

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:21

2010-06-01

UTTALANDE

Aktiemarknadsnämnden finner att aktieöverlåtelser på det sätt som anges i framställningen inte är förenliga med god sed på aktiemarknaden. Däremot skulle en riktad emission av aktier i enlighet med vad som skisseras i framställningen under vissa förutsättningar inte strida mot god sed.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 19 maj 2010 en framställning från Advokatfirman Vinge KB. Framställningen rör frågan om vissa överlåtelser av aktier i ett bolag som samägs av ett aktiemarknadsbolag och s.k. nyckelpersoner i ett dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget är förenliga med god sed på aktiemarknaden.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

Bakgrund

Advokatfirman Vinge ("Vinge") lämnar regelmässigt råd till såväl s. k. private equity-bolag som aktiemarknadsbolag (nedan, i den aktuella situationen, "Aktiemarknadsbolag") avseende exempelvis sådana bolags förvärv, och i vissa fall samägande tillsammans med, nyckelpersoner som är anställda eller uppdragstagare i det förvärvade bolaget och dess dotterbolag (nedan, i den aktuella situationen, "Nyckelpersoner"). Vad gäller Aktiemarknadsbolag aktualiseras därvid de s. k. Leo-reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen. Det råder sällan oklarhet huruvida en viss transaktion enligt dessa regler för sin giltighet förutsätter eller inte förutsätter stäm-

godkännande med 90 % för ett inblandat Aktiemarknadsbolag. Det är däremot svårare att avgöra vad som kan anses riskera att utgöra ett kringgående som strider mot god sed. Av den anledningen har Vinge tidigare ställt frågor till Aktiemarknadsnämnden ("AMN") som resulterade i AMN:s uttalande 2007:07.

I framställningen till AMN beskrev Vinge tre typfall för hur ett Aktiemarknadsbolag och Nyckelpersoner tillsammans kan tänkas förvärva ett bolag (nedan "Målbolaget") (dvs. Målbolaget, som i normala fall är onoterat, blir typiskt sett ett onoterat dotterföretag till Aktiemarknadsbolaget), äga detta tillsammans med Nyckelpersonerna och låta vissa aspekter av ägandet (t. ex. förköp vid överlåtelse) regleras av ett aktieägaravtal. Vinge ställde frågor avseende de krav som uppställs utifrån synpunkten av god sed (i) vid förvärvet av Målbolaget och det i samband därmed upprättade samägandet med Nyckelpersoner samt (ii) vid tillämpning av förköpsbestämmelser eller andra i aktieägaravtalet förutsedda överlåtelser av aktier i Målbolaget ifråga. I övrigt hänvisas till framställningen i AMN 2007:07.

Det är enligt Vinges erfarenhet vanligt att man redan från början har en klar uppfattning om lämplig ägarstruktur, särskilt hur stor del av aktierna i Målbolaget som Aktiemarknadsbolaget respektive minoritetsägargrupperingen (dvs. den initiala gruppen Nyckelpersoner) bör äga, samtidigt som inte alla Nyckelpersoner kan identifieras redan vid förvärvstillfället (exempelvis för att nyrekryteringar är pågående eller avses ske). I situationer där huvudägaren är ett private equity-bolag eller annat onoterat bolag innebär detta inga särskilda problem; sådana Nyckelpersoner som kan identifieras redan vid förvärvstillfället gör sin investering i bolaget i nära anslutning till förvärvet (om de inte redan är ägare sedan tidigare), medan nytilkommande Nyckelpersoner investerar genom nyemissioner som sker vid senare tillfällen eller genom att huvudägaren och/eller befintliga Nyckelpersoner överlåter befintliga aktier till dessa personer. Nyckelpersonens investering sker typiskt sett till vid var tid rådande marknadsvärde.

