

INGRID ARNESDOTTER

# Om konvertibla skuldebrev och kvittning vid ackord – Juridik och ekonomi

## 1. INLEDNING\*

Under 1980-talet blev det vanligt att aktiebolag utnyttjade möjligheten att utge konvertibla skuldebrev - inte minst som ett led i företagets personalpolitik. Åtskilliga av dessa bolag återfanns bland de företag som fick finansiella svårigheter när - några år in på 1990-talet - lågkonjunkturen blev ett faktum. Det visade sig att de utelöpande konvertiblerna vållade problem om man ville rekonstruera företaget på annat sätt än genom konkurs. Hur skulle konvertibelägarna behandlas - som långivare eller delägare eller både/och? Saken komplicerades inte sällan ytterligare av att emissionsvillkoren innehöll en efterställningsklausul - dvs en klausul som stipulerar att om det emitterande bolaget kommer på obestånd så skall konvertibellånet återbetalas först sedan samtliga övriga skulder betalats till fullo. Stor osäkerhet rådde kring den närmare innebörden av en sådan klausul i samband med företagsrekonstruktion utan konkurs - oavsett om någon form av ackord ingick som ett led i rekonstruktionen<sup>1</sup>.

Nu är inte konvertibla skuldebrev det enda finansiella instrument som vållat problem vid företagsrekonstruktion. Under det finansiellt så kreativa 1980-talet kom även andra mer eller mindre nya former till användning - finansieringsformer som skapat rekonstruktionshinder som visat sig svåra att forcera utan att tillgripa konkurs. Så

\* Denna artikel är tidigare publicerad i Juridisk Tidskrift 1994/95:1 (avkortad version av närmast nämnda verk, ffa med de ekonomiska avsnitten utelämnade), samt i Research in Management, Dept of Management and Economics, Linköping, 1994. Såväl författaren som förlaget har godkänt denna publicering.

<sup>1</sup> Dock vill jag redan här påpeka att det förslag till lag om företagsrekonstruktion som Insolvensutredningen lagt fram i SOU 1992:113 innehåller en reglering av efterställda fordringars ställning vid offentligt ackord.

t.ex. medför konvertibla vinstandelsbevis att frågan om det emitterade kapitalets karaktär av främmande eller eget kapital blir verkligt brännande. Vad gäller skuldebrev med optionsrätt till nyteckning (av aktier) är det inte skuldebrevet i sig som vållar huvudbry. Det är istället optionsrätten - rätten att till en fastställd kurs teckna aktier i det emitterande bolaget - som reser frågor. Är denna rätt en fordran? Om en rekonstruktionsplan innebär att i vart fall de oprioriterade fordringsägarna genom ett ackord får sina fordringar nedsatta med viss procentandel - omfattas i så fall enbart penningborgenärerna av detta ackord eller är ackordet bindande även för innehavare av optionsrätter till nyteckning av aktier?

I denna artikel diskuterar jag hur konvertibla skuldebrev - med respektive utan efterställningsklausul -, konvertibla vinstandelsbevis samt optionsrätter till nyteckning av aktier skall/bör behandlas i samband med företagsrekonstruktioner utan konkurs där rekonstruktionen förutsätter eftergifter från åtminstone vissa fordringsägares sida. Min utgångspunkt är att det är angeläget att rättsreglerna främjar företagsrekonstruktioner<sup>2</sup>. För att få ett underlag för bedömningen av hur den lösning jag förespråkar kan förväntas påverka möjligheterna till en framgångsrik rekonstruktion (av det bolag som emitterat värdepapperen ifråga), har jag - utifrån två olika teoretiska utgångspunkter - genomfört en analys av vilken inverkan ett ackord kan förväntas ha på en konvertibelägars vilja att utnyttja konverteringsrätten och vederbörandes val av konverteringstidpunkt. De två teoretiska utgångspunkter jag använt mig av är dels den sk "Contingent-Claims"-modellen, dels beslutsteori. Den förstnämnda är en modell för värdering av bl a optioner och konvertibla skuldebrev och för bestämmande av den optimala tidpunkten för att utnyttja en options/konverteringsrätt. Beslutsteori ger möjligheter att på ett generellt sätt beskriva och analysera hur människor går till väga när de skall fatta beslut under risk eller osäkerhet.

<sup>2</sup> Denna uppfattning delas uppenbarligen - åtminstone för närvarande - av lagstiftaren, se t ex Insolvensutredningens direktiv (Dir. 1988:52) och förordet till Den svenska insolvensrätten (Ds 1994:37).

En självklar utgångspunkt för den avsedda diskussionen är vissa av de nu gällande rättsreglerna om ackord. Dessa behandlas i avsnitt 2 liksom de förändringar (av de nu aktuella reglerna som föreslagits av den ovan nämnda Insolvensutredningen). Reglerna om kvittning i samband med ackordsförhandling respektive ackord har brutits ut till ett eget avsnitt (avsnitt 3), dels därför att reglerna är föga lätt-tillgängliga, dels därför att Insolvensutredningen gjort uttalanden om gällande rätt som näppeligen kan vara riktiga. Därefter följer den egentliga diskussionen, varvid ämnet för avsnitt 4 är konvertibla skuldebrev, medan avsnitt 5 gäller (skuldebrev med) optionsrätt att teckna aktier och avsnitt 6 behandlar vinstandelsbevis. Den ovan förutskickade ekonomiska analysen återfinns i avsnitt 7. Det sista avsnittet (avsnitt 8) innehåller en kort sammanfattning av de viktigaste slutsatserna angående konvertibla skuldebrevs och andra hybridpappers ställning vid ackord samt rörande kvittning under ackordsförhandling respektive efter det att ett ackord fastställts.

## 2. VISSA RÄTTSREGLER OM ACKORD

### 2.1 Avgränsningar

Svensk rätt känner tre ackordstyper - underhandsackord, offentligt ackord utan konkurs och offentligt ackord i konkurs. Med hänsyn till ämnet för denna artikel är den sistnämnda ackordsformen utan intresse<sup>3</sup>. När jag i fortsättningen talar om offentligt ackord avser jag enbart offentligt ackord utan konkurs.

Vissa av ackordslagstiftningens föreskrifter är av särskild betydelse för den fortsatta diskussionen. Detta gäller för reglerna om vilka borgenärer som har rösträtt i ackordsfrågan och med vilket belopp de deltar i omröstningen, vilket innehåll en ackordsöverenskommelse får ha samt vilken inverkan en ackordsöverenskommelse har på borgenärernas rättigheter gentemot ackordsgäldenären.

<sup>3</sup> Ackord i konkurs kan nog påstås sakna praktiskt intresse även i andra sammanhang än denna artikel. Det är mycket ovanligt att ackord genomförs i konkurs - det rör sig om en handfull fall per decennium. Noteras kan att det finns förslag om att blåsa liv i institutet fast i modifierad form - företagsrekonstruktion under konkurs-, se Ds 1994:37 Den svenska insolvensrätten - Några förslag till förbättringar inom konkurshanteringen m.m.

I fråga om underhandsackord har lagstiftaren avstått från att ge föreskrifter i nämnda hänseenden - inte heller förslaget till lag om företagsrekonstruktion innehåller några regler härvidlag. Här ligger naturligtvis underhandsackordets väsentligaste fördel - den stora "frihet gäldenär och borgenärer har att utforma överenskommelsens innehåll och i möjligheten att på ett affärsmässigt sätt utnyttja gäldenärens tillgångar till borgenärernas förnöjande"<sup>4</sup> utan att detta tvingar fram en avveckling av gäldenärsföretaget. Detta hindrar inte att lagregler som uttryckligen avser enbart offentligt ackord likafullt får betydelse också för underhandsackord. Borgenärer lär - generellt sett - inte acceptera underhandsuppörelser som försätter dem i en sämre position än vad ett offentligt ackord skulle ha gjort.

## 2.2 Offentligt ackord

### 2.2.1 Vilka borgenärer har rösträtt och för vilket belopp får de rösta?

Ackordslagen använder oftast uttrycket "rätt att delta i förhandling om offentligt ackord" istället för rösträtt. Det avgörande för vilka borgenärer som deltar i förhandlingen - dvs har rösträtt - är **dels** vid vilken tidpunkt vederbörandes fordran uppkom, **dels** om fordringen är "säkrad" genom förmånsrätt, kvittningsrätt eller återtagandeförbehåll. Detta framgår av 12 § ackordslagen<sup>5</sup> och Insolvensutredningen föreslår ingen ändring i detta hänseende<sup>6</sup>.

Fordringen skall ha uppkommit före den avgörande tidpunkten - vilket innebär att det saknar betydelse om fordringen vid denna tidpunkt (den avgörande tidpunkten) ännu inte är förfallen till betalning eller fortfarande är beroende av särskilt villkor. Den **avgörande tidpunkten** är inte densamma i utredningsförslaget som i den gällande ackordslagen. Fordringen skall enligt den senare ha uppkommit före tingsrättens beslut om att gäldenären får öppna förhandlingar om offentligt ackord. Utredningen vill tidigarelägga tidpunkten till dagen för gäldenärens (eller borgenärs) ansökan om företagsrekon-

<sup>4</sup> Arnesdotter: Om betalningsinställelse och offentligt ackord sid 16 f.

<sup>5</sup> Ackordslag (1970:847).

<sup>6</sup> 3 kap 7 § förslaget till lag om företagsrekonstruktion.

struktion<sup>7</sup>. Denna dag motsvarar dagen för betalningsinställelsen, dvs den dag som i praktiken redan nu är den avgörande enligt den praxis som bl a Ackordscentralerna tillämpat sedan länge.

Det är endast de borgenärer, vars fordringar saknar förmånsrätt och som inte heller kan täckas genom kvittning, som har rösträtt. För den händelse en borgenär avstår från sin förmånsrätt/kvittningsrätt (helt eller delvis) får denne rösträtt i motsvarande mån. Detsamma gäller den fordringsägare som visserligen har särskild förmånsrätt (respektive kvittningsrätt) men vars fordran överstiger värdet av den egendom vari förmånsrätten gäller (värdet av den kvittningsbara motfordringen). Slutligen har de borgenärer undantagits vars fordringar i och för sig saknar förmånsrätt men där borgenärerna har gjort förbehåll om återtaganderätt.

Den nu gällande ackordslagen innehåller inga regler om **efterställda fordringar**. Denna kännbara brist vill Insolvensutredningen avhjälpa och föreslår att borgenärer ”som enligt avtal eller på annan grund har rätt till betalning först efter gäldenärens övriga borgenärer”<sup>8</sup> inte skall delta i förhandlingen om ackord - dvs de skall sakna rösträtt - om inte de övriga borgenärerna går med på motsatsen.

Vid omröstningen om ett ackordsförslag måste en viss borgenärsmajoritet uppnås, beräknad i procent av såväl antalet röstande som ”omröstningsbeloppet”<sup>9</sup>. **Omröstningsbeloppet** är det sammanlagda beloppet av alla de fordringar som medför rösträtt. Av redogörelsen ovan kan utläsas att omröstningsbeloppets storlek inte utan vidare låter sig fastställas i de fall borgenärens fordran är förenad med särskild förmånsrätt. Problemet gäller värderingen av den egendom i vilken borgenären har förmånsrätt, eftersom han får rösta enbart för den del av fordringen som överstiger egendomens värde. Ackordslagen ger inga anvisningar utan överlämnar åt parterna själva att försöka enas om vilket belopp borgenären skall ha rösträtt för. I sista hand blir det domstol som får avgöra frågan, men bara om beloppets storlek är av betydelse för utgången av omröst-

<sup>7</sup> Se 3 kap 7 § förslaget till företagsrekonstruktion. Ansökan skall göras hos tingsrätten, 2 kap 2 § respektive 7 § samma lagförslag.

<sup>8</sup> 3 kap 7 § 1 st förslaget till lag om företagsrekonstruktion.

<sup>9</sup> Se 15 § ackordslagen respektive 3 kap 8 § förslaget till lag om företagsrekonstruktion.

ningen. Insolvensutredningen tar uttryckligen ställning till frågan om värderingsregler bör införas och konstaterar att så inte är fallet<sup>10</sup>.

När en fordran löper med **ränta** - antingen redan före förfalldagen eller pga att gäldenären är i dröjsmål med betalningen - föreskriver ackordslagen att endast sådan ränta som belöper på tiden fram **till dagen för ansökan om förordnande av god man** skall ingå i omröstningsbeloppet och när en fordran är bestämd i **utländsk valuta** är det kursen per denna dag som är avgörande för omröstningsbeloppets storlek<sup>11</sup>. Observeras bör att denna bestämmelse endast avser vilket belopp borgenären har rätt att **rösta** för. Den inverkar inte alls på frågan vilket belopp borgenären har rätt att yrka betalning för, dvs borgenärens materiella rätt.

### 2.2.2 Vilket innehåll får ackordsöverenskommelsen ha?

Reglerna om vad ett offentligt ackord får innehålla finns i 11 § ackordslagen. Motsvarande reglering i förslaget till lag om företagsrekonstruktion finner man i 6 § i dess 3 kap.

En grundläggande princip är att ackordet skall ge alla lika-berättigade borgenärer lika rätt. Ackord som avviker härifrån, får fastställas endast om de borgenärer, till vars nackdel avvikelsen är, godkänner detta.

Ett ackord får avse att borgenärerna avstår från en viss del av sin fordran eller medger anstånd med betalningen ”eller annan särskild eftergift”<sup>12</sup>. Det vanligaste är att ackord avser nedsättning av borgenärernas fordringsbelopp. Den minsta tillåtna dividenden (det belopp gäldenären skall betala) är 25 % av fordringarnas belopp. Undantag härifrån får ske om alla berörda borgenärer godtar detta eller ”synnerliga skäl för lägre procent föreligger” (Insolvensutredningen föreslår att synnerliga skäl mildras till särskilda skäl).

Om det finns många borgenärer med förhållandevis små fordringar, kan det vara svårt att uppnå tillräcklig borgenärsmajoritet, i antal räknat, även sedan tillräcklig andel av omröstningsbeloppet upp-

<sup>10</sup> 30 § 2 st ackordslagen respektive SOU 1992:113 sid 397.

<sup>11</sup> Se 23 § 2 st och 31 § 4 st ackordslagen.

<sup>12</sup> 11 § ackordslagen respektive 3 kap 6 § förslaget till lag om företagsrekonstruktion.

nåtts med mycket god marginal. I sådana fall kan det vara till fördel för alla borgenärer att ackordet ger full betalning intill ett visst belopp - på så vis kan antalet berörda - och därmed röstberättigade - borgenärer, nedbringas till en hanterlig nivå. Ett sådant ackord är fullt tillåtet enligt uttryckligt stadgande.

Slutligen föreskrivs att minst 25 % av borgenärernas fordringsbelopp skall vara betalt inom ett år efter det att ackordet fastställts om inte samtliga berörda borgenärer godkänner en längre betalningstid. Med "borgenärernas fordringsbelopp" avses borgenärernas förfallna fordringsbelopp - eftersom ett ackord inte medför att berörda fordringar skall betalas tidigare än vad som annars skulle ha skett (se vidare härom i nästföljande avsnitt).

### 2.2.3 Ackords rättsverkan

Ackordslagen beskriver i 19 § ett fastställt ackords rättsverkan genom att ange vilka **borgenärer** som **blir bundna** - nämligen de borgenärer som enligt 12 § haft rätt att delta i omröstningen. Bundenheten innebär att borgenärens fordran skall betalas med den procentandel och vid den tidpunkt som framgår av det fastställda ackordets innehåll.

Förhållandet att en viss **betalningstidpunkt** finns angiven i ackordsbeslutet innebär givetvis inte att förfallodagen tidigareläggs för fordringar vars en gång avtalade (eller på annat sätt fastställda) förfalldag inträffar senare än den i ackordet angivna betalningstidpunkten. Ett ackord är en eftergift från borgenärernas sida, avsedd att undanröja gäldenärens obestånd och därmed risken för att gäldenären försätts i konkurs. En tidigareläggning av förfallotidpunkten för fordringar som omfattas av ett fastställt ackord står i uppenbar motsatsställning till detta syfte. Till detta kan läggas att en tidigareläggning av betalningen inte självklart är en fördel för de borgenärer vars fordringar löper med ränta - t.ex. innehavare av konvertibla skuldebrev. Förhållandet att konkurs medför att åtskilliga av gäldenärens skulder infrias i förtid är en följd av detta instituts särart - kravet att gäldenärens samtliga tillgångar skall realiserats och att fördelning av influtna medel skall göras mellan fordringsägarna.

Det vore föga praktiskt att tvinga fram en långvarig förvaltning av influtna medel i avvaktan på de långsiktiga skuldernas förfallotidpunkter! Ett visst stöd för tanken att även ackord skulle medföra en tidigareläggning av de omfattade fordringarnas förfallotidpunkt kan 11 § 2 st sista meningen AckL tyckas ge. Där sägs att ”Betaling av föreskriven minsta utdelning skall ske inom ett år efter det att ackordet fastställts, om ej samtliga nämnda borgenärer godkänner längre betalningstid”. En fråga inställer sig dock genast: Varför gäller tidigareläggningen enbart fordringar som förfaller senare än ett år efter ackordets fastställsedag och enbart minimidividenden? Och varför krävs alltid borgenärernas godkännande för en längre betalningstid - även av de borgenärer för vilka en längre löptid vore en fördel? Jag drar den slutsatsen att den angivna regleringen enbart tar sikte på att ange det längsta anstånd, med betalningen av vid ackordsbeslutet förfallna fordringar, som ett offentligt ackord får innebära.

Innebörden av att en fordan omfattas av ett fastställt offentligt ackord är således att betalning skall ske på den i ackordet angivna dagen förutsatt att fordringen då hunnit förfalla till betalning och att - om fordringen är beroende av särskilt villkor - detta villkor är uppfyllt. Finns det villkorliga och/eller långsiktiga skulder bland ackordsskulderna kommer ackordet därför att få rättsverkningar under lång tid.

Det är lätt att läsa 12 § och 19 § AckL på så sätt att de borgenärer som enligt den förstnämnda paragrafen tillåtits delta i förhandlingen (dvs haft rätt att rösta om ackordsförslaget på borgenärssammanträdet) också blir bundna av ett fastställt ackord. Detta är dock en förhastad slutsats. Frågorna om vilka borgenärer som har rösträtt respektive som blir bundna av ackordet skall visserligen avgöras enligt **samma kriterier** - nämligen de i 12 § angivna kriterierna men det är inte fråga om **en** bedömning, vars resultat sedan blir avgörande för svaret på båda frågorna, utan om två bedömningar vilka görs vid skilda tillfällen och som kan få skilda utfall. Det första bedömningstillfället är inför omröstningen då en röstlängd



måste fastställas. Om rösträttsfrågan kan få avgörande betydelse för utgången av omröstningen skall den prövas av rätten om gäldenären eller en borgenär framställer en anmärkning mot borgenärens (mot-)fordran (31 § 2 st. AckL). Rättens beslut gäller enbart rösträtten och berör inte den materiella rätt borgenären kan ha. En tvist angående det senare spörsmålet får prövas i en rättegång utanför ackordsförfarandet. Bedömningstillfälle nummer två infinner sig när borgenärens fordran skall infrias. Vid denna tidpunkt kan t ex en suspensivt villkorad motfordran ha blivit definitiv så att kvittning är möjlig. Då omfattas inte huvudfordringen av det fastställda ackordet alldeles oavsett huruvida borgenären tilläts rösta eller inte<sup>13</sup>. Ett annat exempel är att viss säkerhet som vid tiden för omröstningen bedömdes inte täcka borgenärens fordran, på fordringens förfallodag har realiserats och därvid inbringat tillräckligt för att ge borgenären fullt betalt.

Förhållandet att bedömningen enligt 12 § respektive 19 § sker vid olika tidpunkter kan leda till skillnader inte bara ifråga om vilka fordringar utan också storleken av dessa fordringar som får rösta för respektive som omfattas av ackordet. Detta gäller först och främst fordringar i **utländsk valuta** eller som löper med **ränta**. Lån skall erläggas i den valuta som är överenskommen och dess motvärde i svenska kronor per betalningsdagen bestäms självklart av växelkursen denna dag. I fråga om ränta gäller att varje räntebelopp - beräknat enligt avtal eller lag - som belöper på tid intill den dag kapitalbeloppet nedsätts genom fastställt ackord, omfattas av detta ackord, försåvitt själva förpliktelsen att betala ränta på kapitalet kan anses ha uppkommit före ackordsförhandlingsbeslutet. Vanligen uppkommer räntebetalningsförpliktelsen samtidigt med förpliktelsen att betala själva kapitalet men man kan naturligtvis tänka sig ett en ursprungligen räntefri skuld genom ett senare avtal beläggs med löpande ränta liksom att ett tidigare avtal om att dröjsmålsränta ej skall utgå upphör att gälla.

<sup>13</sup> Se vidare härom vid not 33.

Vidare kan borgenären ha röstat för villkorade fordringar som så småningom visar sig inte behöva infrias annat än delvis. Ett praktiskt exempel är ett ackord i ett byggentreprenadföretag. Sådana företag måste regelmässigt ställa bankgarantier till säkerhet för sina garantiförpliktelser gentemot beställarna. Banken som utfärdat garantierna har en röstberättigande (i den mån säkerheterna inte kan beräknas förslå) villkorlig fordran som uppgår till summan av alla vid tiden för borgenärssammanträdet utelöpande garantier. Men banken skall naturligtvis inte erhålla ackordslikvid på denna summa utan endast på de garantibelopp som den de facto i sinom tid måste infria.

Ytterligare bör nämnas fordringar som är förenade med särskild förmånsrätt. För dessa gäller att fordringen omfattas av ackordet endast i fråga om belopp som ej kan tas ur den egendom vari förmånsrätten gäller<sup>14</sup>. Detta belopp kan mycket väl visa sig avvika betydligt från den värdering som gjordes i samband med ackordsomröstningen - i synnerhet om det gäller skulder med lång löptid (prisfluktuationer hinner göra sig gällande i högre grad). För borgenärer med säkerhet i t ex pantbrev blir innebörden av ett ackord att själva fordringsrätten gentemot gäldenären omfattas av ackordet men att panträtten fortfarande får utnyttjas för betalning även för den del av fordringsbeloppet som bortfallit genom ackordet<sup>15</sup>.

I Insolvensutredningens förslag består denna diskrepans mellan omröstningsbeloppet och det belopp på vilket borgenären tillkommande ackordslikvid skall beräknas. Enda skillnaden är att såväl ränteberäkningsregeln (för fastställande av det belopp borgenären får rösta för) som regeln angående vilka fordringar som omfattas av ett fastställt ackord, i förslaget knyter an till dagen för ansökan om

<sup>14</sup> 19 § 2 st ackordslagen respektive 3 kap 12 § förslaget till lag om företagsrekonstruktion.

<sup>15</sup> Man kan jämföra med vad som gäller när en fordran med säkerhet i pant blir preskriberad - fordringen kan då inte längre drivas in hos gäldenären men panten får fortfarande utnyttjas, 11 § Preskriptionslag (1981:130). Förhållandet att ett ackord inte inverkar på rätten att utnyttja pantbrev har medfört att det är i stort sett omöjligt att rekonstruera t ex fastighetsförvaltande bolag genom ett offentligt ackord. Lejonparten av dessa bolags skulder är skulder för vilka bolaget lämnat säkerhet i form av pantbrev. Även om ett ackord genomförs riskerar bolaget att få en eller flera av sina fastigheter försålda exekutivt i sinom tid när någon pantbrevsborgenär tror sig kunna få betalt fullt ut genom att utnyttja panten. Ett bolag med sådana framtidsutsikter är det föga intressant att rekonstruera.

företagsrekonstruktion istället för till dagen för ansökan om ackordsförhandling<sup>16</sup>.

Vilken **rättsverkan** har ett fastställt **ackord** för **borgensmän** och andra - t ex medgäldenärer - som förutom ackordsgäldenären har ett betalningsansvar för en fordran som omfattas av ackordet? Av 21 § ackordslagen (respektive 3 kap 14 § förslaget till lag om företagsrekonstruktion) framgår att ackordet **inte** inverkar på borgenärens rätt mot dessa "medansvariga" utan dessa förblir betalningsskyldiga för fordringen alldeles som om inget ackord förekommit. Däremot omfattas sådana "medansvarigas" eventuella regressanspråk av ackordet - därför har de också rösträtt. Nämnas kan att det ansvar som bolagsmännen i ett handelsbolag (och komplementärerna i ett kommanditbolag) har för bolagets skulder inte är av den arten att det omfattas av 21 § ackordslagen<sup>17</sup>.

Som tidigare nämnts (vid not 8) innehåller den nuvarande ackordslagen inga bestämmelser om **efterställda fordringar**. Insolvensutredningens förslag till lag om företagsrekonstruktion tar däremot upp frågan<sup>18</sup>. Man påpekar att "om de efterställda fordringarna skulle finnas kvar efter ett offentligt ackord skulle detta inte bara innebära att dessa borgenärer, helt i strid med syftet med efterställda fordringar, skulle komma i ett bättre läge än övriga oprioriterade borgenärer. Det skulle dessutom kunna spolia en rekonstruktion genom att gäldenären, efter det att förfarandet upphört, krävdes på full betalning för dessa fordringar"<sup>19</sup>. Detta uttalande förefaller att peka fram mot ett förslag om att efterställda fordringar skall falla bort i sin helhet genom att ett offentligt ackord fastställs, något som ordföranden i Insolvensutredningen underhand uppgett har varit utredningens avsikt. Det är dock svårt att tolka ordalydelsen i lagtextförslaget (3 kap 12 § 2 st) på detta sätt. Där sägs att - om inte ackordet enbart innebär ett betalningsansvänd eller annan eftergift

<sup>16</sup> 3 kap 3 § 2 st och 20 § 4 st förslaget till lag om företagsrekonstruktion. Se även avsnitt 6.5.5 i SOU 1992:113.

<sup>17</sup> NJA 1989 sid 92.

<sup>18</sup> SOU 1992:113 sid 404 f, sid 441 f samt 3 kap 12 § 2 st förslaget till lag om företagsrekonstruktion.

<sup>19</sup> SOU 1992:113 sid 441.

än nedsättning av fordringarna - så är ”ackordet (min kursivering) bindande också för en borgenär” vars fordran är efterställd. Rimligen bör ordet ackordet avse den genom rättsens beslut fastställda uppgörelsen, dvs att borgenärernas fordringar skall nedsättas intill ackordsprocenten. Om den föreslagna lagtexten skall kunna läsas på det av Insolvensutredningen avsedda sättet - nämligen att de efterställda fordringarna skall falla bort i sin helhet - tvingas man tolka in detta i själva ackordsuppgörelsen, dvs att det som framställs som en konsekvens av lagregeln i själva verket är en förutsättning för att lagen skall få just denna konsekvens. Om efterställda fordringar inte faller bort utan reduceras till ackordsdividenden, uppkommer frågan när de på detta sätt nedsatta efterställda fordringarna får betalas?<sup>20</sup> Som jag framhållit förändrar ett ackord inte förfallotidpunkten för de fordringar som omfattas av ackordet - efterställningsklausulen skall fortfarande iakttas. Detta måste innebära att betalning i vart fall ej får ske innan samtliga de fordringar som omfattas av ackordet har betalats intill fulla beloppet - dvs det belopp de nedsatts till genom ackordet. Men inte heller därefter bör det vara fritt fram för betalning av de efterställda fordringarna. Efterställningsklausulen måste (in dubio) anses innebära att betalning ej får ske om detta kan äventyra betalningen av övriga skulder - oavsett om dessa tillkommit före eller efter de efterställda fordringarna. Detta medför att betalning får ske bara om bolaget har fritt eget kapital till sitt förfogande (vid beräkningen av detta måste då bortses från de efterställda fordringarna). Vid konkurrens mellan de ”efterställda borgenärerna” och aktieägarna i fråga om att få ta i anspråk bolagets fria egna kapital skall borgenärerna givetvis ha företräde - detta är en konsekvens av skillnaden mellan främmande kapital och ägarkapital.

### 2.3 Underhandsackord

Ett underhandsackord vilar på avtalsrättslig grund och saknar helt (rättsliga) tvångsmoment. I förhandlingarna deltar de borgenärer som önskar göra det och då med de belopp de själva vill. Den slutli-

<sup>20</sup> Till det följande avsnittet har jag haft stor nytta av Henning Jakhelln: Ansvarlig länekapital i Tidsskrift för rettsvetenskap 1967 sid 427 ff, särskilt sid 448-456.

ga överenskommelsen får ha det innehåll som parterna kan enas om - här finns ingen lagstadgad minimidividend eller längsta tillåtna betalningsanstånd. Ackordet är bindande enbart för borgenärer som godkänt det och detta gäller även borgenärer med efterställda fordringar - ett förhållande som i vart fall hitintills i praktiken omöjliggjort underhandsackord när det finns efterställda fordringar. Övriga fordringsägares inställning har - inte förvånande - oftast varit den att de inte accepterat någon nedsättning av den egna fordringen med mindre att de "efterställda" borgenärerna helt avstått från sina fordringar. Måhända kommer "övriga" borgenärers hållning att bli mindre kategorisk om den förslagna regleringen av efterställda fordringars ställning vid offentligt ackord genomförs.

En borgenärs eftergift i förhållande till gäldenären kommer också en eventuell borgensman till godo (på grund av borgens accessoriska karaktär). Detta medför naturligtvis att borgenären blir ovillig att godta underhandsackord om borgensmannen bedöms ha betalningsförmåga - här kan offentligt ackord vara att föredra eftersom borgenären då har sin rätt mot borgensmannen i behåll.

Den nu gällande ackordslagen innehåller inga regler som begränsar borgenärernas kvittningsrätt i samband med förhandlingar om underhandsackord. Det gör däremot förslaget till lag om företagsrekonstruktion enligt vilket begränsningar i borgenärernas kvittningsrätt inträder så snart ansökan om företagsrekonstruktion inlämnats, oavsett om förfarandet leder till någon form av ackord eller ej.

### 3. ACKORD OCH KVITTNING

#### 3.1 Inledning

Frågan om borgenärernas kvittningsrätt vid ackord är i själva verket inte en fråga utan minst tre! Lägg därtill att regleringen av kvittningsrätten i samband med ackord respektive konkurs vid en första genomläsning ter sig högst likartad, men att detta är en förvillande likhet. Med detta vill jag närmast ha sagt att konstellationen ackord och kvittning är väl värd en närmare undersökning.

Frågan ”har borgenären A rätt att kvitta” blir - som redan antytts - aktuell i åtminstone tre olika situationer. I den ena situationen ingår frågan som ett led i annan fråga, nämligen huruvida borgenären A har rätt att delta i förhandlingen om ackord. Därvid lyder kvittningsrättsfrågan: Kan borgenären A få täckning för sin fordran genom kvittning? Det är uppenbarligen fråga om en prognos. De båda andra frågorna uppkommer däremot i samband med att borgenären vill företa eller redan har företagit en kvittning och lyder: Är kvittning tillåten/giltig och - om så är fallet - är den återvinningsbar? Svaret på den första frågan är beroende av svaren på de båda senare, vilket har fått bestämma den ordning i vilken jag i det följande tar upp de tre kvittningssituationerna till behandling.

### 3.2 Är kvittning tillåten?

#### 3.2.1 Vilka fall regleras av 20 § AckL?

Frågan om huruvida kvittning är tillåten vid ackord behandlas i 20 § ackordslagen. Men detta stadgande är alls inte uttömmande - i själva verket regleras enbart i vilken utsträckning en motfordran får användas för **kvittning efter det att ackord fastställts** trots att motfordringen är sådan att den (om kvittning ej tillåts) omfattas av ackordet.

Förhållandet att 20 § ackordslagen är tillämplig bara vid kvittning efter det att ackord fastställts - och således inte vid kvittning under betalningsinställelse-/ackordsförhandlingstiden - kan utläsas av paragrafens placering under rubriken ”Verkan av offentligt ackord”, särskilt som borgenärernas ställning (i andra avseenden) under dessa tidigare stadier i förfarandet, tas upp till behandling på annan plats i lagen (9-10, 13-14 §§). En genomgång av 20 §:s tillkomsthistoria ger samma resultat.

I vår tidigaste lag om ackord utan konkurs (1921 års ackordslag) saknas underrubriker men istället är ordalydelsen i 35 § helt otvetydig: ”Borgenär, som förvärvat sin fordran hos gäldenären innan beslutet om inledande om ackordsförhandling meddelades, äge *utan hinder av ackord* (min kursivering) begagna fordringen till kvitt-

ning mot skuld, för vilken han vid nämnda tid häftade hos gäldenären”. Motiven till detta stadgande är lika tydliga: ”De i denna paragraf upptagna regler om rätt för borgenär att utan hinder af ackord använda sin fordran till kvittning mot skuld, för hvilken han häftar hos gäldenären, motsvara hvad som enligt 121 § första och tredje styckena samt 168 § i förslaget till konkurslag gäller i fråga om kvittning, då ackord kommit till stånd i konkurs”<sup>21</sup>. Den föreslagna 168 § reglerar kvittningsrätten med följande ord: ”Borgenär njute utan hinder af ackord den rätt till kvittning, som enligt 121 § må honom tillkomma”<sup>22</sup>. Det är tydligt att avsikten var att tillskapa en ordning, där borgenärernas kvittningsmöjligheter inte blev sämre om de medgav gäldenären ett ackord jämfört med vad som skulle gälla vid en konkurs. Rent lagtekniskt valdes något olika tillvägagångssätt vid ackord i konkurs respektive vid ackord utan konkurs. I det förstnämnda fallet framställdes saken så att borgenären fick behålla den kvittningsrätt som skulle ha tillkommit honom om inte ackord hade medgivits gäldenären, dvs den kvittningsrätt som gällde vid konkurs. Detta lät sig göras eftersom avgränsningen av vilka fordringar som omfattades av ackordet i konkurs gjordes med hjälp av samma kriterier som användes vid bedömningen av vilka fordringar som fick göras gällande i en konkurs. Vid ackord utan konkurs var det inte fråga om att borgenärerna skulle få behålla den kvittningsrätt de skulle haft utan ackord - dvs den ”vanliga” kvittningsrätten - utan att de skulle få samma kvittningsrätt som vid konkurs. Men det ställde sig vanskligt att uttrycka detta genom en hänvisning till konkurslagen eftersom kriterierna för avgränsningen av den borgenärskrets som deltog i ett ackord utan konkurs respektive fick göra sina fordringar gällande i en konkurs inte var desamma - fordringen skulle ha uppkommit före beslutet om ackordsförhandling respektive innan konkursbeslutet meddelades. Lösningen blev att i ackordslagen upprepa konkurslagens ord utom i fråga om avgränsningen av vilka fordringar som omfattades.

<sup>21</sup> Förslag till konkurslag och till lag om ackordsförhandling utan konkurs äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar afgivna af därtill utsedda kommitterade, Stocholm 1911 (i fortsättningen citerad KLK), sid 509.

<sup>22</sup> KLK sid 59

När 1921 års ackordslag ersattes med 1970 års dito infördes underrubriker. Regleringen av kvittningsrätt vid ackord - 20 § - fick sin plats under rubriken "Verkan av offentligt ackord". Innehållet i denna paragraf var det samma som i den tidigare lagens 35 §, men i moderniserad språkdräkt. Första stycket löd: "Borgenär som förvärvat sin fordran hos gäldenären innan förhandling om offentligt ackord beslutats får utan hinder av ackord använda fordringen till kvittning mot skuld som han då hade till gäldenären".

Nästa ändring skedde i samband med 1975 års omfattande ändringar i konkurslagen och föranleddes av de nya regler om kvittning i konkurs som infördes. Dessa nya regler gällde även för kvittning efter det att ackord i konkurs fastställts (eftersom 168 § med sin hänvisning till kvittningsreglerna i konkurs bibehölls oförändrad) och borde då givetvis även gälla vid ackord utan konkurs. I propositionen sägs att "Beredningens förslag till ändrad lydelse av 20 § ackordslagen ansluter sig nära till vad som enligt nämnda 121 § skall gälla angående kvittning under konkurs"<sup>23</sup>. Men utöver de ändringar som behövde göras för att uppnå den eftersträlvade överensstämmelsen mellan kvittning vid ackord i konkurs och ackord utan konkurs företogs den ändringen att orden "utan hinder av ackord" utelämnades i 20 § ackordslagen samtidigt som de stod kvar i den oförändrade 168 § KL. Det finns ingenting i förarbetena som tyder på att det skulle vara fråga om en materiell ändring. Paragrafen behöll sin plats under rubriken "Verkan av offentligt ackord" och förhållandet att orden "utan hinder av ackord" ströks ur texten föranledde ingen som helst kommentar. Däremot finns en otydlighet i beskrivningen av gällande rätt som jag tror har bäddat för det uttalande av Insolvensutredningen som jag strax skall återkomma till. Vad jag åsyftar är följande passus i 1975 års proposition: "Gällande rätt. I 20 § ackordslagen meddelas bestämmelser om rätt till kvittning vid förhandling om offentligt ackord. Borgenär som förvärvat sin fordran hos gäldenären innan förhandling om offentligt ackord beslutats får utan hinder av ackord använda fordringen till kvittning mot skuld

<sup>23</sup> Proposition 1975:6 sid 299.



som han då hade till gäldenären”<sup>24</sup> (mina understrykningar). Detta är självemotsägande. Så länge förhandling om ackord pågår finns det ännu inget hindrande ackord. Det olyckliga i formuleringen är att man talar om kvittning vid förhandling om offentligt ackord istället för vid offentligt ackord – lagtextens formulering vid denna tidpunkt utsade klart att det verkligen gällde kvittning vid en tidpunkt då ett ackord förefanns! I propositionen upprepas misstaget några rader längre ned där det konstateras att ”de nya reglerna om kvittning under konkurs ....., påkallar ändring av bestämmelserna om rätten att kvitta i samband med förhandling om offentligt ackord utan konkurs” (min understrykning). Måhända är det parallellställandet av kvittning vid ackord med kvittning under konkurs som är ”boven i dramat” – en konkurs har utsträckning över tiden och motsvarigheten till detta vid ackord är ackordsförhandlingen – inte fastställandet av ackordet.

