utsvältningsskydd genom att brist i utdelning ett år ska ge företräde till kompensation senare.

4.1.2 Företräde till försäljningslikvid

Ett i venture capital-sammanhang typiskt förfaringsätt är att avtala om att företrädet, preferensen, också ska gälla vid en vidareförsäljning⁶⁶ av bolaget, fusion eller försäljning av bolagets inkråm.⁶⁷ Resultatet av en avtalsbestämmelse rörande företräde till försäljningslikvid är, att investeraren erhåller förtur till köpeskillingen och att övriga aktieägare får ta del av denna likvida kaka endast om det blir något över sedan investeraren har inkasserat avtalad ersättning. Denna typ av villkor tillför onekligen ytterligare en dimension åt investerarskyddet. Notera dock att förevarande företrädesvillkor inte är möjliga att införa i bolagsordningen, utan förutsätter att venture capital-investeraren ingår ett aktieägaravtal härom med övriga ägare. Förklaringen härtill är att en bestämmelse om företräde till försäljningslikvid, till skillnad från utdelnings- och likvidationspreferens, är en renodlad aktieägarangelägenhet.⁶⁸

Eftersom preferensvillkor vid vidareförsäljning regleras i aktieägaravtal kan den närmare utformningen av dessa i princip varieras i oändlighet. Samtliga ovan beskrivna varianter – föreskrift om limitering och deltagande samt varianter därav – torde därför kunna komma i fråga. För att säkerställa att investeraren uppbär förväntad avkastning förekommer att bestämmelser av aktuellt slag utformas så, att om köpeskillingen understiger avtalad avkastning ska investeraren kompenseras genom omfördelning av aktieinnehavet i samband med försäljningen. Exempelvis kan investeraren ges rätt att i en nyemission före försäljningen teckna ytterligare aktier till deras kvotvärde.⁶⁹ Från verkställighetssynpunkt kan emellertid denna typ av företrädesvillkor vara problematiska, eftersom bolaget, efter aktieägaravtalets upprättande och ingående, kan ha fått nya aktieägare som inte är parter i det aktuella avtalet. Venture capital-investeraren bör därför verka för att aktieägare, som inte är parter i aktieägaravtalet, ingår separata överenskommelser som förbinder dem att iaktta vad som stipuleras i avtalet.

⁶⁵ Sandström (2007), s. 138.

⁶⁶ Bestämmelser om företräde till försäljningslikvid är inte praktiskt genomförbara vid exit genom notering av bolaget. Däremot är det inte ovanligt att föreskrifter som syftar till att säkerställa att investeraren erhåller förväntad avkastning görs tillämpliga även på denna exitmodell.

⁶⁷ Nyman (2002), s. 112.

⁶⁸ von Baumgarten & Bohman (2003).

⁶⁹ Harris (2003), s. 587 ff. Kvotvärdet erhålls genom att aktiekapitalet divideras med antalet aktier, ABL 1:6. Kvotvärdet är tänkt att vara rörligt och anges därför inte direkt i bolagsordning. Den matematik som behöver anlitas för att beräkna kvotvärdet är emellertid, som framgår av formeln, tämligen trivial.

4.2 Konverteringsförbehåll och inlösenklausuler m.m.

Det föreligger inga hinder mot att preferensaktieinnehavarnas privilegierade ställning fortsätter att gälla i all framtid. Det ligger emellertid i definitionen av venture capital att det är fråga om ett tidsbegränsat ägarengagemang. Investeraren bör därför redan initialt försäkra sig om att det finns alternativa möjligheter att avyttra investeringen inom överskådlig tid. Samtidigt är naturligtvis stamaktieägarna angelägna om att deras rättigheter visavi bolaget stärks. De möjligheter som härvid står parterna till buds är konvertering samt aktieinlösen.

En rätt till inlösen betyder att investeraren tillerkänns en rätt att på begäran få sitt aktieinnehav omvandlat till kontanta medel. Ett omvandlingsförbehåll i bolagsordningen innebär emellertid något annat, nämligen att en aktie av ett visst slag ska kunna, på begäran av aktieägaren eller på begäran av bolaget eller då en viss omständighet är för handen, med bibehållen identitet omvandlas till aktie av ett annat slag, se ABL 4:6. Användandet av konverterings-, eller omvandlingsförbehåll, ter sig i ett historiskt perspektiv som mindre kontroversiellt än aktieinlösen. Konvertering ansågs vara möjligt redan enligt 1944 års ABL, även om detaljerade bestämmelser härom infördes först i samband med antagandet av 1975 års ABL-upplaga.⁷⁰

Lagstiftarens förtroende för parterna är stort och friheten att välja förutsättningar för en konvertering är därför avsevärd.⁷¹ Är det fråga om aktieslag med olika förvaltningsbefogenheter, exempelvis röstvärdes-differentierade aktier, kan mindre röststarka B-aktier omvandlas till A-aktier (eller tvärtom för den delen). Med *konvertibla preferensaktier* menas emellertid sådana vars innehavare har rätt att påkalla, att aktierna byts ut mot eller förvandlas till stamaktier.⁷²

4.2.1 Minskning av aktiekapitalet genom aktieinlösen

Ibland förekommer det att investerare insisterar på en rätt att kunna begära inlösen genom nedsättning av aktiekapitalet efter en viss tid. Den bolagsrättsligt bevandrade inser emellertid att inlösenalternativet ger upphov till farhågor från borgenärssynpunkt, eftersom det innebär att bolagsförmögenhet återbetalas till aktieägarna.⁷³ Från arbetets början minns vi aktiekapitalets funktion som en buffert för borgenärerna, varför en inlösenkonstruktion är förenlig med aktiebolagsrätten endast under förutsättning att vissa omständigheter är för handen. Utan att gå närmare in

⁷⁰ Prop. 1975:103 s. 313.

⁷¹ Sandström (2007), s. 142.

⁷² Borgström (1970), s. 106.

⁷³ Sandström (2007), s. 126.

på detaljregleringen av inlösenförfarandet, nöjer vi oss här med det schematiska konstaterandet att de huvudsakliga knutpunkterna utgörs av styrelseförslag, stämmobeslut samt registrering, se ABL 20:23-30.

ABL tillåter emellertid ett betydligt enklare och smidigare förfarande för bolag som har infört en lösenklausul i bolagsordningen, ABL 20:31. De gånger inlösen av aktier aktualiseras i venture capital-sammanhang torde detta ske med stöd av just en sådan bestämmelse i bolagsordningen. Genom att i bolagsordningen formulera inlösenförbehållet tydligt med avseende på hur stor del av aktiekapitalet som ska nedsättas, vid vilken tidpunkt detta äga rum, vilka aktieslag som berörs samt lösenbeloppets storlek kan det slutliga inlösenbeslutet fattas av styrelsen. Rationaliteten bakom detta summariska förfarande är, att återbetalning av kapitaltillskott till forskningsintensiva och nystartade projekt som kräver mycket aktiekapital från starten, ska kunna ske när bolaget har säkrat sin förmögenhetsställning.⁷⁴

Som om inte reglerna om inlösen i ABL 20 kap. är tillräckligt snåriga att navigera i, måste även kapitaltäckningsbestämmelserna i 17 kap. iakttas. En återbetalning är nämligen en värdeöverföring och förutsätter därför att bolaget besitter så mycket fritt eget kapital att lösenvederlaget ryms inom detta, ABL 17:3. För att undvika kravet på tillstånd från Bolagsverket, vilket är lockande från kvickhets- och smidighetssynpunkt, måste dessutom det i reservfonden bundna kapitalet ökas med samma belopp, ABL 20:33. Vid själva investeringstidpunkten framstår därför en exit genom inlösen sällan som en eftersträvt värd lösning, utan istället tillgriper preferensaktieägaren detta som en sista utväg. I allmänhet är det fråga om verksamheter som har utvecklats dåligt och där investeraren ser rätten till nedsättning genom inlösen som ett värdefullt verktyg för att rädda vad som återstår.⁷⁵

4.2.2 Konverteringsrätt i aktieägaravtal

Olikt inlösenförfarandet, medför ett byte, konvertering, från ett aktieslag till ett annat inte förmögenhet försvinner ur bolaget. En konvertering till stamaktier utsätter inte aktiekapitalet för några förändringar, utan själva omvandlingen är en strikt bolagsintern angelägenhet. Till skillnad från inlösenalternativet, påverkas därför inte borgenärernas ställning nämnvärt av konvertering från preferensaktier till stamaktier. ABL 4:6 möjliggör därför för parterna att införa ett omvandlingsförbehåll i bolagsordningen. Parterna kan emellertid även försöka uppnå ett liknande resultat med hjälp av ett aktieägaravtal. Ibland är detta till och med det enda tillgängliga alternativet och i synnerhet då det är fråga om utländska investerare, kan krav framställas på rättigheter som inte är möjliga att registrera i Sverige.⁷⁶ Genom att reglera de aktuella rättigheterna i ett aktieägaravtal, uppkommer emellertid en

⁷⁴ Sandström (2007), s. 130.

⁷⁵ Alternativt kan bolaget likvideras och preferensaktieinnehavaren därvid utnyttja sin likvidationspreferens. Nyman (2002), s. 76.

⁷⁶ Nyman (2002), s. 57.

obligationsrättslig skyldighet för övriga aktieägare som är parter till överenskommelsen.

Ett aktieägaravtal som tar sikte på att förändra rättsförhållandet mellan de utgivna preferens- och stamaktierna kan formuleras som en skyldighet för kontrahenterna att rösta i enlighet med ABL 7:43.⁷⁷ I paragrafen stipuleras, att ett beslut om ändring av bolagsordningen och som innebär att rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier förändras, är giltigt endast om det har biträtts av samtliga aktieägare som är närvarande vid bolagsstämman och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Det uppställda majoritetskravet är lagens mest långtgående.⁷⁸ Som alltid när det gäller kontraktsrättsliga förpliktelser kan efterlevnaden av aktieägaravtalet vara ett aber, men genom en avskräckande vitesklausul bör preferensaktieägaren kunna upprätthålla principen om ”pacta sunt servanda” och säkerställa att konvertering sker som planerat. Observera dock att ett beslut som har fattats i strid med en avtalsgrundad röstbindningsklausul inte kan klandras och ogiltigförklaras, om rösträtten är korrekt utövad gentemot bolaget enligt ABL.