Inte sällan investerar Nyckelpersoner i bolag med tydlig huvudägare (såsom private equity-bolag) inte direkt i Målbolaget utan indirekt via ett "poolingbolag" som ägs av ledningen, ofta tillsammans med huvudägaren (nedan "Poolingbolag"). En förklaring till användningen av Poolingbolag är att det, särskilt om det är ett stort antal Nyckelpersoner som investerar, kan underlätta en försäljning eller annan strukturaffär avseende Målbolaget att det bara finns två aktieägare (dvs. huvudägaren och Poolingbolaget). Ägarproportionerna i sådana Poolingbolag

varierar och man ser allt från att de helt och hållet kontrolleras av huvudägaren till att huvudägaren endast har en minoritetspost, eventuellt med rätt till styrelserepresentation för att säkerställa insyn eller t. o. m. rätt till styrelseplats utan eget ägande i Poolingbolaget. I de senare fallen utgör Poolingbolaget således inte ett dotterföretag till huvudägaren.

Förevarande framställan bygger bl a på att modellen med Poolingbolag, som inte i sig utgör dotterföretag till huvudägaren, skulle tillämpas även av Aktiemarknadsbolag. När Poolingbolaget inte är ett dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget träffas överlåtelse av aktier i Poolingbolaget till Nyckelpersoner inte av Leo-reglerna. Detta gäller oavsett om de Poolingbolagsaktier som därvid överläts har återköpts från Nyckelpersoner tidigare enligt förköpsbestämmelser eller liknande i aktieägaravtal, eller om det rör sig om överlåtelse av aktier i Poolingbolaget som redan från början har ägts av huvudägaren. (Inte heller omfattas en emission som ett sådant Poolingbolag riktar till Nyckelpersonerna av Leo-reglerna.) Den centrala frågeställningen blir därmed i vilken mån den ovan beskrivna Poolingbolagsstrukturen kan riskera att betraktas som ett kringgående av Leo-reglerna och strider mot god sed, och förevarande framställan kan därmed också ses som att ett fjärde typfall skulle komplettera uttalandet AMN 2007:07.

Problemet

Vad gäller Aktiemarknadsbolag som huvudägare ska först erinras att ett dotterföretag till ett Aktiemarknadsbolag enligt Leo-reglerna endast kan genomföra riktade nyemissioner till Nyckelpersoner i dotterföretaget om detta godkänns med särskilt kvalificerad majoritet av bolagsstämman i både dotterföretaget och Aktiemarknadsbolaget, och att samma krav gäller för Aktiemarknadsbolagets överlåtelse av aktier i dotterföretaget till Nyckelpersoner i dotterföretaget.

Leo-reglerna, och än mer osäkerheten kring vilka strukturalternativ som god sed förhindrar i sammanhanget, får till följd att Aktiemarknadsbolag och berörda Nyckelpersoner i samband med auktionsprocesser avseende förvärv av Målbolag har svårt att kommunicera planer, och än mindre ingå avtal, avseende deras respektive investeringar i Målbolaget utöver vad som kan fastställas redan vid förvärvstidpunkten. Att Nyckelpersoner ofta spelar en central roll i sådana auktionsprocesser gör att Aktiemarknadsbolagets konkurrensnackdel i förhållande till icke noterade intressenter förstärks ytterligare. För att minska denna konkurrensnackdel skulle

köparna ifråga, dvs. Aktiemarknadsbolaget och initiala Nyckelpersoner (jämte eventuella andra minoritetsaktieägare), gemensamt behöva tillskapa en ”tilldelningsbuffert” av aktier, dvs. en buffert som utan hinder vare sig av Leo-regler eller god sed kan förvärfvas av Nyckelpersoner *efter* det att Målbolaget har blivit ett dotterföretag till Aktiemarknadsbolaget.

Lösningförslag

Man skulle kunna tänka sig att ett Aktiemarknadsbolag och Nyckelpersoner etablerar ett samägande i ett Målbolag i samband med att detta bolag blir ett dotterföretag till Aktiemarknadsbolaget enligt de principer som framgår av AMN 2007:07. Nyckelpersonerna investerar dock inte direkt i Målbolaget utan indirekt via ett Poolingbolag i vilket Aktiemarknadsbolaget visserligen äger aktier, men inte i sådan utsträckning att Poolingbolaget blir ett dotterföretag till Aktiemarknadsbolaget. Resterande aktier i Poolingbolaget ägs av de Nyckelpersoner som har identifierats redan vid denna tidpunkt. Detta förfarande framstår som helt och hållet förenligt med de principer som framgår av AMN 2007:07.

I samband med förvärvet av Målbolaget och etableringen av samägandet via Poolingbolaget kommunicerar Aktiemarknadsbolaget att Aktiemarknadsbolagets aktier i Poolingbolaget helt eller delvis är reserverade – tillsammans med aktier i Poolingbolaget som kan komma att förvärfvas från Nyckelpersoner i framtiden enligt exempelvis förköpsbestämmelser i aktieägaravtal – för framtida överlåtelse till Nyckelpersoner till marknadspris. Sådana överlåtelser sker sedan utan bolagsstämmobeslut i Aktiemarknadsbolaget, allteftersom det bedöms lämpligt upp till den maxgräns som har kommunicerats. Ett sådant förfarande kräver inget särskilt majoritetsbeslut enligt Leo-reglerna. På grund av att ”tilldelningsbuffertens” storlek naturligen blir modest, kan här ofta antas att sådana försäljningar av Poolingbolags-aktier inte skulle föranleda krav på oberoende värdering och stämmobeslut enligt börsens regelverk härom (se p. 4.1, nedan ”Börsregeln”, samt fråga 2 i AMN 2007:07), men skulle så ändå bedömas bli fallet (i så fall analogt eftersom Börsregeln inte enligt sin ordalydelse är tillämplig på *utköp* av annat än dotterföretagsaktier och rörelse) i en viss situation där transaktionen inte kan sägas vara ”oväsentlig” i Börsregelns mening, bör givetvis Aktiemarknadsbolaget efterkomma sådana krav på oberoende värdering och stämmobeslut med enkel majoritet.

Eftersom ”tilldelningsbufferten” tillskapas och kommuniceras till marknaden samtidigt som själva huvudägarens/Aktiemarknadsbolagets förvärv av majoritetsposten i Målbolaget sker,

kan aktieägarna i Aktiemarknadsbolaget inte ha någon berättigad förväntan på att Poolingbolags-aktier i tilldelningsbufferten ingår i Aktiemarknadsbolagets egentliga investering i Målbolaget ifråga.

Frågeställning

Är det förenligt med god sed att ett Aktiemarknadsbolag, efter etablering av en samägandestruktur enligt principerna i AMN 2007:07, men där Nyckelpersonernas investering i stället kanaliseras via ett Poolingbolag som inte utgör dotterföretag till Aktiemarknadsbolaget, *utan* bolagsstämmobeslut i Aktiemarknadsbolaget (dvs. i den mån som stämmobeslut inte är påkallat på grund av Börsregeln), *överlåter* aktier i Poolingbolaget motsvarande den kommunicerade tilldelningsbufferten enligt vad som angivits ovan som lösningsförslag till nytillkommande Nyckelpersoner och/eller Nyckelpersoner som vill öka sin investering i bolaget? Spelar det någon roll om det, som ett alternativ till överlåtelse från Aktiemarknadsbolaget, i stället skulle vara Poolingbolaget som med Aktiemarknadsbolagets stöd på stämma *riktar emission* av nya aktier i Poolingbolaget till Nyckelpersoner?

ÖVERVÄGANDEN

I 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551) 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 tillämpningsområdet

för Leo-lagen begränsades till vissa försäkringsaktiebolag.

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-bestämmelserna. I initiativuttalandet AMN 2002:01 (plenium) slås fast att uppenbara kringgåenden av Leo-bestämmelsernas beslutsregler generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden.

