

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:07

2007-02-20

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 8 februari 2007 en framställning från Advokatfirman Vinge.

BAKGRUND

I framställningen till nämnden anför följande.

Advokatfirman lämnar regelmässigt råd till aktiemarknadsbolag t ex vad gäller sådana bolags förvärv och i vissa fall samägande tillsammans med andra större investerare och nyckelpersoner anställda i det förvärvade bolaget.

Tillämpningen av Leo-reglerna (numera inarbetade i Aktiebolagslagen kap 16) skall vara strikt. Det är däremot svårare att avgöra vad som utgör kringgåenden som strider mot god sed. Även om en sådan bedömning givetvis måste göras i varje enskilt fall, önskar Advokatfirman till ledning för sin rådgivning få nämndens vägledning på basis av några typiska situationer och typiska frågeställningar. Som bakgrund får Advokatfirman kort beskriva några tydliga tendenser för förvärv och överlåtelser av onoterade företag (nedan ”förvärvsmarknaden”).

Förvärvsmarknaden har utvecklats mycket de senaste åren och transaktionsintensiteten har ökat. Ett skäl är den ökade aktiviteten hos sk private equity-företag (nedan ”PE-företag”). Potentiella köpare inbjuds av säljaren att lämna indikativa bud, varefter säljaren väljer ut vissa av budgivarna som går vidare i processen och får lämna bindande bud. PE-företag blir allt oftare den ”vinnande köparen” i sådana försäljningsprocesser. En förklaring kan vara att PE-företagen har varit beredda att genomföra förvärven med betydligt högre skuldsättning, och därför kunnat erbjuda ett bättre pris. En annan förklaring är att PE-företag ofta genomför för-

värv med utgångspunkt i ett långtgående samarbete med företagsledningen, och med en signifikant ägarandel för ledning och personal i det förvärvade bolaget.

Den här typen av förvärv genomförs så att ledning och personal är medinvesterare på i princip samma villkor som huvudägaren. Dessa medinvesterare förväntas finansiera sina investeringar på egen hand. Inte heller finns det några åtaganden om förlusttäckning avseende minoritetsaktieägarnas/ ledningens investeringar.

Den nye huvudägaren och ledningspersoner i det målbolag som förvärvas kommer således att äga aktier eller andra värdepapper i målbolaget eller i ett för förvärvet etablerat bolag (nedan ”förvärvsbolag”).

Samarbetet regleras i konventionella aktieägaravtal, bl a innebärande förköpsrätt, skyldighet för minoritetsaktieägare (dvs ledning och personal) att sälja sina aktier då huvudägaren säljer sina aktier samt ofta också en skyldighet att överlåta aktierna då man upphör att vara engagerad i bolaget. Samägandet kan ske genom en varierad sammansättning av stamaktier, preferensaktier och/eller aktieägarlån. Härigenom kan huvudägaren och ifrågavarande ledningspersoner erhålla en differentierad riskprofil oaktat att huvudägaren och ledningspersonerna regelmässigt erlägger samma förvärvspris för samma värdepappersslag. Vid en måttlig värdestegring/totalavkastning på det gjorda företagsförvärvet erhåller exempelvis huvudägaren, som satsat en mycket större del av det för förvärvet erforderliga kapitalet, ett relativt sett bättre utfall på grund av innehav av preferensaktier och/eller aktieägarlån. Omvänt gäller då också att om istället värdestegringen/totalavkastningen på det gjorda förvärvet blir större än förväntat kommer ledningens relativa utfall att bli bättre än huvudägarens.

Noterade företag kan möta svårigheter med att genomföra förvärven och samägandet med koncernanställda på liknande sätt som onoterade bolag, framför allt på grund av svårigheten att bedöma vad som i visst fall kan anses vara i överensstämmelse med ”god sed”. Till detta kommer att det för noterade företag som deltar i en av säljaren styrd försäljningsprocess är mycket svårt att inhämta ett stämmogodkännande, innan man vet om man blir den slutlige köparen och till vilka villkor. Varken säljaren eller ledningen i målbolaget är beredda att vara beroende av ett framtida stämmobeslut. Dessa faktorer är exempel på de svårigheter som noterade bolag har att konkurrera med onoterade bolag. Det är därför angeläget att gränserna för god sed klargörs.

Nedan beskrivs olika sätt att genomföra ett företagsförvärv då ett noterat företag önskar ett samägande med målbolagets ledning. Vår bedömning är att Leo-reglerna inte är formellt tillämpliga i dessa fall. Inte heller bör enligt vår mening det i dessa fall anses föreligga någon överträdelse av god sed såsom den kommer till uttryck i nämndens överväganden i AMN 2002:1.