4.2.3 Omvandlingsförbehåll enligt ABL 4:6

Efter denna gjorda redogörelse torde det stå klart att det är förenat med en rad fördelar att reglera preferensaktieägarens konverteringsrätt i bolagsordningen, istället för i ett aktieägaravtal. I enlighet med ABL 4:6 ska ett omvandlingsförbehåll införas i bolagsordningen, av vilket det ska framgå dels vilket aktieslag som ska konverteras och till vilket slag omvandlingen ska ske, dels under vilka bestämda förutsättningar omvandlingsförfarandet ska aktualiseras och tillvägagångssättet härför.

Som redan berörts ingår införandet av ett konverteringsförbehåll som ett led i investerarens välplanerade strategi att på förhand försäkra sig om möjligheterna att avyttra innehavet på ett okomplicerat sätt. Det finns heller ingen principiell anledning för stamaktieägarna att motsätta sig omvandlingsförbehållet som sådant, eftersom konverteringen innebär en tillbakagång till samtliga aktiers lika rätt. Centralt är istället under vilka specifika förhållanden och former som konvertering ska tillåtas.

4.2.3.1 Beslutanderätt och konverteringstidpunkt

Som så ofta har således lagstiftaren lämnat det åt parternas fria skön att bestämma de exakta villkoren. Beträffande rätten att påkalla konvertering

⁷⁷ ABL 7:43 p. 3 är faktiskt ett uttryck för principen om samtliga aktiers lika rätt, jfr. ABL 4:1. Avvikelse från denna princip får inte ske utan den mycket kvalificerade majoritet som anges i bestämmelsens första stycke. Men samma sak gäller således i fråga om rubbning av rättsförhållandet mellan aktier som enligt bolagsordningen redan har olika rätt. Även en ändring som innebär att olikhet upphör faller följaktligen under denna punkt, se prop. 1975:103 s. 409.

⁷⁸ Sandström (2007), s. 78.

råder det enighet om att detta kan överlämnas åt antingen bolaget eller aktieägaren.⁷⁹ En venture capital-investerare kommer givetvis att vilja ha beslutsfattandet i sin egen hand, då detta skapar förutsättningar för ett snabbare och smidigare förfarande.

Inte sällan anges att konvertering ska ske per automatik vid en viss tidpunkt eller om några närmare specificerade omständigheter inträffar.⁸⁰ Med stor sannolikhet åtnjuter parterna betydande frihet att bestämma vilka förhållanden som ska föranleda konvertering. I normalfallet kräver investeraren en rätt att konvertera sitt preferensaktieinnehav när så behagas. En annan regelmässigt använd lösning i venture capital-sammanhang är att föreskriva automatisk konvertering i samband med att portföljbolaget noteras vid en reglerad marknad eller upptas till handel på annan marknadsplats.⁸¹ Det sistnämnda villkoret sammanhänger med praxis hos banker som agerar rådgivare under noteringsprocessen, att på grund av skäl som är att hänföra till värderingen av bolaget, rekommendera att konvertering sker före notering.⁸²

I detta sammanhang är det på sin plats att klargöra, att venture capital-företaget vanligen inte säljer sitt aktieinnehav direkt i samband med noteringen. Det enkla skälet härtill är att investeraren oftast är förhindrad genom ett så kallat lock-up agreement med fondkommissionären att sälja sina aktier i bolaget, inom exempelvis en sex- eller tolv månadersperiod från noteringen. Även om preferensaktieinnehavet genom konverteringen omvandlas till likabehandlade stamaktier, är det därför inte ovanligt att investeraren överenskommer med övriga ägare, att den privilegierade ställningen ska fortlöpa en viss tid även efter att noteringen är avslutad.⁸³ Härigenom upprätthåller investeraren en press på grundare och företagsledning att ständigt verka för att bolagets värde upprätthålls. Dessutom förhindrar investeraren att denne måste frånsäga sig sin gynnsamma position onödigt tidigt. Märk väl att venture capital-investerarens fördelaktiga ställning efter konverteringen inte är grundad på föreskrifter i bolagsordningen, utan följer av bestämmelser i aktieägaravtalet.

4.2.3.2 Konverteringsförhållande

Konverteringsförbehållet i bolagsordningen ska ange till vilket slag av aktier omvandlingen ska ske. Parterna måste följaktligen specificera vad som ska träda i preferensaktiens ställe. Naturligtvis är preferensaktieägaren angelägen om att dennes innehav inte förlorar i värde. Det vanligaste konverteringsförhållandet är 1:1, det vill säga preferensaktieägaren erhåller en stamaktie i utbyte för varje preferensaktie. Huruvida andra konverteringsförhållanden, såsom 1:2 eller 2:1, medges registrering av

⁷⁹ SOU 1971:15 s. 158 ff.

⁸⁰ Prop. 1973:93 s. 126.

⁸¹ Nyman (2002), s. 56.

⁸² von Baumgarten & Bohman (2003).

⁸³ Nyman (2002), s. 107.

Bolagsverket är emellertid oklart och förarbetsuttalandena lyser med sin frånvaro. Genom att till exempel tillåta konverteringsförhållandet 2:1 (två nya stamaktier mot en gammal preferensaktie) skulle preferensaktieinnehavaren kunna erhålla ett utmärkt utspädningsskydd, grundat på bestämmelser i bolagsordningen.⁸⁴ Istället får utspädningsskyddet i allmänhet konstrueras på avtalsmässig grund, vilket vi ska studera noggrannare inom kort.

Trots att det i bolagsordningen angivna konverteringsförhållandet troligen måste bestämmas till 1:1, kan ett utbytesförhållande som medför *fler* stamaktier än 1:1 i praktiken åstadkommas via omvägen om fondemission. En fondemission är en rent bokföringsteknisk omflyttning av bolagets fria egna kapital till det bundna egna kapitalet och kan genomföras med eller utan utgivande av nya aktier. För att frambringa ett konverteringsförhållande som berättigar till fler än en stamaktie för varje preferensaktie, måste dock nya aktier, fondaktier, emitteras. Förfarandet regleras på ett intrikat sätt i ABL 4:4, i vilken det stadgas att parterna i bolagsordningen kan föreskriva att preferensaktieinnehavaren äger teckningsföreträde till de nyutgivna gratisaktierna. Eftersom beslutet om fondemission är en stämмоangelägenhet (ABL 11:2), måste investeraren genom bestämmelser i aktieägaravtal, försäkra sig om att övriga aktieägare verkligen röstar för en fondemission i samband med att konvertering aktualiseras.

Den analytiske läsare har redan nu börjat laborera med tanken att kombinera konverteringen med aktieinlösen, för att härigenom uppnå ett utbytesförhållande som i realiteten medför *färre* stamaktier än 1:1. Det torde sålunda vara fullt möjligt att i en inlösenklausul enligt ABL 20:31 knyta inlösenförfarandet till konverteringsögonblicket, varigenom exempelvis varannan preferensaktie inlöses av bolaget mot en förutbestämd ersättning.

Som förhoppningvis har framgått av redogörelsen finns det stort utrymme för kreativa affärsjurister att med hjälp av preferensvillkor, omvandlingsförbehåll och inlösenklausuler tillskapa ett tämligen gott investerarskydd. Självfallet låter den slutliga lösningen sig styras av venture capital-investerarens unika önskemål och strategi. Hittills har vi kategoriskt förutsatt att preferensaktieinnehavaren önskar omvandla sina aktier till stamaktier. Detta är emellertid på intet sätt givet, utan omvandlingsförbehållet kan peka ut ett annat aktieslag vartill konvertering ska ske. Förslagsvis är det tänkbart att preferensaktieägaren vill byta sina högavkastande ekonomiskt privilegierade aktier mot röststarka aktier, som är avsedda att ge en mera stabil värdetillväxt och ett betryggande inflytande i portföljbolaget.

⁸⁴ von Baumgarten & Bohman (2003).

4.2.3.3 Att konvertera eller att inte konvertera – det är frågan

Ett regelmässigt krav från venture capital-investerare är som sagt rätten att på egen hand kunna påkalla konvertering och ensidigt bestämma vilka förhållanden som ska föranleda en omvandling till stamaktier. Under sådana förmånliga villkor kan investerare ställas inför delikata situationer, i vilka svårigheterna att fatta ett ändamålsenligt beslut kan vara betydande. Ett särskilt intressant spörsmål är hur en investerare i konvertibla preferensaktier med en avtalsgrundad företrädesrätt till försäljningslikvid, ska förhålla sig till ett uppköpserbjudande på portföljbolaget.

Om innehavet består av preferensaktier vars företräde till försäljningslikvid är limiterat till kapitaltillskottets nominella belopp och investeraren därför inte är berättigad till residualen framstår konverteringsbeslutet som helt okomplicerat: Venture capital-investeraren kommer endast att omvandla innehavet om dennes andel i försäljningslikviden som stamaktieägare överstiger vad som enligt avtalet erhålls om investeraren behåller sina preferensaktier.

Lika enkelt är konverteringsbeslutet om ägandet består i preferensaktier med avtalsgrund som tillåter investeraren att delta fullt ut i fördelningen av eventuell köpeskillning som överskrider investeringens kapitalbelopp: Venture capital-investeraren har ingen som helst anledning att begära konvertering. Om köpeskillningen understiger vad investeraren har rätt till i företräde, kommer hela summan att distribueras till denne. Skulle försäljningen bli framgångsrik och köpeskillning överstiga vad investeraren har företräde till, ska överskottet fördelas mellan aktieslagen.

Däremot kan det uppstå beslutssvårigheter om investeringen har skett i aktier med avtalsföreskift om, att företrädet till försäljningslikviden förvisso ska vara deltagande, men att fördelningen av överskottet ska vara begränsat upp till en specificerad nivå. Grundtanken är emellertid lika simpel som självklar: Om andelen i köpeskillningen är större som stamaktieägare kommer investeraren att kräva omvandling.

Ett illustrativt exempel ökar förståelsen: Antag att ett venture capital-företag investerar 100 miljoner i utbyte mot konvertibla preferensaktier motsvarande hälften av aktiekapitalet i bolaget. I aktieägaravtalet intas en föreskrift om företräde till försäljningslikvid som ger investeraren rätt till hela investeringens kapitalbelopp samt till hälften av eventuellt överstigande köpeskillning, dock sammanlagt limiterat till tre gånger det investerade beloppet.

Ponera nu att portföljbolaget säljs till en industriell köpare för 700 miljoner. Under sådana förhållanden kommer investeraren att begära konvertering. Som preferensaktieägare kommer nämligen investeraren endast att erhålla 300 miljoner, först och främst investeringens nominella belopp om 100 miljoner, därefter hälften av 400 miljoner, varpå limiten är uppnådd. Om

däremot omvandling till stamaktier sker har samtliga aktier lika rätt och investeraren kammar hem 350 miljoner (50 % av 700 miljoner).

I exemplet ovan utgår jag ifrån att bolaget har en tämligen enkel kapitalstruktur med endast en serie konvertibla preferensaktier. Möjligheten att fatta ett ekonomiskt rationellt konverteringsbeslut försvåras naturligtvis om det finns flera serier, eftersom preferensaktieägarnas beslut då blir beroende av varandra.

5 Anti-utspädningsmekanismer vid följdfinansiering

Av det föregående kapitlet inser läsaren att en riskkapitalinvestering i konvertibla preferensaktier är synnerligen fördelaktigt i flera avseenden. Obegränsat deltagande kumulativa preferensaktier skapar en ekonomiskt gynnsam ställning och reducerar samtidigt risken för illojalt beslutsfattande från övriga ägares sida. Därtill förbättrar ett vidlyftigt omvandlingsförbehåll investerarens realisationsmöjligheter. Men med hänsyn till den betydande osäkerhet som förknippas med riskkapitalinvesteringar i ett bolags unga livscyklifaser, kan vissa andra omständigheter föranleda åtgärder från portföljbolagets sida som riskerar att urholka värdet av investeringen.

Den situation som först och främst has i åtanke är den, att bolaget, i ett senare skede, konfronteras med den bistra verkligheten att ytterligare riskkapital måste anskaffas i en följdfinansiering för att betala den fortsatta verksamheten. I värsta fall befinner sig bolaget närmast på ruinens brant och ett förmögenhetstillskott är nödvändigt för att undvika likvidationsplikt. Problematiken med följdfinansiering beror på att venture capital-investerarens procentuella ägarandel löper risken att spädas ut innan investeraren har avyttrat sitt innehav och exekverat sin exitplan. Det bakomliggande resonemanget är, att varje nyemission till tredje man oundvikligen medför att existerande aktieägares andelar i bolaget minskar.⁸⁵ Om de kreativa entreprenörerna A och B vardera äger 50 % men till följd av ett akut kapitalbehov tvingas genomföra en riktad nyemission till den risksökande krösusen C, spädas A och B:s ägarandel ut, såtillvida att de nu äger procentuellt sett mindre av bolaget. Det faktum att bolagets ekonomiska ställning har stärkts genom C:s förmögenhetstillskott är en tröst men i princip irrelevant för frågan huruvida befintliga aktieägare lider en utspädning. Förevarande form av utspädning kan emellertid helt elimineras genom att endast befintliga ägare, A och B, deltar pro rata i emissionen.

Inte minst i svallvågorna från dotcom-dramatiken i början av 2000-talet har venture capital-investerare blivit varse om de värdeförstörande följder som senare finansieringsrunder kan få, om dessa sker till en lägre värdering av målbolaget än den som venture capital-investeraren gjorde när det begav sig.⁸⁶ Effekterna kan illustreras med hjälp av ett exempel; antag därför att det finns ett bolag med ett aktiekapital som har nedanstående struktur:

⁸⁵ Nyman (2002), s. 118.

⁸⁶ En sådan senare finansieringsrunda kan på finansjuridisk engelska kallas "down round", se Sokol m.fl. (2002).

	Investerat kapital (kr)	Antal aktier	Ägarandel (%)
Grundare	100 000	100 000	80,0
Venture capital-investerare	10 000 000	25 000	20,0

Uppenbarligen var venture capital-investeraren beredd att investera 10 miljoner mot att erhålla 20 % av kapitalet, vilket innebär en *pre-money valuation*⁸⁷ motsvarande 50 miljoner (10 000 000/0,20) och en teckningskurs på 400 kr/aktie. Något år eller så senare är företaget återigen i behov av kapital, varför bolaget genomför en riktad nyemission till en utomstående finansiär. Med en konstant värdering skulle den nye riskkapitalisten också få teckna 25 000 aktier för 10 miljoner, varpå aktiekapitalets sammansättning förändras på följande sätt:

	Investerat kapital (kr)	Antal aktier	Ägarandel (%)
Grundare	100 000	100 000	66,67
Venture capital-investerare	10 000 000	25 000	16,67
Nyttillkommen riskkapitalist	10 000 000	25 000	16,67

Grundarnas och venture capital-investerarens ägande är som synes härefter inte lika koncentrerat – deras andelar har blivit utspädda. Denna utspädning skulle dock ha blivit mindre om de själva hade deltagit i emissionen.

Förmoda nu att mikro- och makroekonomiska faktorer skapar ett gynnsamt investeringsklimat, vilket resulterar i att vårt bolags värde ökar. I ett sådant positivt scenario kan bolaget för varje investeringsrunda emittera färre och färre aktier. I förevarande fall antar vi att bolaget, mot ett förmögenhetstillskott på 10 miljoner, endast behöver emittera 15 000 aktier å 666,67 kr, vilket ger följande data:

	Investerat kapital (kr)	Antal aktier	Ägarandel (%)
Grundare	100 000	100 000	71,43
Venture capital-investerare	10 000 000	25 000	17,86
Nyttillkommen riskkapitalist	10 000 000	15 000	10,71

Läsaren har vid det här laget lärt sig, att den riktade nyemissionen till den nyttillkomne riskkapitalisten orsakar utspädningseffekter för befintliga aktieägare. Från deras synvinkel kompenseras emellertid utspädningens

⁸⁷ Med *pre-money valuation* avses den värderingsprincip som parterna kommer överens om ska tillämpas. Som termen avslöjar avses härmed, den värdering som åsätts bolaget *innan* venture capital-investeraren skjuter till sitt kapital. Se http://www.growco.com/gcg_entries/valuation1.htm.

negativa konsekvenser i detta fall av att ägarandelen har en högre värdering än tidigare.

I ett down round-scenario åsätts dock bolaget en lägre värdering än vad som var fallet i tidigare investeringsrundor, det vill säga mindre än 50 miljoner. Den nytillkomne investeraren insisterar därför på att erhålla 50 000 aktier för att investera 10 miljoner, vilket motsvarar ett bolagsvärde på blott cirka 35 miljoner och en teckningskurs på endast 200 kr/aktie. Den lägre värderingen kommer att föranleda en kraftigare utspädning av grundarnas och venture capital-investerarens andelar. Efter den andra investeringsrundan kommer sålunda aktiekapitalets sammansättning att vara som följer:

	Investerat kapital (kr)	Antal aktier	Ägarandel (%)
Grundare	100 000	100 000	57,14
Venture capital- investerare	10 000 000	25 000	14,29
Nyttillkommen riskkapitalist	10 000 000	50 000	28,57

Den riktade nyemissionen har bevisligen resulterat i att den förste venture capital-investerarens ägarandel minskat från 20 % till 14,3 %. Ännu värre är, att eftersom nyemissionen skedde till en lägre kurs än vad som var fallet vid den första investeringsrundan, anses venture capital-investerarens innehav inte längre ha det värde som motsvarar vad som betalades för aktierna. Aktiernas värde ska därför skrivas ned i venture capital-företagets balansräkning.

I ljuset av detta fiktiva exempel utkristalliseras anti-utspädningsmekanismernas värdebeskyddande funktion. Kort sagt är bestämmelser om utspädningsskydd ägnade att ge skydd åt ägare mot att nya aktier senare emitteras till en lägre värdering (eller värdering understigande marknadsvärdet) eller att maktförhållandena i bolaget förändras.⁸⁸ Bestämmelser rörande utspädningsskydd finns i två huvudsakliga skepnader: formellt utspädningsskydd och substantiellt utspädningsskydd. Det *formella utspädningsskyddet* adresserar frågan hur befintliga ägare ska hållas oskadda vid aktiesplit, sammanläggning, återköp av aktie, emissioner och andra liknande kapitalstrukturförändringar i portföljbolaget. De *formella anti-utspädningsmekanismerna* är följaktligen inriktade på bevarandet av investerarens relativa ägarandel i portföljbolaget. *Substantiella anti-utspädningsmekanismer* syftar istället till att, som åskådliggjorts ovan, beskydda en investering mot värdeminskning i samband med senare nyemissioner från bolagets sida.⁸⁹

⁸⁸ Sandström (2007), s. 81; Nyman (2002), s. 119.

⁸⁹ Andretzky & Ramsay (2002).

5.1 Formellt utspädningskydd

Det formella utspädningskyddet är som sagt ägnat att skydda investerarens ägarandel. I ABL kommer det formella utspädningskyddet i huvudsak till uttryck genom bestämmelserna rörande *företrädesrätt vid nyemission*.⁹⁰ Den noggranne läsaren påpekar nu påpassligt att företrädesrätt enligt ABL 14:1 även gäller vid fondemission. En fondemission är dock, som redan förkunnats i tidigare avsnitt, en ombokning av vinstmedel eller andra fria reserver i bolagets balansräkning till nytt aktiekapital. Eftersom fondemissionen är en bolagsintern åtgärd för att binda redan upparbetad förmögenhet hårdare i bolaget, kan förfarandet aldrig användas för att anskaffa nytt rikskapital från externa intressenter. Det utspädningskydd som är av intresse i förevarande uppsats är emellertid avsett att, så långt möjligt, upprätthålla ägarbalansen och bevara venture capital-investeringens värde i samband med att nytt kapital anskaffas i en nyemission. Trots att även fondemissionen kan ge upphov till utspädningseffekter lämnas därför reglerna härom fortsättningsvis därhän. Intresset riktas istället mot de formella anti-utspädningsmekanismer som aktiveras då investerarens portföljbolag genomför en ny finansieringsrunda.

Huvudregeln är att aktieägare har lika företrädesrätt vid kontant nyemission, ABL 13:1 st. 1. Befintliga aktieägare har således förtur till de nyutgivna aktierna i förhållande till det antal aktier de äger. Så långt är alltså investerarens relativa kapitalandel skyddad mot utspädning. Bestämmelsens andra stycke innehåller emellertid tämligen luftiga undantag från huvudregeln om lika företrädesrätt, vilket innebär en urholkning av det legala utspädningskyddet.

Först och främst undantas apportemissioner, då dessa till sin natur är riktade till visst/vissa subjekt (ABL 13:1 st. 2 p. 1). Vid en tidigare emission av teckningsoptioner eller konvertibler kan det också ha meddelats villkor om företrädesrätt vid framtida emissioner av aktier. I sådana fall får huvudregeln om lika företrädesrätt stå tillbaka för dessa villkor när bolaget senare genomför en emission som omfattas av villkoren (ABL 13:1 st. 2 p. 2b).