Överlåtelser av aktier i den situation som beskrivs i den nu aktuella framställningen, dvs. överlåtelse av aktier i det s.k. Poolingbolaget, som inte är ett dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget, faller inte bokstavligen under tillämpningsområdet för bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen. I den situationen att Poolingbolaget är ett holdingbolag som inte har några andra väsentliga tillgångar än aktierna i målbolaget ligger det dock nära till hands att betrakta överlåtelser av aktier i Poolingbolaget på samma sätt som överlåtelser av aktier i målbolaget, och det kan därför inte uteslutas att en domstol skulle betrakta Leo-bestämmelserna som analogt tillämpliga. Överlåtelse av aktier i målbolaget, som är dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget, till s.k. nyckelpersoner i dotterbolaget kräver att reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen följs. En överlåtelse som i stället avser aktier i Poolingbolaget är enligt nämndens mening närmast att uppfatta som ett kringgående av Leo-reglerna och därmed inte förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Frågan är då om det förhållandet att det tillskapas en s.k. tilldelningsbuffert på det som sätt som anges i framställningen och att denna kommuniceras med marknaden i samband med förvärvet av majoriteten av aktierna i målbolaget innebär att förfarandet är förenligt med god sed. Enligt nämndens mening kan sådan information ha ett visst värde för befintliga aktieägare i Aktiemarknadsbolaget. Överlåtelserna av aktierna i Poolingbolaget kan emellertid komma

att ske när nya aktieägare har tillkommit, som inte har haft samma anledning att uppmärksamma informationen från Aktiemarknadsbolaget. Dessa aktieägare har befogad anledning att förvänta sig att Leo-bestämmelserna inte kringgås. Till detta kommer att det som förut har sagts inte kan uteslutas att en domstol skulle betrakta Leo-bestämmelserna som analogt tillämpliga i den aktuella situationen. Även med förståelse för det praktiska behov som ligger till grund för framställningen måste Aktiemarknadsnämnden konstatera att det beskrivna förfarandet inte kan anses förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Ytterligare har ställts frågan om Poolingbolaget i stället, efter beslut av bolagsstämma i det bolaget, skulle kunna rikta en emission av aktier i Poolingbolaget till nyckelpersonerna. Förutsättningen är här att Aktiemarknadsbolaget inte innehar mer än hälften av rösterna i Poolingbolaget. Aktiemarknadsnämnden vill påpeka att Poolingbolaget enligt 1 kap 11 § aktiebolagslagen kan vara dotterbolag till Aktiemarknadsbolaget även om det bolaget inte innehar mer än hälften av aktierna, men nämnden utgår från att några sådana förhållanden inte kommer att föreligga i det aktuella fallet. Reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen skulle då inte vara tillämpliga på en transaktion från Poolingbolagets sida. Aktiemarknadsnämnden har emellertid vid flera tillfällen gett uttryck för uppfattningen att beslutsform och information från synpunkten av god sed bör följa Leo-bestämmelserna även i fall då det berörda bolaget inte är dotterbolag utan intressebolag men det likväl med hänsyn till ägarandelen, inflytandet och andra omständigheter framstår som sakligt motiverat att behandla intressebolaget som dotterbolag (se bl.a. AMN 1990:8, 1990:9, 1997:1 och 2010:10; sistnämnda uttalande ej offentliggjort).

Mot den angivna bakgrunden är det svårt för nämnden att lämna ett generellt svar på den ställda frågan utan anknytning till ett särskilt fall. Allmänt kan dock konstateras att, under förutsättning att Aktiemarknadsbolagets ägarandel i Poolingbolaget betydligt understiger hälften och det inte heller finns några avtal, något förbehåll i bolagsordningen eller andra omständigheter som tillförsäkrar Aktiemarknadsbolaget ett avgörande inflytande i Poolingbolaget, en sådan riktad emission som skisserats enligt Aktiemarknadsnämndens mening normalt inte skulle komma i konflikt med god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Jan-Mikael Bexhed,

Ossian Ekdahl, Johan Flodström, Annika von Haartman, Eva Hägg och Arne Karlsson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Ragnar Boman