Det har sitt intresse att notera att Insolvensutredningen fortsätter på den av 1975 års proposition utstakade vägen. Den 21:a paragrafen i den föreslagna lagen om företagsrekonstruktion sägs motsvara ”20 § första-fjärde styckena AckL, där under vissa förutsättningar kvittning förbjuds under den tid som förhandling om offentligt ackord pågår”<sup>25</sup>. Detta uttalande är vilseledande i två avseenden. För det första innebär inte den nuvarande 20 § AckL att kvittningsrätten under ackordsförhandlingstiden begränsas. För det andra framställs den föreslagna paragrafen som om den enbart fyllde funktionen att **begränsa** borgenärernas kvittningsrätt i förhållande till vad som skulle ha gällt om gäldenären inte hade ansökt om företagsrekonstruktion. Stadgandets andra funktion – att **utvidga** borgenärernas kvittningsrätt efter det att ackord fastställts till att motsvara kvittningsrätten vid konkurs är helt undanskymd. Utan den rätt till kvittning som den föreslagna paragrafen ger, skulle en motfordran som uppkommit före beslutet om företagsrekonstruktion omfattas

<sup>24</sup> Proposition 1975:6 sid 299 f.

<sup>25</sup> SOU 1992:113 sid 435 näst sista stycket. Lindskog finner utredningens uttalanden om betydelsen av den föreslagna bestämmelsen ”tämiligen obegripliga”, men förefaller ej ha uppmärksammat att förslaget inte ”i princip svarar mot gällande rätt”, se Stefan Lindskog: Kvittning. Om avräkning av privaträttsliga fordringar, 2 uppl 1993 sid 91 not 62.

av ett fastställt ackord enligt förslagets 3 kap 12 §! I själva verket är den av Insolvensutredningen föreslagna regeln om begränsning av borgenärernas kvittningsrätt under rekonstruktionsförfarandet en materiell nyhet som inte - som utredningen gör - kan motiveras med de skäl som uppbär nuvarande 20 § ackordslagen. Detta betyder inte att ändringsförslaget skulle sakna fog - som kommer att framgå av avsnitten 3.2.3 och 3.3) är den nuvarande ordningen föga tillfredsställande.

### 3.2.2 När får kvittning ske enligt 20 § AckL?

För att 20 § AckL alls skall bli aktuell krävs det - enligt vad som utvecklats ovan - att det är fråga om en kvittning som aktualiseras efter det att ett offentligt ackord har fastställts. Skälet till att kvittning inte blir aktuell förrän efter det att ackordet fastställts, kan vara att huvudfordringen (ackordsgäldenärens fordran mot borgenären) förfaller till betalning efter ackordsbeslutet eller att någon av fordringarna är suspensivt villkorad och villkoret uppfylls först efter ackordsbeslutet. Innebörden av att en motfordran får användas för kvittning efter det att ackord fastställts, är att motfordringen vid kvittningen får avräknas till sitt **oreducerade** värde. Kvittning med det genom ackordet reducerade värdet är naturligtvis alltid tillåten i den mån kvittning över huvud taget är möjlig enligt de allmänna kvittningsreglerna.

Eftersom ett ackord endast berör fordringar som uppkommit före beslutet om ackordsförhandling har 20 § avseende enbart på sådana motfordringar. Senare uppkomna motfordringar berättigar till full betalning och således finns det ingen anledning att hindra borgenären från att använda fordringen till kvittning! Gränsdragningen mellan fordringar som omfattas respektive inte omfattas av ett fastställt ackord, syftar nämligen inte alls till att skydda de före dagen för ackordsförhandlingsbeslutet tillkomna borgenärernas möjligheter till utdelning. I stället är syftet att inte undergräva gäldenärens möjligheter till kredit under ackordsförhandlingstiden<sup>26</sup>. Ifråga om

<sup>26</sup> Se vidare härom Ingrid Arnesdotter: Om betalningsinställelse och offentligt ackord sid 288-290.

motfordringar som förvärvats från tredje man gäller motsvarande regler som vid kvittning under konkurs, fränsett att den ”kritiska tidpunkten” är tidpunkten för ansökningen om förordnande av god man.

Huvudfordringen skall - liksom motfordringen - ha uppkommit före det att ackordsförhandlingen beslutades och ackordsgäldenären skall redan vid den tidpunkten ha varit fordringens innehavare liksom borgenären då skall ha varit den mot vilken fordringen riktade sig. Om borgenärens skuldsättning ”är att jämställa med betalning med annat än sedvanliga betalningsmedel” gäller detsamma som vid konkurs.

Om såväl motfordran som huvudfordran är kvittningsdugliga, blir nästa fråga vid vilken **tidpunkt** kvittning får ske. Huvudregeln är att ett fastställt ackord inte förändrar betalningstidpunkten för de fordringar som omfattas av ackordet med undantag för sådana fordringar som uppnått betalningstidpunkten innan ackordet fastställdes - för dessa uppskjuts förfallodagen till den i ackordsbeslutet fastställda dagen<sup>27</sup>. Detta medför att de för kvittning normala reglerna om att såväl motfordran som huvudfordran skall vara förfallna gäller vid ackord i den mån inte annat framgår av 20 § AckL. Kvittningstidpunkten kan därför bestämmas enligt följande.

a) Huvudfordringen förfaller före motfordringen: Kvittning får ske då huvudfordringen förfaller (20 § 1 st AckL).

b) Huvudfordringen förfaller efter motfordringen: Här är ackordsgäldenären skyldig att infria motfordringen på förfallodagen men givetvis bara med det belopp vartill fordringen nedsatts genom ackordet. Borgenären har sedan rätt att på huvudfordringens förfallodag kvitta med återstoden av motfordringen. Gäldenären och borgenären har naturligtvis rätt att överenskomma om kvittning redan på motfordringens förfallodag - något som skulle vara till fördel för gäldenärens likviditet.

<sup>27</sup> Se ovan avsnitt 2.2.3.

c) Huvudfordringen är suspensivt villkorad och villkoret har ännu inte uppfyllts när motfordringen förfaller till betalning: Jag kan inte finna något skäl för en annan behandling av detta fall än av fall b)<sup>28</sup>.

d) Huvudfordringen förfaller innan villkoret för en suspensivt villkorad motfordran har gått i uppfyllelse: Ackordslagen saknar motsvarighet till 5 kap 15 § 2 st KL. Enligt förarbetena beror detta på att sådana regler ansetts obehövligen när inget utdelningsförfarande föreskrivs vid ackord<sup>29</sup>. Därmed måste den ovan angivna huvudregeln gälla, dvs de för kvittning vanliga reglerna skall tillämpas. Således skall borgenären infria sin skuld till ackordsgäldenären kontant men bör ha rätt till återbetalning (intill motfordringens oreducerade belopp) om och när villkoret uppfylls. Dock bör krävas att borgenären påpekade sin kvittningsrätt i samband med att han infriade huvudfordringen<sup>30</sup>.

### 3.2.3 *Kvittning i fall som inte regleras av 20 § AckL*

I kvittningsfall där 20 § AckL inte är tillämplig lär istället vanliga kvittningsregler gälla. Detta blir fallet **dels** när kvittning aktualiseras innan tingsrätten har fastställt ett offentligt ackord, **dels** när kvittning aktualiseras efter denna tidpunkt men motfordringen är sådan att den inte omfattas av ackordet<sup>31</sup> pga att fordringen är förenad med förmånsrätt eller återtaganderättsförbehåll<sup>32</sup>.

Enligt gällande rätt finns således inga speciella kvittningshinder under betalningsinställetiden ens efter det att tingsrätten fattat beslut om att gäldenären skall få inleda ackordsförhandlingar. Detta skapar naturligtvis utrymme för - mot övriga borgenärer - mer eller mindre "illojala" kvittningar. Gäldenär och borgenär kan t ex komma överens om att ändra förfallodagen för huvud- och/eller motfordran så att kvittning blir möjlig före ackordsbeslutet. På

<sup>28</sup> Denna lösning synes överensstämma med den Lindskog anger för motsvarande problem vid konkurs, se Stefan Lindskog a a sid 171 f.

<sup>29</sup> Se KLK sid 510, Prop 1975:6 sid 298 st 5.

<sup>30</sup> Se Lindskog a a sid 171 vid not 50.

<sup>31</sup> Se Lindskog a a sid 91 not 62. Uttalandet avser enbart den senare dels-satsen.

<sup>32</sup> Däremot gäller naturligtvis inte satsen "vanliga kvittningsregler gäller när motfordringen ej omfattas av ett fastställt ackord" när motfordringen är undantagen från ackordets rättsverkan pga att borgenären med stöd av den kvittningsrätt som 20 § AckL ger honom kan få täckning för sin motfordran genom kvittning!

samma sätt finns det möjligheter att ”på lämpligt sätt” manipulera med ett suspensivt villkor, att låta en passande huvudfordran uppkomma eller att införskaffa en motfordan från tredje man. De av ackordslagen anvisade remedierna är dels gode mannens skyldighet att övervaka att gäldenären vid förvaltningen av sin egendom iakttar borgenärernas bästa (4 § AckL), dels återvinning.

### 3.3 Återvinning av kvittning

Reglerna om återvinning vid konkurs blir tillämpliga på kvittning som sker i samband med ackordsförhandlingar om ett ackord fastställs - 16 § AckL. Fristdag är därvid alltid dagen för ansökningsdagen om förordnande av god man. Kvittningstransaktioner som genomförts under återvinningsfristen eller efter dagen för ansökan om god man (men före fastställandet av ett offentligt ackord) omfattas således. Det är tydligt att lagstiftaren utgått ifrån att gode mannens övervakning av gäldenärens förvaltning skall förhindra återvinningsbara kvittningstransaktioner, varför stadgandet i praktiken är avsett som ett medel för att komma tillrätta med ”illojala” rättshandlingar som företagits innan någon god man kom in i bilden. Detta återspeglas t ex i regeln att återvinningstalan skall väckas före borgenärssammanträdet så att återvinningsvaranden - som får en villkorad fordran mot ackordsgäldenären genom att återvinningstalan väcks - skall ha möjlighet att delta i omröstningen på borgenärssammanträdet.

Återvinningsregeln medför att - om ackord fastställs - så kommer kvittningstransaktioner som genomförts antingen under den del av betalningsinställelsetiden som sammanfaller med återvinningsfristen eller under ackordsförhandlingstiden, att i efterhand bli jämställda med kvittningstransaktioner som genomförs efter det att ackordet fastställts. Men det är en avsevärd praktisk skillnad mellan den förhandsgranskning som är möjlig vid kvittning efter ackord och den efterhandsgranskning av kvittning som skett dessförinnan som återvinningsreglerna erbjuder. Detta accentueras ytterligare av att återvinningsinstitutet är ett än mer trubbigt verktyg vid ackord än vid konkurs, beroende på att det är en borgenär som måste skapa

rollen som återvinningskärande och således vara den som bär risken för processkostnaderna samtidigt som han - om talan bifalls - får dela på vad som vunnits (efter ersättning för processkostnaderna) med alla övriga borgenärer som omfattas av ackordet, 18 § AckL.

### 3.4 Bedömningen enligt 12 § AckL - Kan borgenären få täckning för sin fordran genom kvittning?

Den kvittningsrätt som är föremål för bedömning enligt 12 § AckL är inte en aktuell kvittning utan en framtida kvittning - det är således fråga om en prognos. Eftersom framtiden kan te sig olika beroende på från vilket tidsavstånd den betraktas inställer sig frågan: Vilken tidpunkts förhållanden är det som skall läggas till grund för kvittningsprognosen? Bedömningens prognoskaraktär - i förening med att reglerna för kvittning inte är desamma om ackord kommer till stånd respektive inte gör det - föranleder även en annan fråga: Efter vilka regler skall kvittningsrätten bedömas?

Syftet med bedömningen är att få fram ett svar på frågan vilka borgenärer som får delta i förhandlingen om offentligt ackord, dvs vilka borgenärer som ska ha rätt att delta i omröstningen om huruvida ackordsförslaget skall antas eller förkastas. Den borgenär som inte berörs av ett fastställt ackord skall givetvis inte heller ha rösträtt. Följaktligen bör bedömningen grundas på de omständigheter som är kända vid tidpunkten för omröstningen och med utgångspunkt från att ett ackord kommer att fastställas.

Det sagda för med sig, att frågan om motfordringen respektive huvudfordringen över huvud taget är sådan att den får användas för kvittning, skall besvaras med ledning av reglerna i 20 § AckL. Detta bör gälla även om den framtida kvittningstidpunkten kan antas infalla före det att ackordet har hunnit att fastställas. En kvittning som företas så tidigt följer visserligen de vanliga kvittningsreglerna och inte 20 § AckL men den skillnaden kan - sedan ett ackord väl fastställts - korrigeras efter återvinning.

Huruvida huvudfordringen förfaller före eller efter motfordringen saknar betydelse, eftersom borgenärens kvittningsmöjligheter inte påverkas av i vilken tidsordning de båda fordringarna förfaller.

Är huvudfordringen suspensivt villkorad behöver man inte ta ställning till huruvida villkoret kan tänkas bli uppfyllt före eller efter motfordringens förfallodag, eftersom borgenären har kvittningsrätt oavsett när villkoret uppfylls. Om det däremot är motfordringen som är suspensivt villkorad, finns risken att borgenären går miste om sin kvittningsmöjlighet pga av huvudfordringen hinner förfalla innan villkoret uppfyllts<sup>33</sup>. I det läget bör borgenären alltid ges rätt att rösta - det påverkar inte vederbörandes rätt att i framtiden utöva kvittningsrätt om villkoret uppfylls innan huvudfordringen förfaller. Det ter sig mindre olämpligt att borgenären har fått rösta om ett ackord som denne sedan trots allt inte kom att omfattas av än att borgenären blir bunden av ett ackord som han inte fått rösta om.

Ett speciellt problem är om en borgenär före omröstningen genomför en vid den tidpunkten tillåten men - om ackord fastställs - eventuellt återvinningsbar kvittning. Som ovan nämnts måste återvinningsstalan ha väckts före borgenärssammanträdet. Om så skett har borgenären rätt att rösta om ackordet<sup>34</sup>.

## 4. KONVERTIBLA SKULDEBREV

### 4.1 Allmänt

Ett skuldebrev är ett fordringsbevis, dvs en handling i vilken gäldenären förklarar sig förpliktigad att betala ett visst penningbelopp. För den händelse gäldenären erhåller ackord nedsätts den fordran skuldebrevet ger uttryck för i de fall och på det sätt som framgått ovan under avsnitt 2.2.3. Det särskilda slags skuldebrev som benämns konvertibelt skuldebrev får emitteras av aktiebolag och bankaktiebolag. Dessa skuldebrev kännetecknas av att de innehåller en ”utfästelse från bolaget om att borgenär har rätt att helt eller delvis utbyta sin fordran enligt skuldebreven mot aktier i bolaget”<sup>35</sup>. Ägaren av ett sådant skuldebrev är således inte enbart en fordringsägare (avseende ett penningbelopp) utan även ägare av en konverteringsrätt.

<sup>33</sup> Se ovan avsnitt 3.2.2 vid not 29 och 30.

<sup>34</sup> Se avsnitt 3.3 första stycket.

<sup>35</sup> 5 kap 1 § ABL, 5 kap 1 § bankaktiebolagslagen (1987:618).

Det råder inget tvivel om att gäldenärens ackord har samma inverkan på fordringsrätten som om det gällde ett icke konvertibelt skuldebrev. Men vad gäller för konverteringsrätten - består den eller inte? För den händelse själva konverteringsrätten består, påverkas villkoren för utbytet? Vilket belopp skall skuldebrevet anses representera vid utbytet - det nominella beloppet eller det belopp till vilket fordringsrätten nedsatts genom ackordet? I det följande skall jag diskutera ett antal frågor rörande konverteringsrättens behandling vid ackord. Som jag redan inledningsvis deklarerat utgår jag ifrån att det är angeläget att rättsreglerna främjar företagsrekonstruktioner<sup>36</sup>. Den teoretiska grunden för de påståenden jag gör i avsnitten 4-6 om vilken ekonomisk effekt en viss lösning kan förväntas ha återfinns i avsnitt 7. Innan jag försöker räta ut frågetecknen kring konverteringsrättens ställning vid ackord vill jag dock helt kort kommentera fordringsrättens behandling i samband med offentligt ackord.

#### 4.2 Fordringsrättens ställning i samband med offentligt ackord.

Fordringsrätten innehåller dels en rätt att erhålla skuldebrevets nominella belopp på skuldebrevets förfallodag, dels en rätt till ränta enligt den i emissionsbeslutet angivna räntefoten.

Försåvitt skuldebrevsägaren är en sådan borgenär som deltar i ackordsförhandlingen<sup>37</sup> - dvs att det inte är fråga om ett förlagslån - blir en första fråga vilket fordringsbelopp han får rösta för. Detta belopp är summan av det belopp skuldebrevet berättigar till vid inlösen (dvs normalt dess nominella belopp) plus upplupen ränta per dagen för ansökan om god man (respektive dagen för ansökan om företagsrekonstruktion)<sup>38</sup>. Om ackord fastställs blir detta bindande för skuldebrevsägarna oavsett om deras fordringar är efterställda eller ej. Är det fråga om ett dividendackord nedsätts borgenärens fordran med avseende på såväl kapitalbelopp som räntebelopp. Det

<sup>36</sup> Se vid not 2.

<sup>37</sup> Se ovan avsnitt 2.2.1. Lån som tas upp genom emission av konvertibla skuldebrev är ofta förlagslån, dvs efterställda. Då har skuldebrevsägarna ingen rösträtt.

<sup>38</sup> Emissionsvillkoren kan stadga att inlösen skall ske till en viss bestämd kurs ifall inlösen sker efter uppsägning från bolagets sida. Vidare kan man i varje fall i teorin tänka sig att fordringsbeloppet nedsatts under det nominella beloppet genom ett tidigare ackord eller annan eftergift från konvertibelägarnas sida.



återstående kapitalbeloppet skall betalas på den i emissionsvillkoren stipulerade inlösendagen (försåvitt denna inte infaller före den i ackordsbeslutet angivna dagen för betalning av ackordslikviden). Om konvertiblerna avser ett förlagslån (efterställt lån) får betalning inte ske förrän samtliga övriga fordringar som omfattas av ackordet blivit betalda (med det belopp vartill de uppgår efter det nedsättning pga av ackordet skett). Även efter denna tidpunkt kan hinder föreligga för betalning - men i denna del hänvisar jag till vad som sagts vid not 19-21. Räntebelopp som belöper på tid intill dagen för ackordets fastställande nedsätts med samma procentandel som kapitalbeloppet och skall betalas på den för lånet gällande ränteförfallodagen. Det kan naturligtvis inträffa att en ränteförfallodag har passerats under betalningsinställetiden eller under den tid ackordsförhandlingen pågått. I så fall skall den del av räntan som belöper på tiden fram till denna ränteförfallodag betalas på den i ackordsbeslutet angivna dagen för betalning av ackordslikviden.

#### 4.3 Anteckning om/registrering av att den till skuldebrevet knutna fordringen nedsatts genom ackord.

Konvertibla skuldebrev skall ställas till innehavaren<sup>39</sup>, varför skuldebrevslagens bestämmelser om löpande skuldebrev är tillämpliga på dessa papper. Det samma gäller även om det emitterande bolaget valt att, i stället för att ge ut skuldebrev, låta registrera utfästelserna enligt aktiekontolagen<sup>40</sup>. Av 17 § skuldebrevslagen framgår, att den som förvärvat ett konvertibelt skuldebrev/en registrerad utfästelse utan att känna till att detta/denna inte kan göras gällande intill sitt nominella belopp på grund av att bolaget erhållit offentligt ackord, trots sin goda tro får finna sig i att bolaget åberopar att dess betalningsskyldighet är nedsatt.

Motsatsen gäller om det är fråga om ett underhandsackord. Här måste bolaget - för att vinna skydd mot risken att en godtroende förvärvare gör anspråk på betalning av skuldebrevets nominella belopp - fordra in alla utelöpande konvertibla skuldebrev för att förse dem

<sup>39</sup> 5 kap 1 § 1 st ABL

<sup>40</sup> 5 kap 1 § i och 6 st ABL samt 9 kap 1 § 2 st, 8 § aktiekontolag (1989:827).

med en anteckning om ackordet. Det förefaller rimligt att anta att detta ofta inte är praktiskt möjligt och därmed är underhandsackord en oframkomlig rekonstruktionsväg. Om skuldförbindelserna istället är registrerade enligt aktiekontolagen tycks bolaget sakna möjlighet att försätta en förvärvare i ond tro angående underhandsackordet via en registrering. Föreskrifterna i 9 kap aktiekontolagen förefaller nämligen inte att medge en registrering av denna art.

#### 4.4 Konverteringsrättens ställning i samband med offentligt ackord

##### 4.4.1 *Är konverteringsrätten en fordran?*

Ett ackords rättsverkningar avser fordringar - detta framgår uttryckligen av ackordslagen. I fråga om underhandsackord står det naturligtvis parterna fritt att överenskomma om eftergifter även vad gäller andra slags anspråk än sådana som kan kallas fordringar. I praktiken lär detta dock vara ganska sällsynt.

Frågan blir nu vad för slags anspråk konverteringsrätten utgör. I aktiebolagslagen beskrivs konverteringsrätten som en rätt "att helt eller delvis utbyta sin fordran enligt skuldebrev mot aktier i bolaget"<sup>41</sup>. Detta för tanken till att konverteringsrätten skulle innebära en rätt att istället för betalning i pengar få betalt i aktier, dvs ett anspråk på betalning in natura. Vid närmare eftertanke förefaller detta emellertid vara en felsyn<sup>42</sup>. Betalning innebär att ett förmögensvärde övergår från betalaren till betalningsmottagaren - och i bolagets egen hand utgör aktier i detta bolag inget förmögensvärde! Det är bl a detta förhållande som ligger bakom aktiebolagslagens förbud mot förvärv av egna aktier och dess föreskrift om att ett innehav av egna aktier i balansräkningen skall upptas som en tillgång utan värde<sup>43</sup>.

Konverteringsrätten förefaller istället beskrivas mycket klarare genom att den delas upp i två skilda rättigheter - rätten att bli aktie-

<sup>41</sup> 5 kap 1 § 2 st ABL.

<sup>42</sup> Se t ex Carl Borgström: Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer. Några aktiebolagsrättsliga synpunkter, Stockholm 1970, sid 22.

<sup>43</sup> 7 kap 1 § ABL/7 kap 2 § SFS 1994:802 samt 11 kap 7 § 4 st ABL.

ägare respektive rätten att kvitta sin fordran mot bolaget på grund av konvertibeln mot bolagets anspråk på inbetalning av det kapitaltillskott som en aktieägare är skyldig att göra. Aktiebolagslagens beskrivning av konverteringsrätten skulle - enligt detta sätt att se - innebära ett uttryckligt undantag från det kvittningsförbud som uppställs i 2 kap 10 § ABL i likhet med det undantag som stadgas i 4 kap 11 § samma lag ifråga om nyemission av aktier. Förvärv av aktier genom konvertering kan således beskrivas som ett originärt aktierättsligt fång närmast att likställa med förvärv av aktier genom nyteckning<sup>44</sup>.

Så här långt har analysen baserats på att de aktier som erhålls vid en konvertering är aktier i det bolag som emitterat de konvertibla skuldebrev och att detta bolag skall anskaffa aktierna genom nyemission. Förändras resultatet av analysen om dessa förutsättningar ändras?

I utlandet förekommer det att de aktier som kan erhållas genom konvertering är aktier i ett annat bolag än det som givit ut konvertiblerna, ofta ett dotter- eller systerbolag. I Sverige är detta inte tillåtet, 5 kap 1 § 2 stycket ABL. En sådan konvertering företer betydande likhet med betalning in natura men kan också beskrivas som ett köp av aktier i kombination med en kvittning mellan köparens fordran enligt det konvertibla skuldebrevet och köpeskillingskulden. Vi stöter här på det, inte minst i samband med återvinning vid ackord och konkurs, välkända problemet huruvida det som rent faktiskt hänt (A har från B erhållit en vara och B:s tidigare skuld till A är infriad), i juridisk mening är en transaktion - nämligen betalning in natura - eller två transaktioner, nämligen ett köp och en kvittning. Det går inte att hävda att den ena lösningen a priori är mera korrekt än den andra. Vanligen förespråkas att valet mellan de båda beskrivningssätten skall göras utifrån vad som bäst tillgodoser den aktuella rättsregelns syfte. Med den metoden och med föregripande av resultatet av diskussionen i nästföljande avsnitt (4.4.2) blir svaret att en konverteringsrätt, som avser rätt att förvärva aktier

<sup>44</sup> Se Carl Borgström: Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer. Några aktiebolagsrättsliga synpunkter, sid 21-22.

i ett annat bolag än det bolag som emitterat de konvertibla skuldebrev, i samband med ackord bör behandlas som en naturafor-dran. Enligt min uppfattning om naturaborgenärens ställning vid ackord innebär detta att ackordsgäldenären har rätt att inte fullgöra sin naturaförpliktelse - förutsatt att han senast vid borgenärssammanträdet har lämnat en hävningsförklaring<sup>45</sup>. Borgenären får då ett skadeståndsanspråk vilket omfattas av ackordet. Frågan hur ett skadestånd för förlorad konverteringsrätt bör beräknas lämnar jag här obesvarad eftersom frågan inte kan bli aktuell enligt gällande rätt. Dessutom är det fortfarande högst ovisst vad som egentligen gäller ifråga om naturaborgenärernas ställning vid ackord.

Vad händer om avsikten är att bolaget skall tillhandahålla egna aktier som redan existerar? Inte heller detta är i och för sig någon praktisk möjlighet enligt svensk rätt eftersom ett aktiebolag inte får förvärva och inneha aktier i sig självt annat än undantagsvis (7 kap 1 § ABL, ändringarna i aktiebolagslagen - SFS 1994:802 - medför ingen ändring i detta hänseende). Men jag anser det intressant att pröva i vilken grad min slutsats angående konverteringsrättens juridiska karaktär är beroende av de begränsningar gällande rätt medför. Det är tydligt att det inte gör någon skillnad om de egna aktierna skall nyemitteras eller om de redan innehas av bolaget. Aktiernas övergång till en konverterare medför i ingetdera fallet någon förmögenhetsöverföring från bolaget till konverteraren eftersom aktierna i bolagets egen hand saknar värde. Vad som händer är att **bolagets** förmögenhet ökas eftersom bolaget lämnar ifrån sig aktier som varit bokförda till 0 kronor och erhåller en skuldminskning. Vidare neutraliseras den faktiska men inte bokföringsmässiga nedskrivning av aktiekapitalet som bolagets förvärv av de egna aktierna innebar. Transaktionen företer få likheter med en regelrätt betalning av bolagets skuld. Dess innebörd fångas långt bättre om den beskrivs som **dels** en överlåtelse av en i bolagets egen hand värdelös tillgång, **dels** en kvittning mellan köparens köpeskillningsskuld och dennes skuldebrevsfordran mot bolaget. Detta medför att konverteringsrätten

---

<sup>45</sup> Ingrid Arnesdotter a a sid 285-288.

kan sägas bestå av två rättigheter - rätten att förvärva aktier respektive en kvittningsrätt.

Eftersom det enligt gällande rätt endast kan bli fråga om att bolaget tillhandahåller nyemitterade aktier behandlas enbart den varianten i det följande.

#### 4.4.2 Rätten att få bli aktieägare

Det förefaller långt ifrån självklart - rent semantiskt - att beteckna rätten att bli aktieägare som en fordran. Enligt vedertaget synsätt inom redovisningsområdet konstituerar ”en skyldighet att emittera en ny aktie.....inte någon skuld”<sup>46</sup>. I samma riktning pekar Redovisningsrådets förslag till moderniserade principer för redovisning av konvertibla lån. Det konventionella sättet att redovisa sådana lån innebär att utelöpande skuldebrevs nominella belopp tas upp som skuld. Denna praxis ger inte rättvisa åt förhållandet att konvertibla skuldebrev medför en alternativ rätt för långivarna att bli aktieägare. Redovisningsrådet rekommenderar att konvertibla lån istället tas upp som skuld med ett belopp som beräknas utifrån en marknadsränta vid emissionstillfället<sup>47</sup>. Om marknadsräntan bestäms som marknadsräntan för ett motsvarande lån utan konverteringsrätt kommer lånet att bokföras till sitt sk obligationsvärde (se avsnitt 7.2.1). Skillnaden mellan lånets obligationsvärde och den emissionslikvid bolaget erhöll, är ett uttryck för konverteringsrättens värde och skall enligt Redovisningsrådets rekommendation bokföras som en del av bolagets eget kapital, närmare bestämt under rubriken reservfond.<sup>48</sup> Samma synsätt präglar t ex följande uttalande:” One can with equal felicity characterize the premium paid for the conversion privilege at original issue as an “equity” investment in the issuer ....”<sup>49</sup>.

Inte heller ändamålssynpunkter talar för att subsumera en konvertibelinnehavares rätt att bli aktieägare under begreppet fordring-

<sup>46</sup> Walter Schuster: Var går gränsen mellan skulder och eget kapital? Balans 2/93 sid 35.

<sup>47</sup> Skuldens storlek beräknas som summa nuvärde av de kommande ränteutbetalningarna och inlösenbeloppet varvid marknadsräntan vid emissionstillfället får tjäna som kalkylränta.

<sup>48</sup> För en vidare diskussion av hithörande frågor se artiklar av Walter Schuster i Balans 6-7/1992, 2/1993 och 8-9/1993.

<sup>49</sup> William W. Bratton, Jr: THE ECONOMICS AND JURISPRUDENCE OF CONVERTIBLE BONDS, Wisconsin Law Review 1984 sid 683.

ar sådant detta kommer till uttryck i ackordslagens föreskrifter, i all synnerhet som det är mycket osäkert huruvida ens några andra fordringar än penningfordringar omfattas av ett fastställt ackord<sup>50</sup>. En konvertering minskar inte andra fordringsägares betalningsutsikter på vare sig kort eller lång sikt - tvärtom minskas belastningen på bolagets betalningsförmåga<sup>51</sup>! Samtidigt förbättras relationen mellan eget och främmande kapital - något som är av vitalt intresse vid en företagsrekonstruktion. De redan befintliga aktieägarna kan naturligtvis finna det vara förenligt med sina intressen att ett ackord omfattar även konvertibelinnehavarens rätt att bli aktieägare - därmed skulle de undgå den sk utspädningseffekten. Detta är ett föga skyddsvärt intresse. Aktieägarna har redan dragit nytta av den lägre ränta som ett konvertibellån betingar jämfört med ett lån utan konverteringsrätt. Till detta kommer att den eftergift som borgenärerna - inklusive konvertibelinnehavarna - har gjort genom ackordet bör medföra att kursen för ackordsbolagets aktier har stigit från 0 kr (eller näst intill 0 kr) till ett värde som inte bör understiga pari<sup>52</sup>. Det vore ohemult om inte konvertibelinnehavarna fick behålla sin möjlighet att få del av denna värdestegring! Slutsatsen blir att en konvertibelinnehavarens rätt att bli aktieägare består även om det emitterande bolaget erhåller ett ackord.

Det ovan sagda pekar på det värde det kan ha för ägarna av konvertibla skuldebrev att få behålla sin rätt att bli aktieägare. Frågan är vid vilken tidpunkt konvertibelinnehavarna kan förväntas vilja utnyttja sin rätt. Vem kan tänkas vilja utnyttja möjligheten att bli aktieägare istället för fordringsägare i ett läge där bolaget har - eller ännu inte helt har hämtat sig från - stora ekonomiska svårigheter, när det finns möjligheter att vänta med detta steg till senare? Analysen i avsnitt 7.4.2 ger vid handen att det inte sällan finns goda skäl att välja konvertering vid en tidigare tidpunkt än lånets inlösendag. Detta bör i synnerhet vara fallet när det gäller konvertibler med efterställningsklausul eftersom innehavarna av sådana inte kan

<sup>50</sup> Se Arnesdotter a. a. sid 286 - 288.

<sup>51</sup> En aktieägars anspråk på avkastning (utdelning) såväl som på återbetalning av det satsade kapitalet är efterställt borgenärernas krav på betalning av ränta och återbetalning av det utlånade.

<sup>52</sup> Se avsnitt 7.3.

räkna med betalning förrän bolaget åter har fritt eget kapital till sitt förfogande, dvs de bär redan samma risker som en aktieägare men har inte dessas rätt till del i bolagets substans.

Analysen i avsnitt 7.4.2 beaktar inte skatteincitament att utöva konverteringsrätten redan i samband med att ackord har fastställts. Om konverteringsrätten utnyttjas och de aktier som härigenom förvärvats säljs, kommer en (i inkomstslaget kapital) avdragsgill förlust att uppstå. Förlusten uppgår till skillnaden mellan anskaffningsvärdet för obligationen (normalt omkring nominella värdet) och försäljningspriset för aktierna (jag bortser för enkelhetens skull från försäljningskostnader)<sup>53</sup>. Om obligationsinnehavaren väljer att istället kvarstå som fordringsägare, kan han inte utnyttja sin förlust skattemässigt, förrän obligationen inlöses eller dessförinnan om han säljer den. Det senare alternativet kan tyckas lika bra som att först konvertera och därefter sälja aktier. Mitt resonemang bygger på att ”vår man” vill ha en så stor avdragsgill förlust som möjligt för att kvitta mot stora kapitalinkomster. Förlusten bör bli större vid aktieförsäljning emedan obligationskursen bör vara högre än vad som svarar mot kursen för de underliggande aktierna i det ekonomiska läge som bolaget ifråga antas befinna sig<sup>54</sup>. Ett andra skäl för att först konvertera och sedan sälja aktierna (istället för att sälja konvertibeln) skulle kunna vara att det skulle vara lättare att finna aktieköpare än obligationsköpare på grund av att spekulationsmomentet är större vid aktieköp och att det måhända främst är spekulationsbenägna köpare som gör affärer i nyrekonstruerade bolags värdepapper.

<sup>53</sup> Detta pris bör i vart fall inte understiga pari. Konvertibla skuldebrev emitteras vanligen till nominella värdet vilket i sin tur motsvarar det antal aktier konvertibeln kan konverteras till multiplicerat med konverteringskursen. En försäljning av de genom konvertering erhållna aktierna leder således till förlust så länge som konverteringskursen överstiger den vid konverteringen aktuella aktiekursen. Vid emission av konvertibla skuldebrev sätts - om lånet vänder sig till allmänheten - konverteringskursen högre än den vid emissionen aktuella aktiekursen. Ofta lär den senare kursen vara högre än kursen omedelbart efter det att bolaget erhållit ett ackord. Skulle bolaget - för att stimulera till konvertering - ha sänkt konverteringskursen för konvertering som sker inom viss tid efter ackordet kan det naturligtvis innebära att en försäljning av de erhållna aktierna inte ger förlust.

<sup>54</sup> Se avsnitt 7.2.1.

#### 4.4.3 Konverteringsvillkoren

##### A: Konvertibelns värde vid kvittningen

Konverteringsvillkoren anger hur många aktier som erhålls vid konvertering. Ibland anger villkoren att ett visst antal skuldebrev (med ett bestämt nominellt värde) får bytas mot ett visst antal aktier med ett bestämt nominellt värde. Man talar då om utbytesförhållande. Det är också vanligt att utbytesrätten är bestämd så att skuldebreven värderas till sitt nominella värde medan aktiernas värde beräknas enligt en i emissionsvillkoren fastställd kurs. I dessa fall talar man istället om utbyteskursen.

Frågan blir nu om ett ackord påverkar utbytesförhållandet respektive det värde skuldebreven skall anses representera vid avräkning mot aktiernas värde enligt utbyteskursen, dvs har konvertibelnehavaren rätt att använda skuldebrevens nominella värde till kvittning mot sin skuld till bolaget på grund av de genom konverteringen erhållna aktierna? Om så inte är fallet kommer konvertering mycket sällan att ske före lånets inlösendag och inte ens denna dag kommer inlösen att ske om inte bolagets utveckling har varit så positiv att marknadsvärdet för de aktier som kan erhållas via konvertering är högre än inlösenbeloppet (se avsnitt 7).

Som framhållits ovan (vid not 51-53) är konvertering till uppenbar fördel för bolagets fordringsägare och förbättrar bolagets soliditet, vilket ökar dess långsiktiga överlevnadsmöjligheter. En bibehållen kvittningsrätt ökar kraftigt utsikterna till att konvertibelnehavarna vid inlösentidpunkten väljer att konvertera istället för att utnyttja sin fordringsrätt (se avsnitt 7.4.1). Vidare ökar benägenheten att konvertera redan före inlösendagen - särskilt gäller detta under den närmsta tiden efter det att ackordet fastställdes (se avsnitt 7.4.2).

Ytterligare en effekt är att handeln med de konvertibla skuldebreven stimuleras. För dem som tror att bolaget trots rekonstruktionen aldrig kommer att bli tillräckligt lönsamt för att konvertering skall bli fördelaktigt, har konvertiblerna enbart sitt genom ackordet nedsetta obligationsvärde. För de som tror raka motsatsen - och enligt analysen i avsnitt 7.4.1 och 7.4.2 bör detta vara en vanlig inställning



- har konvertiblerna ett högre värde än sitt obligationsvärde. Den pessimistiske obligationsinnehavaren har således goda utsikter att vid en försäljning kunna få ut ett högre värde ur obligationerna än vad han tror sig kunna få genom att behålla dem. En sådan handel leder till att fler obligationer kommer i konverteringsbenägna ägares händer - till fordringsägarnas och bolagets fromma.

En bibehållen kvittningsrätt underlättar således en rekonstruktion i påtaglig grad! Frågan är om en sådan rätt är förenlig med den nuvarande regleringen av kvittningsrätt efter det att motfordringsgäldenären har erhållit ett (offentligt) ackord.

Enligt 20 § AckL skall såväl huvudfordran som motfordran ha uppkommit före ”den kritiska tidpunkten,” dvs före tingsrättens beslut om att gäldenären får inleda ackordsförhandlingar. Ifråga om motfordringen - konvertibelinnehavarens fordringsrätt - är villkoret utan varje tvivel uppfyllt. Men när skall huvudfordringen, dvs ackordsbolagets fordran mot konvertibelinnehavaren i anledning av att denne valt att utnyttja sin rätt att bli aktieägare, anses ha uppkommit? Huvudfordringen är en suspensivt villkorad fordran och ackordsbolaget råder inte över huruvida villkoret blir uppfyllt eller ej. Detta leder till att fordringen får anses ha uppkommit redan då konvertibeln emitterades<sup>55</sup>.

Inte heller kan konvertibelinnehavaren sägas ”ha satt sig i skuld till ackordsbolaget under sådana omständigheter att det är att jämställa med betalning med annat än sedvanliga betalningsmedel” - 20 § 3 st AckL. Det är redan från början avtalat att konvertibelinnehavaren har rätt att teckna sig för aktier.

Utgör förbudet mot aktieemission till underkurs<sup>56</sup> ett hinder mot att kvittning vid konvertering får ske med obligationernas nominella belopp? Nej, så är inte fallet. Vid konvertering är kravet på full valuta tillgodosett om bolaget genom emissionen av **obligationerna** tillfördes belopp som minst motsvarar det sammanlagda nominella beloppet av de aktier som utgivits i anledning av konvertering<sup>57</sup>. Det

<sup>55</sup> Lindskog a a sid 168-169.

<sup>56</sup> 4 kap 1 § 2 st ABL.

<sup>57</sup> 5 kap 14 § 2st ABL.

blir däremot ett bokföringstekniskt problem. I och med att ett offentligt ackord fastställts, respektive ett underhandsackord avtalats, är skuldbeloppet nedsatt och detta skall framgå av bokföringen. Så snart ett skuldebrev utbytt mot aktier skall dessa genast införas i aktieboken. Den fordran som skuldebrevet representerar är betald och bolagets skulder skall minskas med bokförda värdet av de utbytta obligationerna. Aktiekapitalet skall ökas med det nominella värdet av de aktier som skall lämnas i utbyte. Beloppet kan dock inte bokföras som aktiekapital förrän registrering skett av utbytet - något som normalt sker en gång per år<sup>58</sup>. I avvaktan på registrering får beloppet istället föras till "blivande aktiers konto" som är hänförligt till det bundna egna kapitalet. Problemet blir att skuldbeloppet reduceras med ett mindre belopp än vad som förs till "blivande aktiers konto". Jag överlåter åt de på området sakkunniga att lösa detta problem<sup>59</sup>.

**B:** Ackords inverkan på vid konvertering uppkommande mellanskillnadsbelopp, obligationsägaren till godo.

Ofta är utbytesvillkoren sådana att en obligation inte motsvaras av ett helt antal aktier. Om inte detta avhjälpes genom köp av så många obligationer att utbytet kan "gå jämnt upp" skall bolaget istället betala mellanskillnaden till "konverteraren". Denna fordran mot bolaget måste anses vara en suspensivt villkorad fordran som stiftades redan genom emissionen av obligationerna varför den -

<sup>58</sup> 5 kap 14 § 1 st och 3 st ABL.

<sup>59</sup> Jag har under arbetet med denna artikel diskuterat problemet med några redovisningskunniga. Därvid framkom att en möjlig lösning skulle kunna vara att i ett första steg öka skuldernas belopp med mellanskillnaden mellan de utbytta skuldebrevens nominella belopp och deras tidigare bokförda värde. Detta leder till en extraordinär kostnad (motsvarande den extraordinära intäkt som uppkom genom ackordet) på samma belopp. Denna extraordinära kostnad kan rimligen inte vara skattemässigt avdragsgill eftersom den extraordinära intäkt som uppkom vid ackordet inte är en skattepliktig intäkt. I steg två reduceras skuldbeloppet med de utbytta skuldebrevens nominella belopp och motsvarande belopp bokförs på "blivande aktiers konto". En annan intressant redovisningsfråga är hur ett faställt ackord borde avspegla sig i redovisningen ifall ackordsbolaget har följt Redovisningsrådets ovan (vid not 49) nämnda rekommendation. För konvertibelinnehavarna innebär ackordet att konvertibelns obligationsvärde minskar, dvs att en i motsvarande mån större del av emissionslikviden utgjorde betalning för konverteringsrätten. Detta borde betyda att den ökning av det egna kapitalet som ackordseftergiften ger upphov till skall hänföras till reservfonden. Ackordsvinsten brukar normalt åtgå för att täcka redovisade förluster. Enligt traditionell redovisningsmetod sker det genom att ackordsvinsten ingår i årets resultat och kan avräknas mot balanserad förlust. Sådan förlusttäckning är möjlig även om ackordsvinsten i första steget skall föras till reservfonden.

enligt 12 § 3 st AckL - omfattas av ett efterföljande ackord. Det blir således lönsamt för obligationsinnehavare som vill använda sin konverteringsrätt att köpa till tillräckligt med obligationer för att uppnå att bytet ”går jämnt upp” istället för att erhalla ackordslikvid för den överskjutande delen av obligationernas nominella värde. Denna effekt bidrar till att öka antalet köpare till vilka de tidigare omtalade pessimistiska konvertibelinnehavarna kan sälja sina obligationer. Detta leder till att andelen konvertibler som kommer att användas för konvertering ökar - en för rekonstruktionens framgång värdefull effekt!

### C: Konverteringskursen

Ett ackord inverkar givetvis inte på den i emissionsvillkoren fastställda utbyteskursen, dvs den kurs till vilken utbytesaktierna får tecknas. Däremot kan det - som redan framhållits flera gånger - ligga i bolagets intresse att öka obligationsinnehavarnas motivation för att utnyttja sin konverteringsrätt i samband med att bolaget rekonstrueras. Den fråga som inställer sig är om det är tillåtet att sänka utbyteskursen.

Hur påverkas aktieägarnas ställning av en sänkning av utbyteskursen? De redan befintliga aktiernas värde påverkas negativt bara om konverteringskursen sätts lägre än vad som motsvarar dessa aktiers matematiska värde vid utbytestillfället. Konverteringskursen brukar överstiga den vid obligationsemissionen gällande aktiekursen med 10 - 15 %. Eftersom utbyte antas ske **efter** det att bolaget erhållit ett ackord bör aktiekursen visserligen inte understiga aktiernas parivärde<sup>60</sup> men det kommer ofta att finnas utrymme för sänkning av utbyteskursen utan att denna därför kommer att understiga den aktuella aktiekursen. Vidare kan det med visst fog hävdas att en sänkning av konverteringskursen kan gå utöver det nämnda utrymmet utan att för den skull gynna konvertibelinnehavarna på de redan befintliga aktieägarnas bekostnad. Vad jag tänker på är den ökning av aktiernas värde som ackordseftergiften givit upphov till. En sänkning av konverteringskursen under aktuell aktiekurs medför

<sup>60</sup> Se avsnitt 7.3.

en värdeöverföring åt motsatt håll. Kvar står dock den nackdelen för aktieägarna att det blir fler aktieägare än vad som skulle ha kunnat bli fallet med den högre konverteringskursen - dvs det blir fråga om en ”maktutspädning”.

Förbudet mot att emittera aktier under pari sätter en definitiv gräns för hur långt utbyteskursen kan sänkas. Denna gräns går vid den utbyteskurs som leder till att nominella värdet av de aktier obligationerna kan utbytas mot motsvarar det belopp som tillfördes bolaget genom emissionen av obligationerna. Detta innebär att om obligationerna emitterades till parivärde, så blir den lägsta enligt aktiebolagslagen tillåtna utbyteskursen lika med aktiernas parivärde. Om obligationerna istället emitterades till underkurs kommer lägsta tillåtna utbyteskurs att vara i motsvarande mån under aktiernas parivärde och vice versa.

#### 4.4.4 *Vem får besluta om ändring av konverteringsvillkoren?*

Som framgått kan det vara av påtagligt intresse för bolaget att sänka konverteringskursen. Samma skäl som ligger bakom en sådan önskan motiverar också en tidigareläggning av konverteringsperioden, om detta krävs för att konvertering skall kunna ske i anslutning till bolagets rekonstruktion. Vem får då på bolagets vägnar fatta beslut om att framlägga förslag om sådana ändringar och vem kan på obligationsinnehavarnas vägnar godkänna ändringsförslagen? Det finns inget som talar för att bolagets beslut i dessa frågor inte skulle kunna fattas i samma ordning som beslut om en emission av konvertibla skuldebrev och villkoren härför. Jag hänvisar därför i första hand till 5 kap 3-4, 8-9 §§ ABL.

Det framstår i många fall som praktiskt omöjligt att underställa alla konvertibelinnehavarna personligen frågan om ändring av konverteringsvillkoren. Detta problem uppstår även utanför ackordssituationen och emissionsvillkoren innehåller ofta en klausul som bemyndigar t.ex den bank som sköter emissionen att företräda obligationsinnehavarna ”i allt som rör detta lån”<sup>61</sup>. Även om en sådan klausuls giltighet säkerligen kan ifrågasättas i många fall, gäller

<sup>61</sup> Se t ex Gunnar Flodhammar: Aktier med fallskärm? sid 45 - 47.

detta knappast i fråga om godkännande av här avsedda ändringsförslag eftersom de är till klar fördel för alla konvertibelinnehavare.

#### 4.4.5 *Vem får besluta om antagande av ackordserbjudande eller om utnyttjande av konverteringsrätt?*

Rubrikens frågor får närmast anses som retoriska. Här är det inte fråga om spörsmål som kan anses falla in under lokutionen ”allt som rör detta lån”. Och även om man till äventyrs skulle anse ordalydelsen omfatta även de nämnda besluten, förefaller det mig uppenbart, att en sådan klausul i emissionsvillkoren inte kan anses giltig i fråga om beslut där varje obligationsinnehavares individuella förhållanden och preferenser spelar en så stor roll. Enligt min mening är dessa beslut förbehållna obligationsinnehavarna själva (givetvis behöver de inte utöva denna rätt personligen utan kan uppdra detta åt någon annan).

## 5. SKULDEBREV MED OPTIONS RÄTT

Enligt 5 kap 1 § 1 st kan aktiebolag emittera skuldebrev ”förenade med optionsrätt till nyteckning”. Enligt samma paragrafs andra stycke måste optionsrätten avse ”rätt att teckna aktier i bolaget mot betalning i pengar”. Optionsrätten kan knytas till optionsbevis fogade vid skuldebreven. Skuldebrevsinnehavaren får förfoga över ett sådant optionsbevis frigjort från skuldebrevet om det inte anges i skuldebrevet att sådant särskiljande får göras först efter viss tid.

Ifråga om den fordringsrätt som följer med här avsedda skuldebrev gäller de vanliga reglerna för penningfordringar, varför jag hänvisar till vad som sagts i avsnitten 4.2 och 4.3.

Optionsrätten är en rätt att mot kontant betalning teckna aktier i det bolag som emitterat skuldebreven. Liksom konverteringsrätten (vid konvertibla skuldebrev) är det således fråga om en rätt att bli aktieägare genom förvärv av nyemitterade aktier varvid tillskottskapitalet dock skall inbetalas kontant istället för att få kvittas mot den fordran som följer med skuldebrevet.

Finns det något som talar för att rätten att bli aktieägare mot kontant betalning bör behandlas annorlunda än rätten att bli aktieägare och därvid få ”betala” genom kvittning?

Jag kan inte finna att så skulle vara fallet. Visserligen minskas inte belastningen på bolagets betalningsförmåga när optionsinnehavaren utnyttjar sin optionsrätt men bolaget tillförs kapital som ökar dess betalningsförmåga. Inte heller förbättras relationen mellan eget och främmande kapital lika mycket som vid en konvertering - vid nyteckning ökas det egna kapitalet utan samtidig minskning av det främmande kapitalet. Men dessa skillnader är enbart gradskillnader och inte artskillnader. De skäl, som anges i avsnitt 4.4.2 för att rätten att bli aktieägare skall bestå efter det att det bolag som emitterat de konvertibla skuldebrev har erhållit ett ackord, är för handen även då rätten att bli aktieägare emanerar från en optionsrätt till nyteckning. Slutsatsen blir att optionsrätten inte berörs av ett ackord.

## 6. VINSTANDELSBEVIS

Skuldebrev med rätt till ränta, ”vars storlek är helt eller delvis beroende av utdelningen till aktieägare i bolaget eller bolagets vinst”, kallas enligt 7 kap 2 § 2 st ABL för vinstandelsbevis. Vinstandelsslån är oftast förlagslån, dvs att skuldebrevsinnehavarna har rätt till betalning först sedan alla övriga borgenärer fått full betalning.

Dessa skuldebrev ger enbart en fordringsrätt - och dessutom oftast en efterställd fordringsrätt.

### 6.1 Vinstandelsbevis med efterställningsklausul

Nuvarande ackordslag innehåller inga bestämmelser för efterställda fordringar. Det gör däremot Insolvensutredningens förslag till lag om företagsrekonstruktion<sup>62</sup>. Enligt detta medför efterställda fordringar ingen rösträtt, fordringen omfattas av ett fastställt ackord men får ej betalas annat än ur företagets fria egna kapital. Vid kon-

---

<sup>62</sup> Se vid not 19-21.

kurrens mellan företagets ägare och innehavarna av de efterställda fordringarna skall de senare ha företräde.

En innehavare av ett efterställt vinstandelsbevis bär i det närmaste samma risk som företagets ägare. Rätten till ränta är - liksom ägarnas rätt till vinstutdelning - beroende av bolagets resultat och alla övriga fordringsägare har företräde till betalning. Denna likhet blir än större vid en företagsrekonstruktion enligt den förslagna lagen därom, eftersom andelsbevisinnehavarna då får rätt till betalning enbart ur företagets eget fria kapital. Jag finner det inte helt lätt att förstå, att den lilla skillnad i risk som ligger i detta företräde till betalning ur fritt eget kapital, kan uppväga att andelsbevisinnehavarna får finna sig i att storleken på deras betalningsanspråk reduceras till ackordsdividenden samtidigt som företagets ägare via ackordet får sitt insatskapital helt återställt. Mera rimligt vore att föreskriva att ett fastställt ackord medför att efterställda vinstandelsbevis endast kan göras gällande i gäldenärens fria egna kapital men utan reduktion av fordringsbeloppet.

## 6.2 Vinstandelsbevis utan efterställningsklausul

Det finns ingenting som talar för att vinstandelsbevis utan efterställningsklausul i samband med ackord vare sig kan eller bör behandlas annorlunda än penningfordringar i allmänhet.

# 7. ACKORD OCH EKONOMISK TEORI

## 7.1 Inledning

Detta avsnitt är avsett att ge en teoretisk grund för de påståenden som gjorts i de föregående avsnitten om ett fastställt ackords inverkan på en konvertibelägars vilja att utnyttja konverteringsrätten och hennes val av konverteringstidpunkt. Det kan här vara på sin plats att påminna om, att de nämnda påståendena har framförts utifrån förutsättningen, att ett fastställt ackord **inte** i sig påverkar vare sig själva rätten till konvertering eller de närmare villkoren för denna (t ex den tid under vilken konvertering får ske eller utbytesförhållandet/utbyteskursen)! Detta är självfallet en förutsättning

också för de resonemang som förs i detta avsnitt. Jag närmar mig frågeställningarna utifrån två olika teoretiska utgångspunkter. Den ena är "Contingent-Claims"-modellen för värdering av bl a optioner och konvertibla skuldebrev. Denna modell kan användas också för att bestämma vid vilken tidpunkt det är fördelaktigast att utnyttja en optionsrätt eller konverteringsrätt. För att komplettera och modifiera de svar som denna modell ger har jag valt att använda mig av modern teori kring beslutsfattande under osäkerhet (beslutsteori).

Avsnittet är så disponerat att jag först behandlar frågan hur ett fastställt ackord kan antas påverka kursen för (av ackordsgäldenären emitterade) konvertibler. Därefter tar jag upp motsvarande fråga vad gäller aktier för att slutligen försöka sammanfoga svaren på dessa delfrågor till ett svar på den övergripande frågan - hur kan ett fastställt ackord antas påverka konvertibelinnehavarnas val mellan att utnyttja eller inte utnyttja sin konverteringsrätt liksom valet av konverteringstidpunkt.

## 7.2 Fastställt ackords inverkan på konvertibla skuldebrevs marknadsvärde

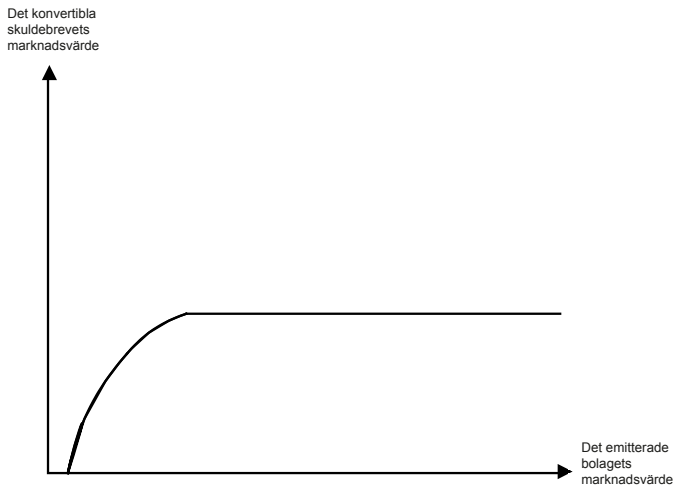
### 7.2.1 Vad bestämmer konvertibla skuldebrevs marknadsvärde?<sup>63</sup>

Konvertibla skuldebrevs marknadsvärde påverkas av det faktum att obligationerna ger sina ägare rätt att bli aktieägare och att därvid använda sin fordran enligt obligationerna som betalning av sitt insatskapital. Marknadsvärdet kommer därför att bestämmas utifrån marknadens värdering av tre olika komponenter som vi här kan kalla obligationsvärdet, aktievärdet och konverteringspremien.

<sup>63</sup> Se för hela avsnitt 7.2.1 särskilt Jonathan E.Ingersoll, Jr: A CONTINGENT-CLAIMS VALUATION OF CONVERTIBLE SECURITIES, *Journal of Financial Economics* 4(1977) s 289-322, M.J.Brennan and E.S.Schwartz: CONVERTIBLE BONDS: VALUATION AND OPTIMAL STRATEGIES FOR CALL AND CONVERSION, *The Journal of Finance* 32(1977) s 1699-1715, William W.Bratton, Jr: THE ECONOMICS AND JURISPRUDENCE OF CONVERTIBLE BONDS, *Wisconsin Law Review* 1984 s 667-740 (särskilt s 672-681).

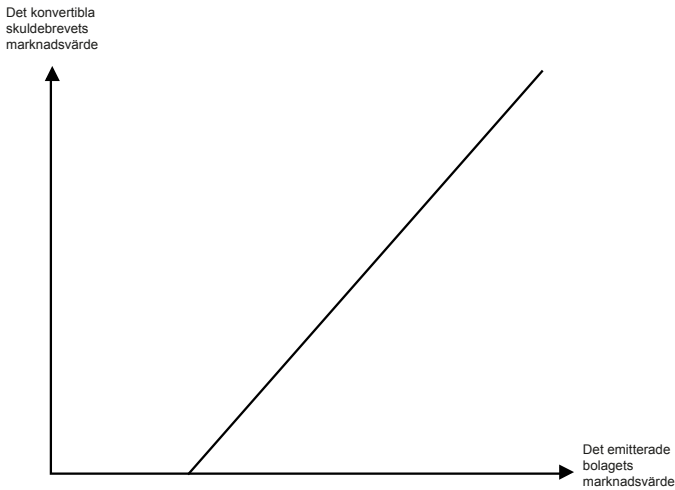


Fig 1. Obligationsvärdet

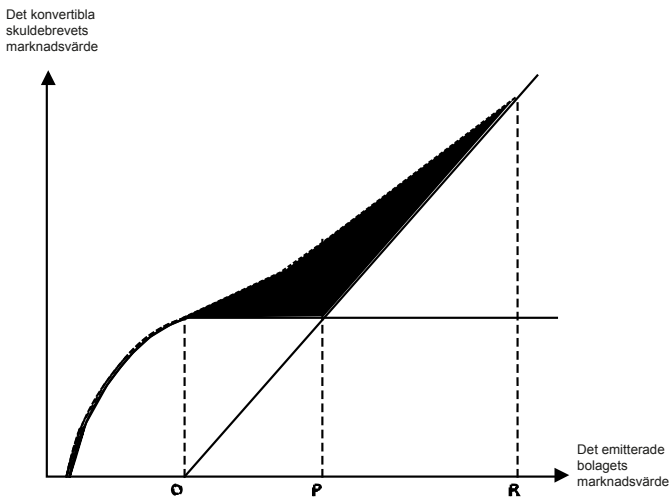


Obligationsvärdet är det värde obligationen skulle ha om den inte vore konvertibel men med i övrigt oförändrade villkor i fråga om ränta, löptid etc. Detta värde är konstant i förhållande till företagets marknadsvärde intill dess att detta blir så lågt att det finns risk för att företaget inte kan infria de betalningsanspråk som följer med den konvertibla obligationen. Fr o m denna punkt böjer kurvan för obligationsvärdet av nedåt för att nå värdet 0 när företagets värde är så lågt att de oprioriterade fordringsägarna i händelse av konkurs inte kan påräkna någon som helst utdelning. Är det fråga om ett konvertibellån med efterställningsklausul kommer obligationsvärdet att nå nollpunkten ännu tidigare (dvs längre till höger på företagsvärdeaxeln).

Fig 2. Aktievärdet



Aktievärdet är marknadsvärdet av det antal aktier som den konvertibla obligationen kan konverteras till. Antalet aktier bestäms av det i emissionsvillkoren stipulerade utbytesförhållandet/utbyteskursen.

Fig 3. Konverteringspremien<sup>64</sup>

<sup>64</sup> Denna figur är inspirerad av den figur som återfinns i William W. Bratton a a sid 674. Se även Richard A. Brealey - Stewart C. Myers: Principles of Corporate Finance, 3 uppl 1988 sid 496 not 4 samt 4 uppl 1991 sid 522 not 9.

Konverteringsrätten medför att ett konvertibelt skuldebrevs marknadsvärde inte sjunker under det värde som är lägst av obligationsvärdet och aktievärdet. Däremot är det inte så att det högsta av dessa båda värden alltid utgör "taket" för konvertibelns marknadsvärde. Detta beror på den tredje komponenten - konverteringspremien. Denna utgörs av skillnaden mellan konvertibelns marknadsvärde och det värde som är högst av obligationsvärdet och aktievärdet. Om man uppfattar konverteringsrätten som en optionsrätt (att teckna aktier i det emitterande bolaget vid en framtida tidpunkt) kan konverteringspremien sägas ange värdet av denna optionsrätt<sup>65</sup>.

Konverteringspremien är först och främst ett uttryck för det värde som ligger i konvertibelns "dubbelnatur", dvs att innehavaren på en och samma gång har den företrädesrätt till betalning ur det emitterande bolagets tillgångsmassa som följer med ställningen som fordringsägare och den möjlighet till andel i bolagets värdestegring som följer med en ställning som aktieägare. Denna dubbelnatur leder till att konvertibelns marknadsvärde **dels** blir högre än obligationsvärdet redan före det att företagets marknadsvärde nått den punkt (P) där aktievärdet passerar obligationsvärdet, **dels** förblir högre än aktievärdet även ganska långt till höger om punkten P.

Det förstnämnda förhållandet - dvs att konvertibelns marknadsvärde börjar överstiga dess obligationsvärde redan vid punkten O - är en följd av konvertibelns aktienatur. Möjligheten av att företagets värde kan stiga, medför - i kombination med rätten att via konvertering bli delaktig av denna värdestegring - att konvertibelns värderas högre än vad dess obligationsvärde motiverar. Till vänster om punkten O sammanfaller konvertibelns marknadsvärde med dess obligationsvärde eftersom marknaden tilltro till att företaget skall överleva och förkovras är så lågt att dess aktier värderas till 0 kr. Till höger om punkten O ökar marknaden hopp om varaktig överlevnad för företaget varför också värdet av konvertibelns aktienatur ökar.

<sup>65</sup> Se William W. Bratton, Jr a. a. sid 675 vid not 28.

Till höger om punkten P är det istället konvertibelns obligationsnatur som inverkar. Fordringsägarens företrädesrätt till betalning leder till att den förlustrisk som är förknippad med konvertibelinnehavet blir lägre än den förlustrisk som är förbunden med innehavet av det antal aktier som svarar mot konvertibeln. Värdet av denna riskminskning är som högst just i det läge där företagets värde är sådant att konvertibelns obligationsvärde och aktievärde är lika stort (punkten P). Till höger om denna punkt avtar värdet av riskminskningen helt enkelt därför att själva risken för fallissemang avtar i takt med att företagets marknadsvärde stiger.

Konverteringspremien uttrycker värdet av konvertibelns dubbelnatur även på det sättet att den återspeglar skillnaden mellan den ränta som innehavaren är berättigad till och den utdelning (och annan aktieavkastning) vederbörande skulle bli berättigad till efter konvertering. Så länge som obligationsräntan är minst lika hög som utdelningen på motsvarande aktier kommer värdet av den ovan beskrivna riskminskningen via konvertibelns obligationsnatur att leda till att konvertibeln värderas till mera än sitt aktievärde. Eftersom aktieutdelningen kan förväntas stiga i takt med företagets värde kommer aktieavkastningen att vid en viss punkt (R) överstiga räntan på motsvarande konvertibel. Fr o m denna punkt är det fördelaktigare att unyttja konverteringsrätten än att behålla konvertibeln, varför konverteringspremien helt försvinner.

Slutligen skall nämnas, även om det saknar betydelse för den följande analysen, att konverteringspremien också är beroende av hur lång "livstid" konverteringsrätten har - ju längre livstid ju större konverteringspremie.

### *7.2.2 Hur påverkar ett fastställt ackord ett konvertibelt skuldebrevs värde?*

Jag övergår nu till att, med hjälp av den ovan beskrivna värderingsmodellen, analysera vilken inverkan ett fastställt ackord kan förväntas ha på marknadsvärdet för av ackordsföretaget emitterade konvertibla skuldebrev.

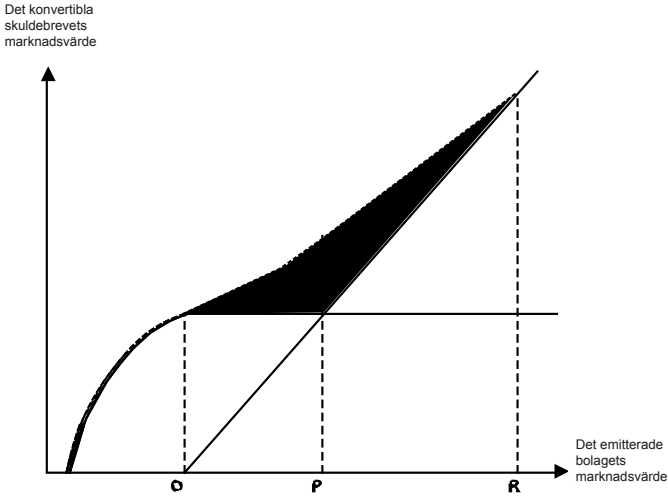
Genom ackordet nedsätts den fordringsrätt som följer med konvertibelns - och därmed minskar dess obligationsvärde i samma mån. Ett ackord på 30 % medför att konvertibelns obligationsvärde minskar till 30 % av dess tidigare värde. Eftersom jag utgår ifrån att ackordet däremot inte påverkar vare sig konverteringsrätten som sådan eller villkoren för konvertering påverkas inte obligationens aktievärde utan linjen för detta värde har alldeles samma läge och lutning som före ackordet.

Detta medför att skärningspunkten P mellan linjen för obligationsvärdet och linjen för aktievärdet flyttas nedåt och åt vänster varför konverteringspremien kommer att uppnå sin maximala storlek vid ett betydligt lägre företagsvärde än tidigare. Vidare får ackordet till resultat att räntebetalningarna på konvertibelns minskar (till ackordsprocenten av vad de var före ackordet). Detta innebär att aktieutdelningen kommer att överstiger räntan vid lägre företagsvärden än tidigare, dvs konverteringspremien försvinner helt vid ett lägre företagsvärde (och därmed ett lägre aktievärde för obligationen) än tidigare. Detta kan uttryckas så att punkten R förskjuts åt vänster. Slutligen blir värdet av ”riskminskningseffekten” lägre än före ackordet pga av minskningen av den fordringsrätt som följer med konvertibelns. Det sagda medför att premien blir lägre ”längs med hela sin utsträckning”.

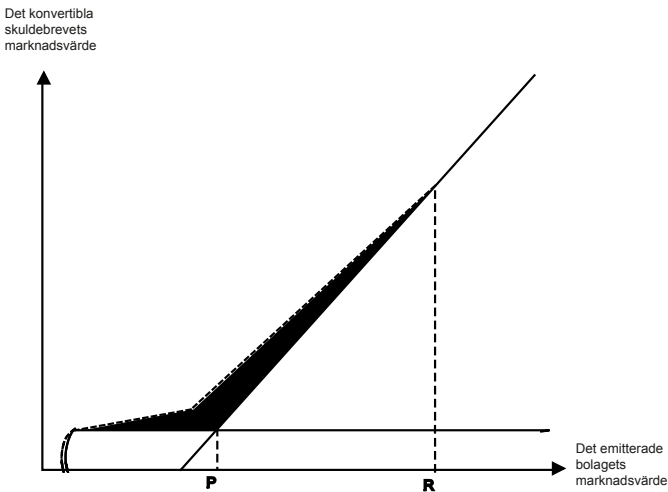
De hitintills berörda effekterna återges i figuren nedan (för ett ackord på 25 %).

Fig 4. Ett 25 % ackords inverkan på konvertibla skuldebrevs marknadsvärde

A. Före fastställt ackord



B. Efter fastställt ackord



Går det att dra några slutsatser om var på marknadsvärdekurvan en viss konvertibel bör befinna sig efter en genomfört ackord? Ja det går, förutsatt att ackords inverkan på "det emitterande bolagets mark-

nadsvärde” kan bestämmas. Ett ackord ingår normalt som ett led i företagets rekonstruktion, dvs företaget skall genom ackordet och övriga i rekonstruktionen ingående åtgärder åter ha blivit lönsamt samt kunna uppvisa en balansräkning vari aktiekapitalet är intakt. I den följande analysen av vilken inverkan ett fastställt ackord kan förväntas ha på ”det emitterande bolagets marknadsvärde” utgår jag ifrån att dessa mål har uppnåtts.

I den modell som här används för värdering av ett konvertibelt skuldebrev utgörs ”det emitterande bolagets marknadsvärde” av marknadsvärdet för bolagets tillgångar, vilket i sin tur motsvarar det sammanlagda marknadsvärdet för bolagets aktiestock och dess skulder inklusive de konvertibla skuldebrev<sup>66</sup>. En rekonstruktion av bolaget medför att marknaden har anledning att vid sin värdering av bolagstillgångarna inte längre utgå från dessas värde i händelse av konkurs (slaktvärden). Istället bör det bli fråga om det värde som kan tillmätas tillgångarna såsom ingående i ett fungerande företag (going-concernvärden). Ett sådant värde kan beräknas på flera olika sätt varvid dock två metoder måste sägas dominera; avkastningsvärdeberäkning respektive substansvärdeberäkning. Normalt är avkastningsvärdet betydligt högre än substansvärdet eftersom avkastningsvärdet är ett uttryck för förräntningen av den befintliga substansen i ett företag.

Som ovan påpekats innebär den här använda modellen för värdering av konvertibler att tillgångarnas marknadsvärde likställs med marknadsvärdet för aktiestock plus främmande kapital. Det råder ingen tvekan om att marknads värdering av aktier snarare är en avkastningsvärdering än en substansvärdering. Därmed är det också sagt att ”det emitterande bolagets marknadsvärde” bör förstås som ”det emitterande bolagets avkastningsvärde”. Slutsatsen som kan dras är att ett fastställt ackord kan förväntas medföra att företaget så att säga förflyttar sig åt höger längs ”företagsvärdeaxeln”. Före ackordet befinner sig företaget till vänster om den punkt där konvertibelns obligationsvärde är 0 (i konkursituationen kommer de

<sup>66</sup> Se texten i not 1 nämnda artikeln av Brennan och Schwartz.

oprioriterade konvertibelinnehavarna normalt att inte få någon utdelning alls). Men hur långt åt höger kommer ett ackord att förflytta företaget? Till en början kan konstateras att konkursrisken nu är undanröjd vilket innebär att marknaden bör värdera företaget - dvs dess tillgångar - till ett belopp som minst motsvarar företagets efter ackordet kvarstående skulder. Detta minsta värde motsvaras - på axeln för företagsvärdet - av den punkt där konvertibelns aktievärde är 0. Frågan blir om det finns fog för att även hävda att företagets värde bör ha höjts till en ännu högre nivå. Därmed har jag kommit in på frågan hur ett faställt ackord kan antas påverka kursen för (av ackordsgäldenären emitterade) aktier.

### 7.3 Faställt ackords inverkan på aktiers marknadsvärde

Ovan har sagts att ett fastställt ackord ökar bolagets värde från dess likvidationsvärde till dess avkastningsvärde. Hur stor del av denna värdeökning tillfaller fordringsägarna och vad "blir över" åt aktieägarna? I min avhandling<sup>67</sup> utvecklade och testade jag en teori för vilka faktorer som bestämmer ackordsprocentsatsen. Enligt denna kan man urskilja ett förhandlingsbart område. Den nedre gränsen bestäms av att borgenärerna kan antas vägra acceptera en lägre procentsats än den som motsvarar det troliga utfallet i händelse av konkurs. Den övre gränsen bestäms i sin tur av att gäldenären å sin sida kan förväntas vara villig att erbjuda högst den ackordsprocent som för honom motsvarar det ekonomiska värdet av att undgå konkurs. Hur kan detta värde beräknas? Ackord innebär att gäldenären undgår att få sina tillgångar realiserade. Istället kan vederbörande även i fortsättningen disponera över dem efter eget gottfinnande. Gäldenären så att säga "friköper" sina tillgångar från borgenärerna. Därvid har gäldenären (som "the economic man")<sup>68</sup> ingen anledning att betala mera än vad det skulle kosta honom att skaffa sig motsvarande tillgångar på den allmänna marknaden. Vid

<sup>67</sup> Ingrid Arnesdotter: Om betalningsinställelse och offentligt ackord, sid 307-322.

<sup>68</sup> Med "the economic man" förstår jag den 100-procentigt informerade och rationella beslutsfattaren - en fiktiv figur som dock kan användas som modell vid mera elementära studier av ekonomiskt beslutsfattande under förutsättning att resultaten inte härddras utan betraktas som approximationer.



rekonstruktionsackord innebär detta att gäldenären har anledning att jämföra inte bara med vad det skulle kosta att köpa de enskilda tillgångarna utan även med priset för rörelsen som helhet, eftersom ackordet innebär att förutsättningar för fortsatt drift har skapats. Därvid blir såväl avkastningsvärde- som substansvärdeberäkning aktuell. Den undersökning av det faktiska utfallet i mer än 200 ackordsfall som jag presenterade i min avhandling gav som resultat att det fanns en mycket stark tendens till att ackordsprocenten sattes så högt att företagets hela **substansvärde** tillföll fordringsägarna<sup>69</sup>.

Under arbetet med denna artikel har jag kommit att reflektera över hur detta resultat låter sig förenas med reglerna om tvångslikvidation i ABL 13:2. Det är vanligt att ett aktiebolag som är på obestånd dessutom är likvidationspliktigt pga av att dess behållna förmögenhet (beräknat enligt föreskrifterna för en sk kontrollbalansräkning) inte uppgår till ett belopp som minst motsvarar hälften av det registrerade aktiekapitalet. En rekonstruktion av bolaget kräver då inte bara att företagets obestånd hävs utan också att företagets eget kapital återställs till en nivå som motsvarar hela det registrerade aktiekapitalet. Detta förefaller kräva att fordringsägarna **inte** erhåller bolagets hela substansvärde utan endast substansvärdet minus det belopp till vilket det registrerade aktiekapitalet uppgår!

En förklaring kan naturligtvis vara att jag vid min genomgång av de ovan nämnda drygt 200 ackordsfallen inte observerade fall där ett aktiebolag uppnådde en ackordsprocent som bara motsvarade substansvärdet minus aktiekapitalet helt enkelt därför att aktiekapitalet var så lågt i förhållande till skulderna att ackordsprocenten blev så gott som densamma vare sig hela substansvärdet eller bara substansvärde minus aktiekapital tillföll borgenärerna<sup>70</sup>. En annan förklaring är att fordringsägarna faktiskt erhöll hela substansvärdet medan aktiekapitalet ”räddades” genom aktieägartillskott. Det senare kan

<sup>69</sup> Se a a sid 311-322. Angående skälen till att fordringsägarna ej gör anspråk på företagets avkastningsvärde, se aa sid 310.

<sup>70</sup> Antag att aktiekapitalet är 50 tkr, prioriterade skulder 1400 tkr, oprioriterade skulder 1100 tkr samt att substansvärdet är 1800 tkr. Om hela substansvärdet skall tillfalla fordringsägarna blir ackordsprocenten 1800 tkr minus 1400 tkr delat med 1100 tkr, dvs 36,36 %. Om substansvärde minus aktiekapitalet skall tillfalla fordringsägarna blir ackordsprocenten 1800 tkr minus 50 tkr minus 1400 tkr delat med 1100 tkr, dvs 31,81 %.

innebära en samtidig nedskrivning av aktiekapitalet till minsta tillåtna nivå. En tredje förklaring är att ett företags substansvärde kan understiga det värde tillgångarna får upptas till i en kontrollbalansräkning. Sålunda får anläggningstillgångar ”som undergår fortlöpande värdeminskning” tas upp till anskaffningsvärdet minskat med erforderliga avskrivningar och nedskrivningar om detta värde blir högre än försäljningsvärdet med avdrag för försäljningskostnaderna.

Problemställningen bör i själva verket utvidgas - från att endast avse bolag som före ackordet var såväl på obestånd som likvidationspliktiga enligt ABL 13:2 - till att gälla alla aktiebolag som rekonstrueras genom ackord. För att det verkligen skall röra sig om en rekonstruktion krävs det givetvis att bolagets ekonomiska ställning sanerats på ett sådant sätt att den inger omvärlden tilltro till bolagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Mot den bakgrunden är det givetvis inte tillräckligt att bolaget kan uppvisa ett eget kapital som är tillräckligt stort för att bolaget skall sakna skyldighet att gå i likvidation! Istället är minimikravet snarare att bolagets aktiekapital skall vara intakt redan enligt de värderingsprinciper som gäller för årsredovisningen. För att detta skall vara förenligt med tesen att ett ackord normalt tillför fordringsägarna bolagets hela substansvärde krävs det att tillgångarnas bokförda värde kan vara högre än företagens substansvärde.

Enligt FARs rekommendationer<sup>71</sup> bör anläggningstillgångars värde som huvudprincip ”beräknas genom en diskontering av anläggningens framtida överskott (före räntor och avskrivningar) i företagens verksamhet. Detta avkastningsvärde kan också beskrivas som det värde på vilket företaget kan ge skälig förräntning på sikt”. Om en anläggningstillgångs lönsamhet har gått ned kraftigt och varaktigt skall nedskrivning av anläggningstillgångens värde ske. Eftersom utgångspunkten för min analys är att obeståndsbolaget, genom den rekonstruktion vari ackordet ingår som en del, har återvunnit sin lönsamhet, skall något dylikt nedskrivningsbehov inte

<sup>71</sup> Föreningen auktoriserade revisorer FARs rekommendationer i redovisningsfrågor. Nr 3. Redovisning av materiella anläggningstillgångar.

föreligga. Då anläggningstillgångarna sålunda får upptas till sina avkastningsvärden kan tillgångarnas sammanlagda bokförda värde mycket väl vara högre än bolagets substansvärde.

Slutsatsen blir att det måste anses fullt försvarbart att utgå ifrån att den ökning av bolagets marknadsvärde som ackordet ger upphov till (från likvidationsvärde till avkastningsvärde) fördelas mellan fordringsägarna och aktieägarna på sådant sätt att de förra erhåller mellanskillnaden mellan likvidationsvärde och substansvärde och de senare mellanskillnaden mellan substansvärde och avkastningsvärde. Detta betyder att ett ackord bör medföra att kursen för aktierna i ackordsbolaget stiger från 0 kr till ett belopp som motsvarar den på aktien belöpande andelen av skillnaden mellan bolagets avkastningsvärde och dess substansvärde.

Analysresultaten kan sammanställas på följande sätt.

- (1)  $M=A-S$
- (2)  $P=T-S$

M är aktiestockens marknadsvärde efter genomfört ackord. A är företagets avkastningsvärde och S är dess substansvärde. Aktiestockens värde enligt balansräkning är enligt ovan lika med aktiernas parivärde multiplicerat med antalet aktier och kallas här P.

Aktiestockens värde enligt balansräkningen kan även uttryckas som tillgångarnas balansvärde T minus skuldernas balansvärde. Det senare värdet är enligt ovan lika med företagets substansvärde S. Av dessa samband följer att om företagets avkastningsvärde A är högre (lägre) än tillgångarnas bokförda värden så är aktiernas marknadsvärde högre (lägre) än parivärdet. Mot bakgrund av vad som ovan har sagts om hur anläggningstillgångar skall värderas i årsredovisningen förefaller det inte vara allför vågat att hävda att företagets avkastningsvärde normalt inte bör vara lägre än tillgångarnas bokförda värden. Således leder den företagna analysen fram till slutsatsen att ett faställt ackord bör medföra att kursen för ackordsbolagets aktier i vart fall inte bör vara lägre än aktiernas parivärde.

## 7.4 Ackords inverkan på konvertibelinnehavares konverteringsvilja och val av konverteringstidpunkt

Konvertibelinnehavarens valsituation är inte densamma under konvertibelns hela löptid. Under tiden fram till inlösentillfället står valet mellan att konvertera nu eller att skjuta på beslutet till en senare tidpunkt. När lånets löptid är till ända gäller valet istället att konvertera eller att lösa in skuldebrevet. Jag behandlar det sistnämnda valet först.

### 7.4.1 Lösa in obligationen eller utnyttja konverteringsrätten?

Det är uppenbart att ett fastställt ackord ofta kommer att leda till en ökad konverteringsvilja. Den fordringsrätt som är förknippad med konvertibeln har satts ned till ett belopp som uppgår till dess nominella värde multiplicerat med ackordsprocentsatsen samtidigt som konverteringsvillkoren inte försämrats. Detta medför att konvertibelns aktievärde kommer att överstiga inlösenbeloppet vid en betydligt lägre aktiekurs än vad som annars skulle ha varit fallet. Effekten blir således att ju lägre ackord desto troligare att ett utelöpande konvertibellån aldrig kommer att behöva lösas in.

### 7.4.2 Unyttja konverteringsrätten nu eller skjuta upp beslutet?

”Contingent-claim”-modellen - som presenterats i avsnitt 7.2.1 - vilar bl a på antagandet att konvertibelinnehavaren strävar efter att maximera sin välfärd i varje givet ögonblick<sup>72</sup>. Detta antagande ger upphov till satsen ”Konvertering sker endast då konverteringsvärdet överstiger konvertibelkursen”. Enligt äldre teorier antogs detta kunna inträffa när som helst under konvertibelns löptid. Den modernare contingent-claim-modellen visar däremot, att konvertibelns kurs alltid kommer att överstiga konverteringsvärdet, ända till dess inlösentidpunkten är inne (förutsatt att ingen aktieutdelning förekommer och att konverteringsvillkoren inte försämrats under lånets löptid). Detta beror på att det alltid är fördelaktigare att ha kvar möjligheten att välja mellan att erhålla obligationens inlösenvärde

<sup>72</sup> “The behavioral assumptions are: (A.1) Investors prefer more wealth to less” (Ingersoll a a sid 291). “Definition 1. The optimal conversion strategy is one which maximizes the value of the convertible bond at each instant in time.” (Brennan and Schwartz, a a sid 1701).

och att erhålla dess aktievärde, än att ha förbrukat denna möjlighet. Detta beror i sin tur på den företrädesrätt till betalning som en fordran har i förhållande till aktieägarens krav att återfå sitt satsade kapital.

Om man tillämpar denna modell på en konvertibel, vars inlösenvärde minskats genom ett faställt ackord, finner man att ackordet **inte** skall leda till att konvertibelinnehavarna väljer att utnyttja konverteringsrätten före konvertibelns inlösentidpunkt. Visserligen sänker ackordet inlösenvärdet, men företrädesrätten till betalning kvarstår. Ett ackord innebär bara att en konvertering före inlösendagen blir mindre ofördelaktig än vad den skulle ha varit före ackordet men den är fortfarande ofördelaktig jämförd med inlösen på lånets förfallodag.

Om förutsättningarna ändras på så sätt att aktieutdelning antas förekomma, ger contingent-claim-modellen vid handen, att det är mest fördelaktigt att utnyttja konverteringsrätten så sent som möjligt före vinstutdelningstillfället (med hänsyn till vilken dag konvertibelägaren senast måste ha blivit aktieägare, införd i aktieregistret etc för att få del av utdelningen i fråga) men **bara** om den avkastning som man erhåller som aktieägare är högre än den ränta man skulle erhålla som konvertibelinnehavare. Eftersom ett fastställt ackord leder till att räntan på det konvertibla skuldebrevet blir lägre än tidigare, kommer konvertering att bli fördelaktig vid lägre aktieutdelning än vad som annars skulle ha varit fallet.

Om man slutligen inför den ändringen av förutsättningarna, att konverteringsvillkoren är förmånligare vid konvertering före en viss tidpunkt än efter denna, kommer det att vara optimalt för konvertibelinnehavaren att utnyttja konverteringsrätten så sent som möjligt innan de förmånligare villkoren upphör att gälla. Den konvertibelinnehavare som inte handlar på detta sätt, kommer att få se marknadsvärdet av sina konvertibler sjunka på grund av att de sämre konverteringsvillkoren ger konvertiblerna ett lägre aktievärde.

Eftersom ett fastställt ackord inte i sig förändrar konverteringsvillkoren, påverkas inte heller konverteringsviljan. Men den slutsat-

sen kan dras, att om man önskar underlätta rekonstruktionen genom att förmå konvertibelinnehavarna att utnyttja sin konverteringsrätt i samband med ackordet, så kan detta ske genom att erbjuda den som konverterar vid en viss sista tidpunkt bättre konverteringsvillkor än vad som annars gäller enligt emissionsvillkoren.

När en konvertibelinnehavare ställs inför frågan ”konvertera nu eller vänta till inlösendagen” uppkommer en typisk ”beslut under risk”- eller ”beslut under osäkerhet”-situation. Med beslut under osäkerhet avses ”att flera skilda framtida utfall är tänkbara, men det är inte möjligt att uppskatta hur troligt det är att de skall inträffa”<sup>73</sup>. ”Beslut under risk föreligger, när det dessutom är möjligt att uppskatta sannolikheten för framtida utfall”<sup>74</sup>.

I båda fallen förutsätts det att handlingsalternativen leder till konsekvenser som det är möjligt att värdera, vanligen i pengar (penningenheter). Inom **beslutsteorin** har en mångfald modeller skapats med vars hjälp man försökt beskriva och analysera hur människor faktiskt går till väga när de fattar beslut under risk eller osäkerhet. Vissa av dessa beslutsmodeller är också allmänt accepterade som normativa modeller för vad som är ett rationellt beslutsfattande och har därför kommit till stor användning vid uppställandet av teorier för hur aktörerna på olika marknader kan förväntas handla liksom för ekonomiskt beteende i andra sammanhang. Jag har därför funnit det vara av intresse, att också med hjälp av beslutsteori, belysa frågeställningen hur ett fastställt offentligt ackord kan förväntas påverka konvertibelinnehavares val mellan att konvertera i samband med ackordet eller att skjuta upp beslutet tills vidare.

Enligt contingent-claim-modellen sker konvertering endast då konvertibelns aktievärde överstiger konvertibelkursen. Använder man sig av beslutsteori kommer beslutsregeln att formuleras annorlunda, nämligen så: Konvertering sker om konsekvenserna av att konvertera för beslutsfattaren ter sig mera åtråvärda än vad konsekvenserna av att inte konvertera ter sig. För att denna beslutsregel

<sup>73</sup> Birger Rapp: En formell ansats till riskteori; Riskbedömning - kunskap om risker. En rapport från riskbedömningsprojektet. NUTEK, 1992, sid 13.

<sup>74</sup> Birger Rapp a a sid 13

skall kunna tillämpas måste man således börja med att **dels** beskriva de olika handlingsalternativens konsekvenser, **dels** värdera de olika konsekvenserna.

Valet står mellan **Alternativ 1: Konvertera så snart ackordet är fastställt** och **Alternativ 2: Behåll konvertibelns tills vidare**.

Företagets lönsamhetsutveckling bestämmer vilka konsekvenserna blir av de båda handlingsalternativen.

### **Konsekvenserna av handlingsalternativ 1: Konvertera så snart ackordet är fastställt.**

**Scenario A:** Bolaget har god lönsamhet -> vinstutdelning sker och aktiekursen stiger.

**Scenario B:** Bolagets lönsamhet svag men det ”överlever” minst så länge att konvertibellånet hinner förfalla till inlösen -> ingen utdelning sker, aktiekursen förändras ej eller sjunker.

**Scenario C:** Bolaget går i konkurs före konvertibellånets inlösendag -> ingen aktieutdelning sker, aktierna blir värdelösa.

### **Konsekvenserna av handlingsalternativ 2: Behåll konvertibeln till vidare.**

**Scenario A:** Bolaget har god lönsamhet -> Ränta erhålls och konvertibelkursen stiger (eftersom konvertibelns aktievärde stiger i takt med aktiekursen).

**Scenario B:** Bolagets lönsamhet svag men det ”överlever” minst så länge att konvertibellånet hinner förfalla till inlösen -> Ränta erhålls, konvertibelkursen förändras ej eller sjunker om aktiekursen sjunker. Vid sjunkande aktiekurs följer konvertibelkursen dock inte med längre ned än till den kurs som motsvarar dess obligationsvärde.

**Scenario C:** Bolaget går i konkurs före konvertibellånets inlösendag -> Ränta erhålls på de ränteförfallodagar som infaller före konkursutbrottet, konvertibelns blir värdelös.

Nästa steg blir att värdera konsekvenserna. Oavsett vilket av de båda handlingsalternativen som valts och oavsett vilket av de tre scena-

rierna som förverkligas är konsekvensen att beslutsfattaren innehar vissa värdepapper (aktier eller en konvertibel) samt har erhållit viss avkastning (utdelning eller ränta). Såväl innehavet som avkastningen är enkla att värdera i pengar. Värdet av innehavet kommer i nästan alla fall att vara detsamma oavsett vilket handlingsalternativ som valts - jag skall strax återkomma till det - varför det endast är avkastningen som skiljer de båda alternativen åt.

Om det blir scenario A som förverkligas kommer den som valt att konvertera redan vid ackordet att inneha ett visst antal aktier med marknadsvärdet *M*. För den som valt att avvakta med konverteringen kommer det förr eller senare - och senast på lånets inlösendag - att ställa sig fördelaktigare att utnyttja konverteringsrätten än att inte göra det (eftersom företaget har god lönsamhet kommer konvertibelns aktievärde att överstiga dess genom ackordet nedsatta inlösenbelopp). Även denne kommer således att till slut inneha ett visst antal aktier - nämligen samma antal aktier som den som valde att konvertera redan vid ackordet, eftersom man - försävt inte konverteringsvillkoren ändrats under lånets löptid - erhåller lika många aktier oavsett vid vilken tidpunkt konvertering skett. De båda personernas aktier har givetvis samma marknadsvärde.

Om det blir scenario B som förverkligas gäller vad som sagts för scenario A **så länge** som konvertibelns aktievärde inte understiger dess inlösenbelopp. På grund av ackordet kommer detta att vara fallet även vid ganska låga företagsvärden, se fig. 4B! Skulle företaget klara att undgå konkurs i ett läge där dess värde är så lågt att konvertibelns aktievärde är lägre än dess inlösenbelopp har vi den situationen att värdet av värdepappersinnehavet **inte** är det samma i de båda alternativen - aktieinnehavet är mindre värt än konvertibelinnehavet.

I scenario C har företaget gått i konkurs och aktier och konvertibler är lika värdelösa - med undantag för det sällsynta fall där prioriterade fordringar erhåller någon utdelning.

Utgångspunkten för beslutsteorin är att människor i valet mellan flera möjliga handlingsalternativ alltid väljer det alternativ som är



mest åtråvärt för beslutsfattaren. Svårigheten är att veta hur individen går till väga för att avgöra vilket alternativ som just är mest åtråvärt! Det har framförts många olika förslag till lösningar på den frågan, alltifrån 1600-talsförslaget att det är det alternativ som har det högsta förväntade värdet som väljs<sup>75</sup>. Snart nog ersattes denna teori med den som mycket länge kom att dominera starkt - teorin om den förväntade nyttan - och som bättre speglade det faktum att olika människor sätter olika stort värde på en förmögenhetsökning på t.ex. 1.000 kronor liksom att en person inte nödvändigtvis värderar en vinst på 500 kr dubbelt så högt som en vinst på 250 kr. Man introducerade därför idén att varje människa har en ”nyttofunktion” som bestämmer vilken nytta (kallad  $u$ ) vederbörande anser sig ha av att med en viss sannolikhet erhålla ett visst belopp. En person som gärna tar risker tycker sig ha större nytta ( $u$ ) av möjligheten att med sannolikheten 0,4 vinna 5.000 kr än att säkert få 2.000 kr trots att det förväntade värdet i båda fallen är 2.000 kr. En person som ogillar risker tycker tvärtom. Enligt denna teori väljer en person det alternativ som ger ”högsta förväntade nytta” varvid den förväntade nyttan är lika med den nytta ( $u$ ) personen anser sig ha av att med en viss sannolikhet erhålla ett visst belopp multiplicerad med sannolikheten. Om sannolikheten för att vinna 10.000 kr är 0,1 är den förväntade nyttan  $0,1u(10.000)$  där  $u(10.000)$  uttrycker den nytta personen ifråga anser sig ha av att med sannolikheten 0,1 erhålla 10.000 kr.

Teorin om den förväntade nyttan har i sin tur kritiserats för att inte heller den förmår att till alla delar förklara det beteende som människor faktiskt uppvisar. Så t ex visar experiment att utfall som bedöms som säkra övervärderas i förhållande till utfall som bedöms

<sup>75</sup> Ett handlingsalternativs förväntade värde är lika med det sammanlagda värdet av handlingsalternativets möjliga konsekvenser multiplicerade med sannolikheten för var och en av konsekvenserna ifråga. Se för det följande särskilt Daniel Kahneman and Amos Tversky: PROSPECT THEORY: AN ANALYSIS OF DECISION UNDER RISK, *Econometrica*, Volume 47, March, 1979, Number 2 s 263-291, Graham Loomes and Robert Sugden: REGRET THEORY: AN ALTERNATIVE THEORY OF RATIONAL CHOICE UNDER UNCERTAINTY, *The Economic Journal*, December 1982 s 805-824, Mark J. Machina: CHOICE UNDER UNCERTAINTY: PROBLEMS SOLVED AND UNSOLVED, *Economic Perspectives*, Volume 1, Number 1, Summer 1987 s 121-154.

som troliga men inte säkra. Detta leder till att en minskning av sannolikheten för ett visst utfall minskar nyttan av detta utfall mera när minskningen innebär en övergång från ett säkert utfall till ett troligt utfall än när minskningen innebär en minskad grad av trolighet.

Vidare har det visat sig att när alla utfall är negativa föredras ett större men inte säkert utfall framför ett mindre men säkert utfall. Alternativa teorier har uppställts som mer eller mindre väl lyckas eliminera skillnaderna mellan hur människor faktiskt handlar och hur de enligt teorin skulle ha handlat. Dessa alternativa teorier innebär ofta en generalisering av ”den förväntade nyttan”-modellen genom att de utgår från att individernas nyttofunktioner har ett annat (och icke-linjärt) utseende än vad som tidigare antagits. Om man beaktar de svagheter som ”den förväntade nyttan”-modellen visat sig ha är den dock alltså mycket användbar för att belysa hur människor kan förväntas handla i ekonomiska vallsituationer.

Jag återvänder nu till mitt konkreta undersökningsobjekt - en konvertibelinnehavares val mellan att utnyttja konverteringsrätten så snart ackordet blivit fastställt eller att behålla konvertibeln tills vidare. Därvid använder jag mig av det resultat jag uppnått ovan angående konsekvenserna av de båda handlingsalternativen, nämligen att det är vilken avkastning som erhålls som skiljer alternativen åt medan värdet av innehavet av aktier respektive konvertibel i de allra flesta fall blir lika.

		Utfall	Sannolikhet
<b>Alternativ 1</b>	Scenario A	X	$P_x$
	Scenario B	0	$P_y$
	Scenario C	0	$P_z$
<b>Alternativ 2</b>	Scenario A	A	$P_x$
	Scenario B	A	$P_y$
	Scenario C	nA	$P_z$

Sannolikheten är ingen objektiv sådan utan den av beslutsfattaren upplevda sannolikheten för att scenariot i fråga skall förverkligas. Eftersom något av dem måste inträffa gäller följande samband:  $P_x + P_y + P_z = 1$ .

Konvertibelinnehavaren föredrar alternativ 1 om  $P_x u(X) > P_x u(A) + P_y u(A) + P_y u(nA)$  dvs om den förväntade nyttan av att med sannolikheten  $P_x$  erhålla beloppet  $X$  är större än den förväntade nyttan av att antingen med sannolikheten  $P_x + P_y$  erhålla beloppet  $A$  eller med sannolikheten  $P_z$  erhålla andelen  $n$  av beloppet  $A$ .  $X$  är den aktieutdelning som erhålls under tiden från konverteringen till konvertibellånets inlösendag.  $A$  är den ränteutdelning som erhålls på konvertibeln från ackordstillfället till lånets inlösendag och  $n$  den andel av detta belopp som hunnit erhållas innan bolaget går i konkurs om scenario C förverkligas.

Man kan beräkna vilka värden  $P_x$ ,  $P_y$  och  $P_z$  måste anta för att det förväntade värdet av att välja handlingsalternativ 1 skall vara större än det förväntade värdet av att välja handlingsalternativ 2. Huruvida då också den förväntade nyttan av alternativ 1 är större än den förväntade nyttan av alternativ 2 beror på hur den enskilde konvertibelinnehavarens nyttofunktion ( $u$ ) ser ut. Jag återkommer till en diskussion av detta efter det att jag faställt de ”kritiska” sannolikheterna för de tre scenarierna.

Förväntade värdet av handlingsalternativ 1 är större än det förväntade värdet för handlingsalternativ 2 om  $P_x X > P_x A + P_y A + P_z nA$ . Om  $A$  (erhållen ränta på konvertibeln) uttrycks som en andel ( $q$ ) av  $X$  (erhållen aktieutdelning) kan sambandet skrivas om på följande sätt:  $P_x X > qX(P_x + P_y + P_z n)$  varvid  $X$  kan förkortas bort i båda leden vilket ger

$P_x > q(P_x + P_y + P_z n)$ . Eftersom  $P_x + P_y = 1 - P_z$  kan sambandet omformuleras till  $P_x > q(1 - P_z + P_z n)$ .

För att komma vidare gör jag följande antagande: Utdelning och ränta utgår med samma procentsats  $r$ . Detta antagande gör att alternativet att behålla konvertibeln blir något förmånligare än vad

det vanligen skulle vara. Med hjälp av detta antagande går det att bestämma värdet för  $q$ , eftersom  $A = qX$  enligt definitionen av  $q$ .

Räntan ( $A$ ) uppgår till  $r \times$  konvertibelns nominella värde  $Obl \times$  ackordsprocentsatsen  $Ack\%$ . Utdelningen ( $X$ ) uppgår till  $r \times$  aktiernas nominella värde  $V$ . Sambandet  $A = qX$  kan därför skrivas  $r \times Obl \times Ack\% = q \times r \times V$ . Eftersom det är konverteringskursen som bestämmer hur många aktier som svarar mot en konvertibel kan  $V$  beräknas genom att man dividerar konvertibelns nominella värde  $Obl$  med  $K$  som är konverteringskursen, uttryckt i procent av aktiernas nominella värde. Detta ger  $r \times Obl \times Ack\% = q \times r \times (Obl : K)$

Således är  $q = K \times Ack\%$  och i tabell 1 anges värdet för  $q$  vid några olika ackordsprocentsatser ( $Ack\%$ ) och konverteringskurser ( $K$ ).  $K$  är uttryckt i procent av aktiernas nominella värde.

Tabell 1: Värdet för  $q$

K	Ackordsprocent			
	25 %	50 %	75 %	90 %
50 %	0,125	0,250	0,375	0,450
75 %	0,187	0,375	0,562	0,675
100 %	0,250	0,500	0,750	0,900
125 %	0,312	0,625	0,937	0,125
150 %	0,375	0,750	0,125	1,350
175 %	0,437	0,875	1,312	1,575

Genom att välja ett värde för  $q$  (vilket innebär att man samtidigt har valt vissa bestämda kombinationer av ackordsprocent och konverteringskurs) samt ett värde för  $P_z$  (dvs sannolikheten för att bolaget går i konkurs före konvertibellånets inlösendag) och sätta in dessa värden i sambandet  $P_x > q(1 - P_z + P_z n)$  kan "den kritiska sannolikheten" för scenario A beräknas. Man får då "på köpet" även motsvarande sannolikhet för scenario B. I tabell 2 anges några sådana kritiska värden.

Tabell 2:  $P_Z=0,3$ 

Tabellen anger vilket värde sannolikheten för scenario A måste överstiga och sannolikheten för scenario B måste understiga för att det förväntade värdet av handlingsalternativ 1 skall vara högre än förväntade värdet för alternativ 2. Ett streck anger att en sådan värdekombination inte kan finnas emedan det kräver så höga värden för scenario A att värdet för scenario B blir negativt (eftersom den sammanlagda sannolikheten för de tre scenarierna måste vara 1).

n	q=0,125	q=0,250	q=0,500	q=0,750	q=1,0
0,10	0,09/0,61	0,18/0,52	0,36/0,34	0,55/0,15	-
0,25	0,10/0,60	0,19/0,510	0,39/0,31	0,58/0,12	-
0,50	0,11/0,59	0,21/0,49	0,42/0,28	0,64/0,06	-
0,75	0,13/0,57	0,23/0,47	0,46/0,24	0,69/0,01	-

Tabell 3:  $P_Z=0,5$ 

Tabellen anger vilket värde sannolikheten för scenario A måste överstiga och sannolikheten för scenario B måste understiga för att det förväntade värdet av handlingsalternativ 1 skall vara högre än förväntade värdet för alternativ 2. Ett streck anger att en sådan värdekombination inte kan finnas emedan det kräver så höga värden för scenario A att värdet för scenario B blir negativt (eftersom den sammanlagda sannolikheten för de tre scenarierna måste vara 1).

n	q=0,125	q=0,250	q=0,500	q=0,750	q=1,0
0,10	0,07/0,43	0,14/0,36	0,27/0,23	0,41/0,09	-
0,25	0,08/0,42	0,16/0,34	0,31/0,19	0,47/0,03	-
0,50	0,09/0,41	0,19/0,31	0,37/0,13	-	-
0,75	0,11/0,39	0,22/0,28	-	-	-

Ett exempel på vad som kan utläsas ur tabellerna: Vid ett ackord på 25% och en konverteringskurs som är lika med aktiernas nominella värde (jfr vad som ovan sagts om vilken aktiekurs som kan

förväntas efter ett ackord) blir  $q = 0,25$ . Om konvertibelinnehavaren uppskattar sannolikheten, för att bolaget går i konkurs sedan halva den återstående löptiden för obligationen gått, till 0,3 (dvs  $n = 0.5$  och  $P_z = 0.3$ ) krävs det att konvertibelinnehavaren uppskattar sannolikheten för att scenario A (bolaget går bra) till mer än 0,21 för att det förväntade värdet av att konvertera i samband med ackordet skall vara högre än det förväntade värdet av att behålla konvertibeln tills vidare.

Som ovan framhållits fattar människor inte sina beslut strikt på grundval av det matematiska förväntade värdet av de möjliga handlingsalternativen. I det följande tar jag upp en diskussion av vilka avvikelser som man har anledning att förvänta sig<sup>76</sup>.

En person som nyligen gjort en förlust tenderar att ta större risker än annars i förhoppningen att kunna återställa sitt förmögenhetsläge till vad det var före förlusten. Om en sådan person får välja mellan att säkert erhålla ett belopp som motsvarar halva den tidigare förlusten och fifty-fifty-chans att antingen vinna ett belopp som motsvarar hela förlusten eller ingenting alls, väljer hon ofta att chansa - ett beteende som går stick i stäv med den annars vanliga tendensen att föredra ett säkert alternativ framför ett chansartat sådant även om det förväntade värdet av de båda alternativen är detsamma. Frågan är om det förhållandet att ett fastställt ackord innebär en säker förlust i form av minskningen av konvertibelns inlösenvärde och minskade räntebetalningar kan antas öka riskvilligheten så att konvertering sker även om konvertibelinnehavaren tilldelar bolaget sämre chanser än vad som enligt tabellerna ovan utgör "kritiska värden"? Minskningen av inlösenvärdet bör inte ha denna verkan eftersom den förlusten kan undvikas genom en konvertering oavsett om konvertering sker vid ackordet eller vid en senare tidpunkt. Däremot är ränteminskningen en definitiv förlust. Det är därför fullt tänkbart att konvertibelinnehavarna kommer att vara mera riskvilliga - dvs mera konverteringsvilliga - i direkt anslutning till ackordet än senare när

<sup>76</sup> För det följande se främst Kahneman and Tversky a a.

de hunnit acceptera förlusten och därför inte längre ”inkorporerar” förlusten vid formuleringen av handlingsalternativen.

En annan omständighet som är av betydelse är om samtliga handlingsalternativ leder till vinst respektive förlust eller om vissa alternativ leder till vinst medan de övriga leder till förlust. Den här aktuella valsituationen bör uppfattas som ett val mellan två vinstalternativ eftersom alternativens utfall  $X$  respektive  $A$  eller  $nA$  inte kan vara negativa. Värdet av att erhålla ytterligare 100 kr avtar då ju större belopp som erhållits. Den effekten leder till att värdet av att erhålla 10.000 kr inte är precis dubbelt så högt som värdet av att erhålla 5.000 kr. Detta betyder att ett högt värde för  $X$  inte helt kompenserar en i motsvarande mån lägre sannolikhet för scenario  $A$  vilket kan tänkas få betydelse för ”storägare” av konvertibler om ackordsprocenten är låg.

Förhållandet att det är fråga om ett val mellan två vinstalternativ för också med sig att alternativet som kan ge den högsta vinsten föredras om sannolikheten för vinst är låg i båda valalternativen medan alternativet med den högsta sannolikheten föredras om sannolikheten för vinst är hög i båda alternativen. Detta betyder - vilket måhända vid första ögonkastet ter sig paradoxalt - att om risken för konkurs är hög så att sannolikheten för såväl scenario  $A$  som scenario  $B$  är låg, så kan konvertibelinnehavarna förväntas välja att konvertera i samband med ackordet. Är däremot risken för konkurs låg är förväntningen istället den att flertalet konvertibelinnehavare skall välja att behålla konvertiblerna tillsvi vidare eftersom sannolikheten för att erhålla räntan  $A$  är större än sannolikheten för att få utdelningen  $X$ , ty  $P_x + P_y$  är större än  $P_x$ . Här bör dock sägas att detta knappast gäller om  $P_x$  inte bara är stort i förhållande till risken för konkurs ( $P_z$ ) utan också i förhållande till sannolikheten för scenario  $B$ , dvs i förhållande till ( $P_y$ )!

## 8. SAMMANFATTNING

I denna artikel har jag undersökt hur några så kallade hybridpapper - värdepapper som företer drag av såväl eget som främmande kapital

- skall/bör behandlas då det emitterande bolaget rekonstrueras med hjälp av ackord. Min utgångspunkt har varit att det är angeläget att rättsreglerna främjar företagsrekonstruktioner. Den generella slutsats man kan dra av undersökningens resultat är att gällande rätt ger utrymme för rekonstruktionsfrämjande lösningar av de särskilda problem som hybridpapperens dubbelnatur ger upphov till i samband med ackord. Här nedan har jag sammanfattat de viktigaste enskilda resultaten av min undersökning.

Konvertibla skuldebrev är bärare av såväl en fordringsrätt som en konverteringsrätt. Den förra skall vid ackord behandlas som en vanlig penningfordran medan konverteringsrätten inte berörs av ackordet. Detta innebär att konvertibelinnehavarens rätt att erhålla nyemitterade aktier består, liksom rätten att erlägga likviden för dessa aktier genom kvittning mot skuldebrevsfordringen. Vid denna kvittning får skuldebrevet avräknas till sitt (ursprungliga) nominella värde.

Motsvarande gäller ifråga om skuldebrev som är förenade med optionsrätt till nyteckning av aktier. Skuldebrevsfordringen omfattas således av ett fastställt ackord medan optionsrätten kvarstår med oförändrat innehåll. Det spelar härvid ingen roll om optionsrätten före ackordet hade eller inte hade skiljts från skuldebrevet.

Vinstandelsbevis utan efterställningsklausul är att jämställa med vanliga penningfordringar när det gäller ett ackords rättsverkningar. När vinstandelsbevis emitterats som förlagslån ger gällande rätt inget klart svar angående vilken rätt bevisens innehavare har efter ett ackord. Insolvensutredningen föreslår en generell reglering av efterställda fordringars ställning vid gäldenärens obestånd. Förslaget innebär att de efterställda fordringarna inte faller bort utan kvarstår med den procentandel som ackordet anger men att fordringsägarna har rätt att erhålla ackordslikviden bara när och i den mån ackordsföretaget har fritt eget kapital till förfogande. När så är fallet har fordringsägarna företrädesrätt till betalning framför företagsägarnas anspråk på vinstutdelning etc. Jag anser att den föreslagna regeln inte är helt lämplig när det gäller efterställda vinstandelsbevis. En inne-



havare av ett efterställt vinstandelsbevis bär i det närmaste samma risk som företagets ägare. Rätten till ränta är - liksom ägarnas rätt till vinstutdelning - beroende av bolagets resultat och alla övriga fordringsägare har företräde till betalning. Denna likhet blir än större vid en företagsrekonstruktion enligt den förslagna lagen därom, eftersom andelsbevisinnehavarna då får rätt till betalning enbart ur företagets eget fria kapital. Jag finner det inte helt lätt att förstå, att den lilla skillnad i risk som ligger i detta företräde till betalning ur fritt eget kapital, kan uppväga att andelsbevisinnehavarna får finna sig i att storleken på deras betalningsanspråk reduceras till ackordsdividenden samtidigt som företagets ägare via ackordet får sitt insatskapital helt återställt. Mera rimligt vore att föreskriva att ett fastställt ackord medför att efterställda vinstandelsbevis endast kan göras gällande i gäldenärens fria egna kapital men utan reduktion av fordringsbeloppet.

Genomgången, av vilka regler som gäller för kvittning under ackordsförhandling och efter det att ackord har fastställts, visar att det har sina risker att låta skilda stadganden framträda i snarlik språklig dräkt trots att stadgandena fyller mycket olika funktioner! Ordets makt över tanken är stor. Det är därför lätt att - såsom Insolvensutredningen gjort - få den uppfattningen att 20 § AckL, i likhet med sin "språkliga tvilling" 5 kap 15-16 §§ KL, är avsedd att begränsa borgenärernas kvittningsrätt sedan förfarandet ifråga väl inletts. Men så är alls inte fallet. Avsikten bakom 20 § AckL är att skapa en ordning varigenom borgenärernas kvittningsmöjligheter inte blir sämre om de medger gäldenären ett ackord än vad som skulle ha blivit fallet om de istället sett till att gäldenären hade försatts i konkurs. Via denna paragraf får nämligen vissa borgenärer en rätt att vid kvittning utnyttja sina fordringars nominella värde och inte bara deras genom ackordet nedsatta värde. Konkurslagens regler anger således huruvida kvittning alls får ske, de är allt-eller-intet-regler, medan 20 § AckL anger huruvida kvittning får ske med motfordringens hela värde eller bara dess reducerade värde. Denna paragraf begränsar inte kvittningsrätten - den utvidgar den i

förhållande till vad som annars skulle ha gällt. Inte heller avser den kvittning under förfarandet utan kvittning som sker sedan förfarandet slutförts genom att ackord fastställts. Under ackordsförhandling gäller istället de vanliga kvittningsreglerna och ”illojala” kvittningar får i efterhand angripas genom återvinning. Detta är en otillfredställande ordning. Insolvensutredningens förslag om att införa kvittningsbegränsningar fr o m den tidpunkt då gäldenären fått bifall till sin ansökan om företagsrekonstruktion har därför goda skäl för sig, men det bör noteras att det rör sig om en materiell nyhet som inte - som utredningen gör - kan motiveras med de skäl som uppbär den nuvarande ackordslagens 20:e paragraf.

## REFERENSER

- Dir. 1988:52 Insolvensutredningens direktiv.
- Förslag till konkurslag och till lag om ackordsförhandling utan konkurs äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar afgivna af därtill utsedda kommitterade, Stocholm 1911, citerad KKK.
- SOU 1992:113 Lag om företagsrekonstruktion. Slutbetänkande av Insolvensutredningen. Malmö 1992.
- Ds 1994:37 Den svenska insolvensrätten. Några förslag till förbättringar inom konkurshanteringen.
- Proposition 1975:6 Ändringar i konkurslagen m.m.
- Arnesdotter, Ingrid: Om betalningsinställelse och offentligt ackord, Lund 1982.
- Borgström, Carl: Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer. Några aktiebolagsrättsliga synpunkter, Stockholm 1970.
- Bratton Jr, William W.: THE ECONOMICS AND JURISPRUDENCE OF CONVERTIBLE BONDS, Wisconsin Law Review 1984 sid 683.
- Brealey, Richard A.- Myers, Stewart C.: Principles of Corporate Finance, 3 uppl 1988 och 4 uppl 1991.

- Brennan M.J. and Schwartz E.S.: CONVERTIBLE BONDS: VALUATION AND OPTIMAL STRATEGIES FOR CALL AND CONVERSION, *The Journal of Finance* 32(1977) s 1699-1715.
- Flodhammar, Gunnar: Aktier med fallskärm? Juridiska problem kring konvertibla skuldebrev. Falköping 1990.
- Ingersoll Jr, Jonathan E.: A CONTINGENT-CLAIMS VALUATION OF CONVERTIBLE SECURITIES, *Journal of Financial Economics* 4(1977) s 289-322.
- Jakhelln, Henning: Ansvarlig lånekapital i *Tidsskrift for rettsvitenskap* 1967 sid 427 ff.
- Kahneman, Daniel and Tversky, Amos: PROSPECT THEORY: AN ANALYSIS OF DECISION UNDER RISK, *Econometrica*, Volume 47, March, 1979, Number 2 s 263-291.
- Lindskog, Stefan : Kvittning. Om avräkning av privaträttsliga fordringar, 2 uppl. Göteborg 1993.
- Loomes, Graham and Sugden, Robert: REGRET THEORY: AN ALTERNATIVE THEORY OF RATIONAL CHOICE UNDER UNCERTAINTY, *The Economic Journal*, December 1982 s 805-824.
- Machina, Mark J.: CHOICE UNDER UNCERTAINTY: PROBLEMS SOLVED AND UNSOLVED, *Economic Perspectives*, Volume 1, Number 1, Summer 1987 s 121-154.
- Rapp, Birger: En formell ansats till riskteori; Riskbedömning - kunskap om risker. En rapport från riskbedömningsprojektet. NUTEK, 1992.
- Schuster, Walter: Effekter av ändrad konvertibelredovisning, *Balans* 6-7/92 sid 15-18.
- Schuster, Walter: Var går gränsen mellan skulder och eget kapital? *Balans* 2/93 sid 30-35.
- Schuster, Walter: Bör finansiella skulder redovisas till marknadsvärden? *Balans* 8-9/93 sid 36-44.