I ABL 13:2 st. 2 p. 2a öppnar sig en intressant möjlighet för parterna att på förhand reglera företrädesrätten på annat sätt genom en bestämmelse i bolagsordningen. Att saken kan komma att ställas på sin spets i venture capital-sammanhang förstår vi om vi parallellt härmed läser ABL 4:3. I sistnämnda paragraf deklarerar, att om bolagsordningen föreskriver att det ska finnas preferensaktier (eller aktier med olika röstvärde), ska det även anges vilken företrädesrätt aktieägarna ska ha vid sådan nyemission av aktier eller sådan emission av teckningsoptioner eller konvertibler som inte sker mot betalning med apportegendom. Bestämmelsen framstår som obligatoriskt, såtillvida att om preferensaktier ska emitteras, är parterna skyldiga att samtidigt reglera företrädesrätten. Frågan om det formella

⁹⁰ Andretzky & Ramsay (2002).

utspädningskyddets utformning uppkommer därför tacknämligt om venture capital-företaget kräver att investera i nyemitterade preferensaktier. Konsekvensen härav är att det formella utspädningskyddet implementeras i bolagsordningen.

I förstone kan det se ut som att lagstiftaren har lämnat stort utrymme åt ägarna att på egen hand utforma företrädesrätten och det därtill korrelerande utspädningskyddet. Eventuella kreativa ambitioner kvävs emellertid av paragrafens andra stycke. ABL 4:3 st. 2 utgår ifrån att fördelningsgrunden för nyemitterade aktier ska regleras i bolagsordningen på ett av blott två beskrivna sätt, varav det ena är att helt enkelt ange att företrädesrätten ska vara proportionerlig i förhållande till ägarnas kapitalandelar (lika företrädesrätt). Det andra alternativet (olika företrädesrätt) är att föreskriva, att en gammal aktie ska ge företrädesrätt till ny aktie av samma slag, att aktier som inte tecknas av de i första hand berättigade aktieägarna skall erbjudas samtliga aktieägare och att, om inte hela antalet aktier som tecknas på grund av sistnämnda erbjudande kan ges ut, aktierna skall fördelas mellan tecknarna i förhållande till det antal aktier de äger och, i den mån detta inte kan ske, genom lottning. Denna valmöjlighet, att föreskriva olika företrädesrätt, innebär att företrädesrätten i första hand skall bestämmas i förhållande till aktieägarnas andel inom det ifrågavarande aktieslaget (*primär företrädesrätt*). Vid emission av preferensaktier ska sålunda befintliga preferensaktieägare ha företrädesrätt till de nya preferensaktierna; stamaktieägarna har ingen företrädesrätt till de nyutgivna preferensaktierna. Först om den primära företrädesrätten inte utnyttjas, ska erbjudandet riktas till samtliga ägare (*subsidiär företrädesrätt*), varvid fördelningen dem emellan ska ske i förhållande till deras andel i det totala aktiekapitalet. I sista hand ska de nya aktierna fördelas genom lottning.⁹¹

Med hänsyn till lagstiftarens trångsynthet när det kommer till företrädesrättens närmare utformning i bolagsordningen, är parternas svängrum att implementera nydanande anti-utspädningsmekanismer häri obefintligt. Bolagsordningsföreskrifter som avviker från lagens krav kommer att nekas registrering av Bolagsverket. Givet de två handlingsalternativ som ändå erbjuds, torde dock i allmänhet det mest fördelaktiga för investeraren vara om företrädesrätten är lika (alternativ ett). I det konkreta fallet kan emellertid investerare i preferensaktier komma i åtnjutande av ett starkare utspädningskydd än så, genom en föreskrift om företrädesrätt inom samma aktieslag (alternativ två). Detta förutsätter emellertid att bolagsordningen kompletteras med en anvisning om att framtida nyemissioner endast ska inbegripa utgivning av aktier av samma slag som venture capital-investeraren innehar.

En bolagsordningsbestämmelse om företrädesrätt innebär emellertid inte att bolagsstämman är förhindrad att genomföra en riktad emission till en extern finansiär.⁹² Annorlunda uttryckt ska följaktligen ABL 4:3 uppfattas som att det av bolagsordningen ska framgå vilken företrädesrätt aktieägarna har till

⁹¹ Prop. 2004/05:85 s. 544.

⁹² Andersson m.fl. (2007).

nyemitterade aktier, för det fall bolaget genomför en företrädesemission. En annorlunda tolkning skulle innebära ett avsevärt försvårande för bolag att få till stånd en ändamålsenlig finansiering av verksamheten. Förutsebarhetsskäl talar för att parterna låter synliggöra rättsläget i bolagsordningen genom att ange, att den på bolagsordningen grundade företrädesrätten inte innebär någon inskränkning i möjligheten att besluta om riktning av emission.

Betraktat från venture capital-investerarens läger, tornar därför det främsta hotet mot ett starkt formellt utspädningsskydd upp sig bakom stämmans möjligheter negligera huvudregeln om lika företrädesrätt, genom att besluta om riktning av kontant nyemission (ABL 13:1 st. 2 p. 2c). Även om bestämmelsen alltså är viktig för att kunna få attrahera riskkapital betyder den att befintliga investerare tvingas se sin kapitalandel utspädd. Med venture capital-investerarens bästa för ögonen förefaller det vara tämligen enkelt att åsidosätta den lika företrädesrätten genom ett riktningensbeslut. Bolagsstämmans beslut om att vid kontantemission avvika från aktieägarnas företrädesrätt förutsätter endast en kvalificerad majoritet om två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna (ABL 13:2). Samma krav på "dubbel" 2/3-majoritet tillämpas även på stämmans beslut att godkänna ett av styrelsen meddelat beslut om kontantemission med avvikelse från företrädesrätten (ABL 13:31), eller att i förväg bemyndiga styrelsen att fatta ett sådant beslut (ABL 13:35).

En förutsättning för att en riktad kontantemission ska kunna beslutas, är dock att beslutet inte förrycker den inbördes rätt som aktieslagen har på grund av bolagsordningen eller innebär att någon bereds otillbörlig fördel på aktieägares bekostnad. Om beslutet av denna eller någon annan anledning strider mot lag eller bolagsordning, kan det klandras och undanröjas. För fullständighetens skull bör därför bilden av det formella utspädningsskyddet i ABL kompletteras med aktieägarnas rätt till likabehandling (ABL 7:47 och 8:41) och likhetsprincipen (ABL 4:1).⁹³ Enligt min mening är dock denna aspekt av det formella utspädningsskyddet inte mycket till skydd för en venture capital-investerare, i alla fall inte då det är frågan om en riktad nyemission till extern part. Generalklausulens tillämpning förutsätter att riktningensbeslutet innebär en sådan fördel för den utomstående finansiären att den är otillbörlig. Har emissionen riktats enbart av det skälet att majoritetsägarna vill rubba maktbalansen bör förvisso generalklausulen vara tillämplig. Men i allmänhet torde det ingalunda vara sådana sluga baktankar som riktningensbeslutet grundar sig på, utan detta är en naturlig följd av att bolaget behöver fräscht riskkapital. Möjligheterna att angripa emissionsbeslutet på ekonomiska skäl, det vill säga för att teckningskursen helt enkelt bestämts för lågt, är troligtvis inte heller särskilt stora i regel. Att bolaget åsätts en lägre värdering i en senare investeringsrunda beror normalt sett på en affärsmässig bedömning av bolaget. Dessutom kan en kurs under marknadsvärdet inte sällan vara en nödvändighet för att externa riskkapitalister överhuvudtaget ska intressera sig för bolaget. För att

⁹³ Andretzky & Ramsay (2002).

undvika fällan att behöva förlita sig på principer om likställdhet, kan investeraren därför försöka genomdriva att det i bolagsordningen införs ett strängare majoritetskrav för ett åsidosättande av företrädesrätten, än det kvalificerade majoritetskrav som stipuleras i ABL.

5.2 Substantiellt utspädningsskydd

De formella anti-utspädningmekanismerna som beskrivits ovan skapar vissa garantier för att venture capital-investerarens relativa ägarandel i portföljbolaget inte urvattnas. Men även investerarens förmögenhetsandel är i behov av beskydd. För att skydda investeringen mot värdeminskning i samband med följdfinansiering, måste därför investeringsavtalet kompletteras med substantiella utspädningsskydds-bestämmelser som även beaktar det verkliga värdet av investerarens andel. Det ligger naturligtvis i venture capital-investerarens intresse att värdet på dennes innehav inte minskar och att den avtalade värderingen av bolaget visar sig vara korrekt. Dessutom är det formella utspädningsskyddet tämligen skört, i det avseendet att företrädesrätten kan frångås genom riktade nyemissioner samtidigt som ett utnyttjande av företrädesrätten förutsätter ytterligare kapitaltillskott från investerarens sida.

En venture capital-investerare har sålunda starka rationella argument för att komplettera det formella utspädningsskyddet med ett substantiellt dito. Till skillnad från företrädesrätten, som utgår från ABL eller bolagsordningen, vilar det substantiella utspädningsskyddet i allmänhet på åtaganden i aktieägaravtal. Dessa substantiella anti-utspädningmekanismer kan anta flera olika skepnader, men det finns två övergripande former: *weighted average* och *full ratchet*.⁹⁴

I ett internationellt perspektiv är substantiellt utspädningsskydd inte någon särskilt modern företeelse. Bestämmelser härom gick att finna i amerikansk lagstiftning så tidigt som på 30-talet och redan då betraktades substantiella utspädningsskyddsmodeller i princip som standardvillkor i investerings-sammanhang.⁹⁵ Om än i viss modifierad form, blir det allt vanligare att sådana mekanismer också implementeras i svenska investeringsavtal.⁹⁶

5.2.1 Weighted average

Inledningsvis illustrerades de utspädningseffekter, som venture capital-investeraren tvingas att utstå då bolaget genomför en nyemission till en kurs understigande marknadsvärdet eller den kurs som investeraren har tecknat

⁹⁴ I en svensk översättning ligger termerna ”viktad” respektive ”full” anti-utspädningmekanism närmast till hands. Jag förbehåller mig dock rätten i detta avsnitt att uteslutande använda mig av den engelska terminologin.

⁹⁵ Kaplan (1965), s. 3.

⁹⁶ Andretzky & Ramsay (2002).

för. Med hjälp av en weighted average-bestämmelse reduceras effekterna, i så måtto att investeraren härigenom säkerställer att utspädningen inte blir kraftigare än vad som hade varit fallet om emissionen genomförts med bibehållen värdering (eller till marknadsvärdering).⁹⁷ Weighted average-regeln medför nämligen att om senare investeringsrundor sker till en lägre värdering, äger venture capital-investeraren rätt att teckna det antal aktier som motsvarar skillnaden mellan vad denne tidigare tecknat för och priset för aktierna vid den aktuella nyemissionen.⁹⁸

En vanligt förekommande matematisk formel i weighted average-bestämmelser är, att det totala antalet utestående aktier i portföljbolaget (inklusive venture capital-investerarens preferensaktier) först multipliceras med den ursprungliga teckningskurs som venture capital-investeraren erhöll. Summan härav adderas sedan till produkten av antalet nyemitterade aktier i den andra investeringsrundan och den då aktuella emissionskursen. Uträkningen fortsätter med en divisionsoperation där nämnaren består av summan av antalet gamla och nyemitterade aktier. Om räkneoperationerna har genomförts korrekt, är det tal som nu har erhållits den utspädningsskyddade venture capital-investerarens nya genomsnittspris per aktie. I en andra divisionsoperation divideras venture capital-investerarens nominella belopp med detta erhållna pris per aktie. Det slutgiltiga resultatet av denna hjärngymnastiska övning är det totala antalet aktier som investeraren ska äga. Skillnaden mellan vad investeraren de facto innehar och enligt weighted average-formeln ska äga, utgör således det antal aktier som kompensationsenligt ska få tecknas.⁹⁹

Ett exempel ökar förståelsen och av pedagogiska skäl används samma siffror som i exemplet i kapitlets början: Grundarna i portföljbolaget äger 100 000 aktier. Venture capital-investeraren tecknade 25 000 aktier för 10 miljoner, det vill säga 400 kr/aktie, vilket ger totalt 125 000 utestående aktier. I följdfinansiering emitterar bolaget 50 000 aktier till emissionskursen 200 kr/aktie.

Med weighted average-modellen adderas grundarnas 100 000 aktier med venture capital-investerarens 25 000, varpå summan multipliceras med 400 kr/aktie, vilket resulterar i produkten 50 000 000 kr. Till detta adderas de 10 000 000 kr (50 000*200) som tillskötts i den andra investeringsrundan, vilket sammanlagt blir 60 000 000 kr. Denna summa divideras med det totala antalet aktier som finns utestående efter den senaste nyemissionen (175 000), vilket ger ett nytt genomsnittspris per aktie. Detta pris är 342,86 kr. Genom att dividera investeringens nominella belopp (10 000 000) med 342,86 erhålls det totala antalet aktier (29 166, 42) som venture capital-

⁹⁷ Nyman (2002), s. 119.

⁹⁸ http://www.growco.com/gcg_entries/weightedaverage1.htm.

⁹⁹ http://www.growco.com/gcg_entries/weightedaverage1.htm.

investeraren äger rätt till. Investeraren ska följaktligen kompenseras med (minst)¹⁰⁰ 4166,42 aktier (29 166,42 – 25 000).

Utifrån weighted average-formeln justeras således venture capital-investerarens ingångspris nedåt för att kompensera en lägre värdering vid följdfinansiering, men beaktar antalet aktier som ges ut i samband härmed i relation till den initiala emissionen. Ett utspädningsskydd som grundar sig på weighted average-formeln är sålunda renodlat kompensatoriskt till sin natur. Om blott några få aktier är föremål för nyemission, kommer venture capital-investeraren att kompenseras med ett mindre antal aktier.

5.2.2 Full ratchet

En weighted average-formel tillser att investeraren inte behöver vidkännas allvarligare utspädning än vad som blir fallet om nyemission sker till samma kurs som investeraren har tecknat för. En full ratchet ger ett betydligt mer långtgående skydd och bestraffar de ägare som inte har rätt att söka skydd under bestämmelsen.¹⁰¹ Denna form av anti-utspädningsbestämmelse ändrar retroaktivt existerande investerares ingångspris till det som erbjuds vid en följdinvestering.¹⁰²

De praktiska implikationerna av en full ratchet åskådliggörs lämpligen med hjälp av vårt snart utslitna exempel, där grundarna äger 100 000 aktier och venture capital-investeraren innehar 25 000 preferensaktier, tecknade för 400 kr/aktie. Om en ny tillkommen riskkapitalist investerar i 50 000 aktier á 200 kr, kommer vår venture capital-investerare att behöva kompenseras med så många nya aktier att dennes ingångspris också blir 200 kr/aktie, vilket i förevarande fall blir 25 000 aktier (om inget vederlag utges för de nya aktierna).¹⁰³

Styrkan i en full ratchet-bestämmelse ligger naturligtvis i att den utspädningsskyddade venture capital-investeraren har rätt till extra aktier, *oberoende* av antalet aktier som emitteras i senare investeringsrundor. I vårt exempel skulle således resultatet bli detsamma, även om bolaget vid följdinvesteringen emitterade endast en enda aktie för 200 kr. En naturlig konsekvens av en full ratchet är därför att investerarens andel i portföljbolaget ökar.¹⁰⁴

Effektuerandet av en full ratchet kan otvivelaktligen slå mycket hårt mot icke-utspädningsskyddade aktieägare, exempelvis grundare och

¹⁰⁰ 4166,42 är antalet aktier som investeraren ska kompenseras med om inget vederlag härför utges. Mer om problematiken kring vederlagets bestämmande och gratisaktier väntar för den tålmodige.

¹⁰¹ Andretzky & Ramsay (2002).

¹⁰² http://www.growco.com/gcg_entries/ratchets1.htm.

¹⁰³ Betänk då att en weighted average-bestämmelse, under i övrigt identiska förhållanden, endast berättigade till lite drygt 4100 aktier.

¹⁰⁴ Nyman (2002), s. 120.

företagsledning, vilka tvingas att avstå från aktier och alltså se sin andel ordentligt uttunnad. Deras motvilja till full ratchet-villkor är därför inte svår att förstå; undertecknandet av denna form av skyddsbestämmelser innebär att de ägare som inte omfattas av skyddet, ensamma bär risken för framtida värdeförluster. Under sådana förhållanden är det inte omöjligt att element av misstroende och demotivering aktualiseras, vilket, från investerarens perspektiv, till syvende och sist minskar dennes möjligheter till en framtida lyckosam exit.¹⁰⁵ Det är således långt ifrån säkert att en full ratchet alltid är den bästa lösningen.

För att balansera de kännbara konsekvenserna av en full ratchet kan investeraren gå med på att denna tidsbegränsas, låt säga till ett år.¹⁰⁶ Från investeringstidpunkten och ett år framåt åtnjuter således venture capital-investeraren full ratchet-mekanismens starka utspädningsskydd. Efter ett års ägarengagemang sker en omfördelning av risken, varpå även venture capital-investeraren måste vidkännas eventuella framtida värdeminskningar. Investerarens långtgående krav på utspädningsskydd kan även mjukas upp genom så kallade *pay-to-play-bestämmelser*. Kontentan av *pay-to-play-villkor* är att investeraren endast äger rätt att aktivera anti-utspädningsskydd om investeraren samtidigt tillskjuter ett bestämt belopp eller förvärvar en förutbestämd andel på samma villkor som den nytillkomne riskkapitalisten.¹⁰⁷ En *pay-to-play-bestämmelse* tvingar sålunda investeraren att delta i följdfinansieringen, annars går denne miste om sitt utspädningsskydd.

5.2.3 Det substantiella utspädningsskyddets detaljutformning i svenska investeringsavtal

I USA är det, som redan nuddats vid, vanligt att tillskapa ett substantiellt utspädningsskydd genom emitterandet av konvertibla preferensaktier som berättigar innehavaren att byta varje preferensaktie mot flera stamaktier.¹⁰⁸ Den härskande uppfattningen är emellertid att ett dylikt konverteringsförhållande inte är möjligt att införa i svenska bolagsordningar, ty detta skulle stå i strid med ABL 4:6.¹⁰⁹ En bokstavstolkning ger stöd åt denna utgångspunkt; ABL 4:6 talar nämligen om att *en* aktie av ett visst slag kan bytas ut mot *en* aktie av ett annat slag. Till följd härav är det inte möjligt att föreskriva ett annat konverteringsförhållande än 1:1, vilket med andra ord inte lämnar något utrymme för investeraren att på detta sätt ta framtida utspädningseffekter i beaktande.¹¹⁰ Den svenska aktiebolagsrättens stelbenthet i nämnt avseende

¹⁰⁵ Davis & Drake (2003).

¹⁰⁶ Davis & Drake (2003).

¹⁰⁷ Nyman (2002), s. 119.

¹⁰⁸ Kaplan (1965), s. 3.

¹⁰⁹ Muntlig källa, advokat Magnus Hedsund.

¹¹⁰ Närmast av anekdotiskt intresse är att det synes ha varit en tämligen utbredd uppfattning bland svenska yrkesverksamma affärsjurister, att kvotaktiereformen och slopandet av

kan säkert komma som en överraskning för utländska investerare. Icke desto mindre används, via aktieägaravtal, både full ratchet och weighted average i svenska investeringssammanhang. För att uppnå anpassning till vår inhemska bolagsrätt måste emellertid bilden av dessa anti-utspädningsmekanismer nyanseras något.

Både weighted average och full ratchet berättigar venture capital-investeraren att teckna fler aktier i portföljbolaget för att på detta sätt justera ned ingångspriset. Eftersom ett omvandlingsförbehåll inte kan utformas som ett anti-utspädningsinstrument, förutsätter utspädningskydd i svenska investeringsavtal att nya aktier emitteras. Tillvägagångssättet härför kan dock orsaka huvudbry hos både parter och ombud. Till att börja med måste, med hänsyn till ABL:s och bolagsordningens restriktioner, utspädningskyddet skapas på kontraktuell grund. En flitigt anlita variant är att med hjälp av bestämmelser i ett aktieägaravtal förpliktiga aktieägarna, såväl befintliga som senare tillkomna, att rösta för genomförandet av en riktad nyemission till investeraren och till en på förhand bestämd kurs.¹¹¹ För att minimera investerarens kapitalinsats bör den framtida emissionskursen bestämmas till aktiernas kvotvärde. En smidig lösning hade naturligtvis annars varit att låta bolaget emittera vederlagsfria aktier till den utspädningskyddade investeraren. Detta är emellertid otillåtet! ABL innehåller ett kategoriskt förbud mot nyemissioner i privata bolag till kurser understigande kvotvärdet, se ABL 13:4 3 st.

Då kvotvärdet anger det minsta förmögenhetsbelopp som kan tillskjutas per aktie kan, om kvotvärdet är högt, det belopp som investeraren måste satsa vara betydande. Kvotvärdet är emellertid avsett att vara rörligt, varför det finns finurliga vägar runt detta likviditetsproblem. En aktie kan nämligen göras billigare genom att dela den i två eller flera, så kallad *uppdelning av aktier (split)*, se ABL 4:46. Innebörden härav är att antalet aktier ökas och nya aktier ges ut gratis. Uppdelningsbeslutet är en stämмоangelägenhet och förutsätter enkel majoritet (ABL 7:40) och samtycke av samtliga ägare som i förhållande till nytugivningstalet har udda aktier, exempelvis 2:3, där 2 gamla delas upp på 3 nya, se ABL 4:49.¹¹² Eftersom aktiekapitalet hålls konstant samtidigt som antalet aktier ökas, resulterar en uppdelning i att aktiekvoten minskar, det vill säga varje aktie har ett efter uppdelningen ett lägre kvotvärde än dessförinnan. En "split 1000:1" betyder att aktieägaren får 1000 nya aktier mot 1 gammal samt att var och en av de nya aktierna representerar 1/1000-del av kvotvärdet hos den gamla aktien. De nya aktiernas sammanlagda värde är dock fortfarande lika stort som den gamla

aktiens nominella belopp skulle medföra att andra konverteringsförbehåll än 1:1 blev tillåtna, se bland annat Andretzky & Ramsay (2002) och von Baumgarten & Bohman (2002). Även om frågan lämnas okommenterad i motiven verkar det som att verkligheten alltså blev en annan.

¹¹¹ von Baumgarten & Bohman (2003).

¹¹² I vissa fall måste stämman inför eller i samband med ett sådant beslut även besluta att ändra bolagsordningens uppgift om antalet aktier. Ett sådant beslut kräver kvalificerad majoritet i enlighet med ABL 7:42. Om bolagsordningen anger ett visst lägsta och högsta antal aktier och det nya antalet aktier ryms inom detta spann, behövs dock inte något sådant beslut.

aktien, det vill säga spliten förändrar inte värdet på innehavet. Om nyemissionen föregås av en split minskas följaktligen den kapitalinsats som krävs av investeraren, dock aldrig så långt att teckning kan ske helt vederlagsfritt. För att säkerställa att en uppdelning av aktier sker bör investeraren se till att det i investeringsavtalet intas ett påbud för aktieägarna att rösta för en sådan åtgärd. Besluten om split och nyemission kan naturligtvis fattas på samma bolagsstämma och anmälas till Bolagsverket i ett och samma ärende.

Antalet aktier som i det enskilda fallet ska emitteras och tecknas av investerare ett respektive två på vilken anti-utspädningsmekanism som har avtalats parterna emellan – weighted average eller full ratchet. Det faktum att den förste investeraren under alla omständigheter nödgas utge viss ersättning måste beaktas i samband med detaljutformningen av utspädningskyddet, eftersom varje erlagd krona innebär ett högre genomsnittligt ingångspris, än om aktien hade tecknats gratis.

Aktieägaravtal som förbinder aktieägarna att rösta för genomförandet av en riktad kontantemission till en befintlig ägare är dock, med hänsyn till ABL:s krav på likabehandling, betänkliga.¹¹³ För att skydda sig mot klandertalan från särbehandlade aktieägare, bör därför venture capital-investeraren, så långt möjligt säkerställa, att samtliga ägare ansluter sig till avtalet.

En mera sällsynt teknik för att åstadkomma ett utspädningskydd är att via avtalsvägen tvinga övriga ägare, att utan krav på motprestation överlåta aktier till investeraren.¹¹⁴ Metoden lämpar sig i första hand i bolag med ett fåtal ägare vilkas respektive innehav är relativt stort. Denna synnerligen bestraffande teknik besitter fördelen att såväl kravet på ersättning som likabehandling sidsteppas.

Hitintills beskriva metoder utgår samtliga från att utspädningskyddet regleras i aktieägaravtal. Det faktum att efterlevnaden av ett avtal alltid är förenat med en viss osäkerhet innebär självfallet risker för investerare. Istället för att anlita avtalsmässiga konstruktioner kan liknande anti-utspädnings effekter emellertid uppnås genom utfärdandet av *teckningsoptioner (anti-dilution warrants)*.¹¹⁵ En teckningsoption innebär en rätt för optionsinnehavaren att i framtiden påkalla utgivning av en ny aktie mot på förhand bestämda villkor (ABL 11:4). Optionen är således ett löfte, men inte från aktieägarna, utan från bolaget att innehavaren ska få teckna aktier i bolaget. En skillnad mellan nyemission av aktier och emission av teckningsoptioner är att optioner kan ges ut utan vederlag. Själva utnyttjandet av instrumentet, det vill säga aktieteckningen med därtill hörande ökning av aktiekapitalet, förutsätter emellertid kontanttillskott. Minsta tillåtna vederlag, och sålunda mest fördelaktigt för investeraren, är aktiekvotvärdet, se ABL 14:6. Som beskrivits ovan kan dock kvotvärdet minskas genom aktiesplit. Om splitförfarandet ändå måste anlitas, ställer jag

¹¹³ Sandström (2007), s. 119.

¹¹⁴ von Baumgarten & Bohman (2003).

¹¹⁵ Davis & Drake (2003).

mig emellertid något frågande till finessen med att emittera teckningsoptioner i stället för att genomföra en riktad nyemission så som målats upp ovan.

Förfarandet med teckningsoptioner kan exempelvis gå till som så, att portföljbolaget redan i samband med nyemissionen av (preferens)aktier till venture capital-investeraren också ger ut gratisoptioner riktade till investeraren. Optionsrätterna deponeras dock tills vidare på ett konto tillhörande tredje man (escrow account), exempelvis en bank. Härigenom löper övriga ägare inte risken att den berättigade investeraren missbrukar teckningsoptionerna för att otillbörligen rubba maktbalansen i bolaget, trots att någon nyemission till extern finansiär inte har ägt rum. Teckningsvillkoren, däribland teckningskursen och optionsrättens löptid, regleras av investeringsavtalet.¹¹⁶ Om portföljbolaget måste genomföra en senare nyemission, kan således venture capital-investeraren utnyttja sin rätt att teckna fler aktier, varigenom utspädningseffekterna reduceras.

Att teckningsoptionerna emitteras vid samma tidpunkt som den ursprungliga investeringen är självfallet ingen nödvändighet. Exakt samma slutresultat kan uppnås genom att utgivandet av teckningsoptionerna till venture capital-investeraren skjuts på framtiden, till dess att portföljbolaget genomför den riktade nyemissionen vid följdfinansieringen. Nackdelen härmed är emellertid att investeraren återigen måste förlita sig på ett avtalsgrundat åtagande från övriga aktieägare att rösta för optionsemissionen. Om teckningsoptionerna emitteras redan vid investeringstillfället måste dock investeraren vara medveten om, att teckningsoptionens värde är beroende av bolagets utveckling och de befintliga aktiernas värde. Innan teckning faktiskt har skett kan följaktligen investerarens ställning ha försämrats avsevärt. För att skydda investeraren mot värdeförsämrande åtgärder från bolags sida fram till teckningstidpunkten, bör optionsvillkoren reglera sådana mellankommande situationer.¹¹⁷

¹¹⁶ Andretzky & Ramsay (2002).

¹¹⁷ Sandström (2007), s. 126.

6 Rätten att kräva exit

Även om verkligheten ibland blir en annan, är åtminstone den initiala ambitionen från venture capital-investerarens sida att en avyttring ska ske efter cirka 3-7 år.¹¹⁸ Då unga nystartade tillväxtföretag i allmänhet inte lämnar någon löpande vinstutdelning, realiseras hela investeringens avkastning i avyttrandeögonblicket i form av kapitalvinst. Investeringens lönsamhet är sålunda avhängigt hur pass framgångsrik avyttringen av portföljbolaget blir, vilket i sin tur avgörs av rådande betingelser vid exittidpunkten. Detta är förklaringen till att exitbestämmelserna är så centrala i investeringsavtalet och att det är synnerligen angeläget för venture capital-företag att hålla olika alternativ öppna. För investerarens del handlar det således om, att redan från investeringsögonblicket, positionera sig för olika scenarion och säkerställa att denne kan dra fördel av tillfälligheter och möjligheter som uppenbarar sig i omvärlden. Något tillspetsat handlar därför venture capital, och private equity i stort, inte om investeringar, utan om exits.

Från venture capital-investerarens horisont innefattar exitbeslutet två elementära dimensioner, nämligen val av exitmodell samt tidpunkten för exit. Även om exitstrategin intuitivt betraktas som den absolut sista anhalten, är strategin självfallet underkastad kontinuerlig översyn och revision under hela investeringens löptid. Strategin innefattar i allmänhet någon av följande modeller:¹¹⁹

- Notering: notering på reglerad marknad eller multilateral handelsplattform.¹²⁰
- Industriell försäljning (trade sale): vidareförsäljning av *hela* bolaget, antingen strukturerad som en aktie- eller en inkråmsöverlåtelse.
- Refinansiering (refinancing eller secondary sale): försäljning av endast venture capital-investerarens aktieinnehav till annan investerare.
- Återköp (buyout): venture capital-investerarens innehav förvärvas av övriga aktieägare, företrädesvis grundare eller företagsledning.
- Inlösen, rekonstruktion, likvidation eller konkurs.

Vid investeringstillfället är venture capital-företagets avsikt vanligtvis att avyttra innehavet genom notering eller industriell försäljning.¹²¹ Den bakomliggande kapitalistiska sanningen härtill är att dessa huvudalternativ i allmänhet är de mest lönsamma.

¹¹⁸ Nyman (2002), s. 16. Venture capital-företag som är specialiserade på investeringar i de allra tidigaste livscykelstadierna har längre placeringshorisont än investerare i senare faser.

¹¹⁹ Cumming & MacIntosh (2003), s. 513.

¹²⁰ Här kan det vara nyttigt att försöka minnas kapitel 1.3 där begreppsapparaten på värdepappersmarknaden kort berördes.

¹²¹ Nyman (2002), s. 68.

Efter denna schematiska besiktning av tillgängliga exitmodeller riktas uppmärksamheten framöver mot avyttrandebeslutets andra dimension, det vill säga själva *timing*en.¹²² Den beskrivning som följer fokuserar på investerarens möjligheter, att ensidigt eller med visst stöd från andra ägare, genomdriva en notering eller en vidareförsäljning av bolaget. Vi rör oss följaktligen inom de två huvudsakliga exitmodellernas gränser. Det ska tilläggas för fullständighetens skull, att det själfallet är möjligt för investeraren att avyttra sin andel etappvis, om detta anses främja avkastningen.¹²³

Bestämmelser i ett aktieägaravtal är typiskt sett mycket investerarvänliga i fråga om rätten att kräva exit. Exempelvis kan avtalet helt enkelt berättiga investeraren att, ensam eller (mera vanligt) i förening med en viss andel av ägarna, fordra att hela bolaget ska säljas eller noteras. Dessa långtgående och detaljerade föreskrifter om rätten att framtvinga vidareförsäljning eller notering, skapar en trygghet för venture capital-investeraren samt säkerställer att exit kan ske då detta bedöms vara fördelaktigt från lönsamhetssynpunkt. Två mycket branschtypiska villkor som är kopplade till investerarens möjlighet att kräva exit är *drag along* och *tag along*.

6.1 Drag along

En drag along-bestämmelse¹²⁴ berättigar investeraren att kräva av andra aktieägare (inte sällan företagsledningen och grundarna), att de säljer sina andelar i bolaget till en tredje person, närhelst investeraren önskar avyttra sina aktier. De aktieägare som ”dras med” erhåller förvisso samma ersättning per aktie, men berövas kontrollen över försäljningstidpunkt och övriga överlåtelsevillkor.¹²⁵

De drastiska konsekvenser som en drag along medför kan dock mjukas upp. Exempelvis kan föreskrivas att drag along-rättigheten aktiveras först efter viss tid och/eller endast om ett närmare specificerat minimipris per aktie erhålls. Särskilt om venture capital-investerarens andel av aktiekapitalet är litet, får en drag along-bestämmelse dramatiska följder och kan därför uppfattas som synnerligen bestraffande. Inget hindrar emellertid att parterna avtalar om att investeraren, för att kunna tvinga majoriteten att sälja, också måste erhålla stöd av annan eller att en förutbestämd andel av rösterna och

¹²² Ett utdraget exitförfarandet kan kullkasta investerarens planer och grusa lönsamhetsutsikterna. Dessvärre saknas det möjlighet att här göra en djuplodad beskrivning av samtliga villkor som är ägnade att underlätta för investeraren att realisera sitt innehav. Vakna läsare minns dock att vi redan vid ett par tillfällen i uppsatsen har berört modeller och bestämmelser som är ägnade att aktiveras vid exittidpunkten. Således uppställs konverteringsförbehåll (4.2) bland annat med syftet att förenkla ett noteringsförfarande, företräde till försäljningslikvid (4.1.2) säkerställer att investeraren uppnår förväntad avkastning och aktieinlösen (4.2.1) innebär till sin natur att exit sker.

¹²³ Cumming & MacIntosh (2003), s. 512 ff.

¹²⁴ Andra förekommande begrepp är ”come along”, ”bring along” och ”shoot gun”.

¹²⁵ http://www.growco.com/gcg_entries/dragalong1.htm.

kapitalet måste uppnås.¹²⁶ Störst flexibilitet och därmed bäst skydd erhålls dock naturligtvis om drag along-bestämmelsen ger venture capital-investeraren rätt att ensidigt tvinga resterande ägare att överlåta sina andelar.

Under förutsättning att samtliga aktieägare är bundna av den aktuella överenskommelse, kan investeraren utnyttja denna till att sälja 100 % av aktierna i bolaget. Den uppenbara fördelen härmed är att en försäljning av hela bolaget regelmässigt inbringar en större summa per aktie, än om endast en viss andel överlåts. Om drag along-bestämmelsen inte ska omfatta samtliga aktier bör investeraren åtminstone se till att denna designas på ett sådant sätt att en tvångsvis försäljning av en kontrollerande andel i bolaget kan komma till stånd.

En drag along-bestämmelse behöver inte endast ta sikte på aktieöverlåtelser. Investerarens urvalsmöjligheter förbättras om bestämmelsen kompletteras med rätten att även genomdriva en inkråmsförsäljning till utomstående. Definitiv exit sker därefter genom en likvidation av portföljbolaget, varpå medel utskiftas till aktieägarna (med förtur till skifteslikvid för preferensaktieinnehavare). Drag along-villkor kan även utformas så att de äger tillämpning på exit genom notering, varigenom bestämmelsen möjliggör för investeraren att tvinga övriga ägare att acceptera att bolaget blir publikt och i övrigt verka för en notering.¹²⁷

6.2 Tag along

En tag along-bestämmelse¹²⁸ är minoritetsägarnas quid pro quo till drag along-rättigheterna. Bestämmelsen berättigar minoriteten att, på samma villkor som majoriteten, få sälja sina aktier till den som har visat intresse för bolaget.¹²⁹ Ändamålet med en tag along-överenskommelse är att förhindra ”nyckelägare”, företrädesvis grundare eller företagsledningen, från att sälja sin andel och kvarlämna investeraren med ett kompetensurlakat bolag.

Ofta utformas tag along-klasulen så att den per automatik avlöser ett tidsbestämt överlåtelseförbud när tiden härför har blivit mogen. Tag along-bestämmelsen förhindrar inte ägaren från att sälja sin andel, men tvingar denne att dela med sig av kakan till investeraren eftersom investeraren tillåts inkludera sina aktier i transaktionen. Med hänsyn till att en tag along inte ålägger ägarna någon överlåtelsebegränsning, kan investerarens position stärkas genom att tag along-föreskriften kompletteras med vetorätt för investeraren. Under sådana förhållanden kan investeraren välja mellan att stoppa affären, eller acceptera denna och då sälja på samma villkor som övriga ägare.¹³⁰

¹²⁶ Nyman (2002), s. 112.

¹²⁷ Nyman (2002), s. 112.

¹²⁸ Även kallat ”co-sale” eller piggy back”.

¹²⁹ http://www.growco.com/gcg_entries/cosale1.htm.

¹³⁰ Muntlig källa, advokat Magnus Hedsund.

Den närmare utformningen av en tag along-överenskommelse begränsas i princip endast av juristernas kreativitet, men en vanligt förekommande variant är, att utomstående som bjuder på vissa aktier görs skyldiga att rikta samma erbjudande till kvarvarande ägare. Från den potentielle köparens perspektiv, är konsekvensen av en sådan tag along-överenskommelse mellan ägarna i målbolaget, således en budplikt. Ett annat, mindre vanligt, alternativ är att eventuellt bud från utomstående på viss andel i bolaget ska fördelas pro rata på samtliga aktieägare, varigenom samtliga ägare som önskar har möjlighet att sälja viss del av sina aktier.¹³¹

Tag along-klausuler väcker emellertid vissa betänkligheter ur informationshänseende, som parterna och ombuden bör vara medvetna om. En första frågeställning som pockar på uppmärksamhet är hur en tag along-berättigad investerare ska kunna säkerställa erhållandet av väsentlig och korrekt information, så att denne kan ta ställning budet. Rimligen bör den/de ägare vartill budet ursprungligen har riktats, vara skyldiga att vidarebefordra informationen från budgivaren till investeraren. Likaledes bör enligt min mening en investerare som deltar i försäljningen med stöd av en tag along-klausul vara underkastad liknande upplysningskrav gentemot köparen som övriga säljare. Det informationsövertag som en eventuell majoritetsägare åtnjuter, kan dock förväntas påverka upplysningskravens detaljutformning i det enskilda fallet.

¹³¹ Nyman (2002), s. 111.

7 Avslutande reflektioner

Denna uppsats har ägnats åt investerarskydd vid venture capital-investeringar. Syftet har varit att kartlägga, beskriva och analysera investerarskyddets mest fundamentala beståndsdelar – dess elementa. Existensen av legala instrument och strukturer, som möjliggör för investerare att sänka risken i investeringen, utan att för den skull mista möjligheterna till hög avkastning är en förutsättning för en fungerande venture capital-marknad. Investerarskyddet utför därför en diger samhällsekonomisk uppgift, nämligen att bidra till allokeringen av riskvilligt kapital till nystartade bolag med ljusa framtidsutsikter och tillväxtpotential. Lägg här till också att venture capital-företag (och private equity-investerare i stort), utöver riskfinansiering, kan bidra till en verksamhets utveckling på en mängd andra sätt genom sin kompetens och sitt aktiva ägarengagemang.

Enligt min mening finns det mycket goda möjligheter för affärsjuristen att tillskapa ett investerarskydd som tillgodoser klientens önskemål. Det finns dock en stor fara med att slentrianmässigt betrakta preferens- och omvandlingsklausuler, bestämmelser om utspädningsskydd samt exiträttigheter som standardvillkor i investeringsavtal. Investerarskyddet kan liknas vid ett lapptäcke; separata delar som var och en bidrar till den slutgiltiga helhetsprodukten. Delarna kan klippas ut och skraddarsys var för sig, men bästa resultat uppnås om skraddaren (juristen) redan från början förmår skapa sig en helhetssyn och förstår hur de olika delarna interagerar. En bestämmelse om företrädesrätt till försäljningslikvid är exempelvis mycket mer värd, om investeraren även råder över avyttrandetidpunkten genom en rätt att kräva försäljning av hela bolaget. Vidare har ett innehav av ekonomisk gynnade preferensaktier mindre betydelse, om bolaget genom riktade lågprisemissioner till tredje man kan spä ut investerarens reella kapitalandel och fördärva investeringens värde. Då investerarens ställning är beroende av stämmobeslut, är det likaledes viktigt att övriga aktieägare, avtalsvägen, förbinder sig att rösta i investerarens favör. Investerarskyddet måste följaktligen designas med varsam hand för att detta inte ska krackelera och hål ska uppstå.

Bruket av konvertibla preferensaktier, anti-utspädningsmekanismer och tillmötesgående exitvillkor bildar tillsammans en gedigen stomme i investerarskyddet. Förtjänsterna med konvertibla preferensaktier är många och genom att investera i detta instrument kan, beroende på preferensvillkorens utformning i det enskilda fallet, venture capital-investeraren avsevärt förbättra sina positioner i flera avseenden. Under en investerings löptid i ett ungt förlustbringande högriskföretag, kan exempelvis venture capital-investeraren tvingas revidera sin exitstrategi och istället för att inkassera storkovan i en notering eller vidareförsäljning, försöka rädda vad som räddas kan. Skyddet i ett sådant ”worst case scenario” består i villkor rörande likvidationspreferens. Märk väl att en

likvidation de facto också innebär en exit – om än en mer penibel sådan. Ett annat tänkbart scenario är att bolaget vänder sig till externa finansiärer för att anskaffa ytterligare riskkapital. I en sådan verklighet aktiveras substantiella anti-utspädningsmekanismer och säkerställer att investerade värden inte spolieras. Om portföljföretaget herefter lever upp till sin planerade tillväxt- och lönsamhetspotential, kan investeraren vid en lämplig tidpunkt och med stöd av en drag along-bestämmelse utverka en försäljning av hela bolaget. Självfallet roffar investeraren härvid åt sig en stor del av köpeskillingen, tack vare en avtalsgrundad och generös företrädesrätt till försäljningslikvid.

En huvudlinje inom aktiebolagsrätten är distinktionen mellan minoritets- och borgenärsskydd. Flertalet av lagens bestämmelser kan sorteras in under någon, eller båda, av dessa beteckningar. I allmänhet intar dock en venture capital-investerare varken position som minoritetsägare eller borgenär. Följden härav är venture capital-investerare inte kan förlita sig på det regulatoriska skydd som ligger latent i aktiebolagsrätten. Investerarskyddet är därför något som måste produceras i samband med förhandlingarna och genom författandet av investeringsavtalet.

Icke desto mindre finns det enligt mitt förmenande en väl avvägd struktur i ABL, som tar praktiska behov av en ändamålsenlig bolagsfinansiering i beaktande. Juristens arbete och tillskapandet av ett investerarskydd underlättas i detta avseende av, att ABL tillhandahåller verktyg som parterna kan anpassa till den konkreta investeringssituationens unika krav. Lagstiftaren är härvid tämligen frikostig med att tillåta parterna att själva utforma exempelvis preferensvillkor och omvandlingsförbehåll i bolagsordningen.

I ett antal andra viktiga avseenden agerar emellertid ABL:s många tvingande regler tvångströja och inskränker investerarens kravmöjligheter. Sålunda underkänns med största sannolikhet införandet av andra konverteringsförhållanden än 1:1 i bolagsordningen, vilket bland annat medför att utspädningskyddet måste konstrueras annorlunda från vad som exempelvis är fallet i USA. Härvid har sloandet av aktiens nominella belopp och övergången till aktiekvotvärde inte infriat de profetior som fanns hos vissa jurister och som föregick reformen. En annan viktig slutsats härav är att rättsläget beträffande investerarskydd i somliga fall är osäkert och att klagrande därför vore önskvärt. Kvotaktiereformen har tveklöst inneburit betydelsefulla förenklingar, men implementeringen av det nya systemet har onekligen skett med försiktighet. I ett renodlat kvotaktiesystem kan till exempel aktiekapitalet ändras utan indragandet eller utgivandet av nya aktier. I ett sådant system finns inte heller något hinder mot att emittera gratisaktier i samband med nyemission. Den förstnämnda varianten är emellertid förbjuden i nyemissionsfallet och ABL 2005 vilar alltså på ett tvingande underkursförbud vid nyemission. Lagstiftarens aktsamhet i nämnda hänseende påverkar bland annat utformandet av anti-utspädningsmekanismerna.

Frånvaron av ett regulatoriskt investerarskydd i förening med ABL:s tvingande restriktioner medför att aktieägaravtalets betydelse i venture capital-sammanhang inte nog kan understrykas. Avtalsvägen är många gånger den enda framkomliga med hänsyn till de hinder som ABL-rätten lägger ut. Kontraktuella åtaganden ger emellertid upphov till betänkligheter ur riskhänseende. Stor möda måste därför läggas ned på att säkerställa att alla aktieägare, såväl befintliga som framtida, sluter sig till avtalet eller åtminstone genom separata åtaganden förbinder sig att iaktta de viktigaste delarna.

Den juridiska dokumentationen i samband med en venture capital-investering kan vara såväl omfattande som detaljrik och komplex. Så är inte minst fallet då det är fråga om utländska investerare, företrädesvis sådana med rötterna i anglosaxiska jurisdiktioner. Det är ovedersägligt att den svenska riskkapitalbranschen historisk sett har varit tämligen positiv till att absorbera internationella investeringslösningar och anpassa dem till inhemska förutsättningar. De substantiella anti-utspädningsmekanismerna weighted average och full ratchet är praktexempel härpå och som läsaren nu är förtrogen med. I takt med att nya globala influenser utövar påverkan på svenska investeringsavtal, kan vi därför troligen räkna med att dokumentationen sväller ytterligare samt inrymmer nydanande modeller och konstruktioner för investerarskydd.

Vid författandet av denna uppsats har ett antal frågor uppkommit, vilka av tids- och utrymmesskäl tyvärr har fått sättas åsido. Jag syftar nu bland annat på de komplicerade röstningsreglerna i ABL 7:42-45 angående ändring av bolagsordningen. En venture capital-investering är regelmässigt förenad med ändring av portföljbolagets bolagsordning, må det vara emission av ett nytt aktieslag, införandet av konverterings- och inlösenklausuler, förändring av aktiekapitalets storlek, ändring av antalet aktier eller utgivande av anti-dilution warrants. Dessa tillkortakommanden till trots, är det min förhoppning att uppsatsen har illustrerat de huvudsakliga knutpunkterna i investerarskyddet vid venture capital-investeringar.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

SOU 1971:15	Förslag till aktiebolagslag
Prop. 2004/05:85	Ny aktiebolagslag
Prop. 1975:103	Förslag till ny aktiebolagslag m.m.
Prop. 1973:93	Förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Litteratur

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf; *Aktiebolagslagen. En kommentar*, Del 1, kap. 1-10, Supplement 2, 2007.
[citeras: Andersson m.fl. (2007)]

Andrén, Niclas, Eriksson, Tore, Hansson, Sigurd; *Finansiering*, 11:e upplagan, Liber Ekonomi, Trelleborg, 2003.
[citeras: Andrén m.fl. (2003)]

Andretzky, Fredrik & Ramsay, Isabella; *Preferential investments in Sweden*, International Financial Law Review, 21(1), Supplement: The Nordic Region, 2002.
[citeras: Andretzky & Ramsay (2002)]

von Baumgarten, Fredrik & Bohman, Sara; *Sweden*, International Financial Law Review, Supplement: Yearbook 2003, 2003.
[citeras: von Baumgarten & Bohman (2003)]

Bergström, Clas & Samuelsson, Per; *Aktiebolagets grundproblem*, 2:a upplagan, Norstedts Juridik AB, Göteborg, 2001.
[citeras: Bergström & Samuelsson (2001)]

Borgström, Carl; *Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer. Några aktierättsliga synpunkter*, P.A. Norstedts & Sönens Förlag/Industriförbundets Förlag, Stockholm, 1970.
[citeras: Borgström (1970)]

Cumming, Douglas J. & MacIntosh, Jeffrey G.; *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, Journal of Banking and Finance, (27), 2003.
[citeras: Cumming & MacIntosh (2003)]

Davis, Stephen M., Drake, Kenneth; *Protecting the privat equity investment without killing the golden goose*, International Financial Law Review, 22(1), Supplement: Private Equity and Venture Capital, 2003.
[citeras: Davis & Drake (2003)]

Harris, Timothy J.; *Modeling the conversion decisions of preferred stock*, The Business Lawyer, 58:2, Chicago, 2003.
[citeras: Harris (2003)]

Isaksson, Anders; *Studies on the venture capital process*, Umeå School of Business, Umeå Univesitet, Umeå, 2006.
[citeras: Isaksson (2006)]

Johansson, Svante; *Nials Svensk Associationsrätt*, 8:e upplagan, Norstedts Juridik AB, 2001.
[citeras: Johansson (2001)]

Kansmark, Jan & Roos, Carl Martin; *Aktieägaravtal. En kortfattad handbok*, 2:a upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1994.
[citeras: Kansmark & Roos (1994)]

Kaplan, Stanley A.; *Piecing the corporate boilerplate: Anti-dilution caluses in convertible securities*, The University of Chicago Law review, 33(1), 1965.
[citeras: Kaplan (1965)]

Kaplan N, Steven, & Strömberg, Per; *Financial contracting theory meets the rea world: an empirical analysis of venture capital contracts (working paper 7760)*, Nber Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, 2000.
[citeras: Kaplan & Strömberg (2000)]

Kristiansson, Björn & Skog, Rolf; *Bolagsordning. Praktisk vägledning – exempel på formuleringar*, Industrilitteratur, Stockholm 2002.
[citeras: Kristiansson & Skog (2002)]

Nyman, Michael; *Risckapital. Private equity- och venture capital-investeringar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2002.
[citeras: Nyman (2002)]

Rodhe, Knut (Bearbetad av Rolf Skog); *Aktiebolagsrätt*, 20:e upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2002.
[citeras: Rodhe (2002)]

Roos, Carl Martin; *Avtal och rösträtt – en aktiebolagsrättslig studie*, Almqvist & Wiksell Förlag, Stockholm, 1969.
[citeras: Roos (1969)]

af Sandberg, Christina & Sevenius, Robert (red.); *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2007.

[citeras: af Sandberg & Sevenius (2007)]

Sandgren, Claes; *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2006.

[citeras: Sandgren (2006)]

Sandström, Torsten; *Svensk Aktiebolagsrätt*, 2:a upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2007.

[citeras: Sandström (2007)]

Sokol, Albert, Smal, Richard, Meridith, Stephen, Cole, Jonathan; *Down rounds – to succeed you must survive*, International Financial Law Review, Supplement: Yearbokk 2002, 2002.

[citeras: Sokol m.fl. (2002)]

Stattin, Daniel; *Om aktieägaravtal*, Juridisk Tidskrift (JT), 2004/05.

[citeras: Stattin, JT 2004/05]

Westberg, Peter; *Avhandlingsskrivande och val av forskningsansats – en idé om rättsvetenskaplig öppenhet*, Festskrift till Per Olof Bolding, Stockholm, 1992.

[citeras: Westberg (1992)]

Elektroniska källor

http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp?action=search&letter=yes&AZ=vwxyz.

http://www.growco.com/gcg_entries/cosale1.htm.

http://www.growco.com/gcg_entries/dragalong1.htm.

http://www.growco.com/gcg_entries/ratchets1.htm.

http://www.growco.com/gcg_entries/valuation1.htm.

http://www.growco.com/gcg_entries/weightedaverage1.htm.

<http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&CatId=7243>.

Svenska Riskkapitalföreningen; *Introduktion till den svenska private equity-marknaden*.

[Finns för nedladdning i power point-format på <http://www.svca.se>]

Övriga källor

Muntlig källa, advokat Magnus Hedsund, Advokatfirman Vinge.