Fall 1: Ett bolag har en huvudägare samt ledningspersoner som minoritetsaktieägare, varefter ett aktiemarknadsbolag förvärvar huvudägarens post och bolaget ifråga blir ett dotterbolag i en noterad koncern. Ledningen kvarstår således som minoritetsaktieägare i ett bolag vilket genom den nye huvudägarens förvärv kommit att ingå i en noterad koncern. Ett aktieägaravtal enligt de principer som beskrivits ovan kan då ha gällt mellan den gamle huvudägaren och ledningen, och avtalet kan fortsätta att gälla även i förhållande till den nye huvudägaren i förändrat eller oförändrat skick.

Fall 2: Ledningen är inte delägare i målbolaget, men ges möjlighet av säljarsidan och köparsidan att från säljaren förvärva en minoritetsandel vid förvärvstillfället. Med andra ord uppträder ledningen som köpare jämsides med en noterad köpare. En skillnad mot Fall 1 är att det erforderliga aktieägaravtalet förhandlas mellan ledningen och den tänkte nye noterade huvudägaren.

Fall 3: Ledningen i målbolaget etablerar ett förvärvsbolag i vilket en tänkt noterad köpare avses bli huvudägare i samband med förvärvet. Förvärvsbolaget förvärvar därefter målbolaget, där ledningen sedan tidigare är anställd. Ifall aktiemarknadsbolaget inträtt som huvudägare i förvärvsbolaget redan före förvärvsbolagets förvärv av målbolaget, kan ledningen och den nye huvudägaren genom företrädesemission tillhandahålla förvärvsbolaget det kapitaltillskott som behövs för betalning av förvärvet. En skillnad mot Fall 2 är således etableringen av ett förvärvsbolag i vilket aktiemarknadsbolaget blir ägare i samband med förvärvet. Aktieägaravtalet torde exempelvis kunna förhandlas och utformas på nästan samma sätt som i Fall 2.

I detta sammanhang skall också erinras att Stockholmsbörsens noteringsavtal, punkten 23, innehåller regler som har samband med Leo-reglerna. Anställdas utköp av dotterbolag och av rörelser föranleder krav på stämmobeslut med enkel majoritet på basis av särskild styrelseredogörelse jämte oberoende värdering/”fairness opinion”. Detta beslutskrav förutsätter, till

skillnad från Leo-reglerna, att överlåtelsen har en inte oväsentlig betydelse för aktiemarknadsbolaget, dvs punkt 23 bygger på en väsentlighetströskel. Denna reglering har sedan ett par år utsträckts till att även omfatta förvärv av egendom *från* personer i Leo-kretsen. Efter förvärv enligt något av Fallen 1 - 3 ovan skulle denna reglering kunna få betydelse, särskilt då en avgående nyckelperson har skyldighet att erbjuda sina aktier till moderbolaget i den koncern där vederbörande är/varit anställd. Stockholmsbörsen har under hand uttalat att de tolkar punkten 23 enligt följande. Överlåtelser från närstående till följd av avtal som ingåtts med personen ifråga innan denne inträtt i den relevanta personkretsen aktualiserar inte börsens krav på stämmogodkännande. Detta uppges gälla även om bolaget här har en viss valmöjlighet, t ex att avstå från förköp, under förutsättning att prissättningen är styrd av det aktieägaravtal som gällt med personen i fråga alltsedan denne inträtt i den relevanta personkretsen.

Undantagsvis kan dock tänkas att ett aktieförvärv från en ledningsperson inte på detta sätt kan ses som ett mekaniskt resultat av ett sedan tidigare ingånget avtal. I sådana situationer torde förvärvets betydelse ofta vara sådan att punkten 23 ändå inte aktualiseras, då den ovan berörda väsentlighetströskeln inte passeras. Beträffande denna väsentlighetströskel har börsen under hand gjort uttalanden till stöd för ett generellt synsätt enligt vilket väsentlighetströskeln skall bedömas utifrån affärens finansiella betydelse för bolaget, dvs effekten på bolagets ställning och resultat. Andra förhållanden såsom vilken typ av "Leo-person" det är som säljer koncernaktierna till aktiemarknadsbolaget, affärens ekonomiska betydelse för exempelvis en anställd aktiesäljare, affärens eventuella "principiella betydelse" i övrigt i ljuset av noteringsavtalets punkt 22 (vilken reglerar den särskilda informationsskyldigheten vid närstående-affärer), osv, torde därmed sakna eller vara av helt underordnad betydelse.

Frågeställningar

1. Krävs vid företagsförvärv i enlighet med något av de tre Fallen ovan ett stämmobeslut för att överträdelse av god sed ej skall föreligga, d v s överträdelse p g a kringgående av Leo-reglerna eller p g a överväganden som kommer till uttryck i AMN 2002:1 i övrigt eller p g a andra överväganden?
2. Antag att ett aktiemarknadsbolag såsom huvudägare i ett dotterbolag, då en koncernanställd minoritetsaktieägare lämnar ett förköpserbjudande eller i övrigt överlåter sina aktier i dotterbolaget enligt ett sedan företagsförvärvet gällande aktieägaravtal, har rätt att antingen förvärva aktierna eller att anvisa annan förvärvare.

Utöver regleringen i noteringsavtalets punkt 23, kan god sed innebära några krav då aktiemarknadsbolaget förvärvar koncernaktier från en koncernanställd eller före detta anställd, eller anvisar annan förvärvare, t ex en nyanställd i dotterbolaget?

ÖVERVÄGANDEN

I 11 – 15 kap. aktiebolagslagen (2005:551) finns bestämmelser om emissioner av aktier och vissa andra finansiella instrument. Bestämmelserna är i allt väsentligt tillämpliga på emissioner i såväl privata som publika aktiebolag och gäller för emissioner i allmänhet. I 16 kap. finns särskilda bestämmelser om bl.a. nyemissioner av aktier i publika aktiebolag och dotterbolag till sådana bolag, som sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och där rätt att teckna i stället tillkommer styrelseledamot, verkställande direktör eller annan anställd, i det emitterande bolaget eller annat företag inom samma koncern. Bestämmelserna gäller också emissioner till vissa dessa närstående personkategorier. För att hindra kringgåenden gäller bestämmelserna också överlåtelser från ett publikt aktiebolag och dotterbolag till sådana bolag, om överlåtelser avser aktier som har getts ut av ett bolag inom samma koncern.

Regleringen i 16 kap., som bl.a. innehåller strängare beslutsregler än för emissioner i allmänhet, går tillbaka på den tidigare gällande lagen om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. som infördes år 1987. Lagen, som kom att kallas Leo-lagen, syftade till att komma till rätta med visst missbruk av riktade emissioner. Vid tillkomsten av den nya aktiebolagslagen togs reglerna i huvudsak oförändrade in i den nya lagen medan Leo-lagen upphävdes.

I förarbetena till Leo-lagen uppmärksammade föredragande statsrådet särskilt risken för kringgåendetransaktioner. I detta avseende anfördes bl.a. följande (prop. 1986/87:76 s. 26):

”Det torde inte vara möjligt att utforma de nya lagreglerna på ett sådant sätt att de på en gång utesluter varje möjlighet till kringgående och lämnar erforderligt utrymme för affärsmässigt motiverade transaktioner. Antas en lagstiftning efter det linjer som jag här kommer att föreslå torde dock uppenbara fall av kringgående få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordning.”

I praktiken har det sedan dess ankommit på Aktiemarknadsnämnden att pröva frågor om kringgåenden av Leo-lagen.

I initiativuttalandet AMN 2002:01 (plenum) behandlade nämnden olika slag av s.k. incitamentsprogram för bl.a. ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag och dotterbolag till sådana bolag. Uttalandet kompletterar i stor utsträckning Leo-reglerna. I uttalandet slås också fast att uppenbara kringgåenden av Leo-lagens beslutsregler generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden.

Företagsförvärv i enlighet med något av de tre fall som skisseras i framställningen aktualiserar inte en tillämpning av 16 kap. aktiebolagslagen. Enligt nämndens mening kan inte heller syftena bakom regleringen anses påkalla en sådan tillämpning i dessa eller liknande fall. Företagsledningen i målbolaget står nämligen inte i någon sådan relation till den eventuellt nya huvudägaren och har inte heller något sådant inflytande över dess beslutsfattande som strider mot de avsikter som bär upp Leo-reglerna. Med den givna förutsättningen att ledningen skall investera till samma pris som och utan andra garantier eller löften än den nye huvudägaren kan den aktuella transaktionen inte heller av andra skäl anses strida mot god sed. Fråga 1 besvaras därför nekande.

Den i Fråga 2 aktualiserade problematiken där ett aktiemarknadsbolag förvärvar aktier i dotterbolag från en befattningshavare i bolaget har vid flera tillfällen varit föremål för behandling i nämnden (se bl.a. AMN 2002:6). De krav som nämnden därvid ansett bör ställas på bl.a. beslutsordningen vid sådana förvärv kommer numera till uttryck i Stockholmsbörsens noteringsavtal punkt 23. Det finns enligt nämndens mening normalt inte anledning att från synpunk

ten av god sed på aktiemarknaden gå längre än vad som följer av denna punkt. Fråga 2 besvaras därför nekande.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordf), Bo Svensson (vice ordf), Jan-Mikael Bexhed, Thomas Ehlin och Tom Hård.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog