

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:34

2010-10-11

UTTALANDE

Aktiemarknadsnämnden finner, från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, att de förfaranden som omfattas av hemställan i framställningen kan genomföras utan analog tillämpning av reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 28 september 2010 en framställning från Advokatfirman Vinge KB. Framställningen rör god sed på aktiemarknaden vid vissa förfaranden som involverar personer som omfattas av de s.k. Leo-bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551, "ABL").

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

Advokatfirman Vinge ("Vinge") lämnar regelmässigt råd till aktiemarknadsbolag avseende sådana bolags medverkan till att nyckelpersoner som är anställda eller uppdragstagare ("Nyckelpersoner") erbjuds möjlighet att investera i aktiemarknadsbolaget eller dess dotterföretag. De så kallade Leo-reglerna i 16 kap. ABL sätter gränsen för vad som är legalt möjligt och ger en någorlunda tydlig yttre ram. De ytterligare begränsningar som god sed medför är emellertid svårare att precisera. Av den anledningen har Vinge tidigare ställt frågor till Aktiemarknadsnämnden som resulterade i uttalanden AMN 2007:07 och 2010:21.

Aktiemarknadsnämnden konstaterade i AMN 2010:21 att en emission riktad till Nyckelpersoner som är anställda eller uppdragstagare i ett av ett aktiemarknadsbolag förvärvat bolag eller

dess dotterbolag, vilken inte beslutats i enlighet med reglerna i 16 kap. ABL, normalt inte skulle komma i konflikt med god sed på aktiemarknaden under förutsättning att aktiemarknadsbolagets ägarandel i det emitterande bolaget betydligt understiger hälften och att det heller inte finns några avtal, förbehåll i bolagsordningen eller andra omständigheter som tillförsäkrar aktiemarknadsbolaget ett avgörande inflytande i bolaget.

Vidare har Aktiemarknadsnämnden i principuttalandet AMN 2002:1 uttalat att beslut om incitamentsprogram, som inte kan leda till någon utspädning av aktieägandet utan enbart medför kostnader (vari innefattas såväl fasta som rörliga) för aktiemarknadsbolaget, i ett god sed-perspektiv kan fattas av styrelsen såvida programmet inte är mycket stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för aktiemarknadsbolaget och av den anledningen bör fattas av bolagsstämman.

Som framhölls i den framställning som föranledde uttalandet AMN 2010:21 får osäkerheten kring vilka strukturalternativ som god sed medger till följd att aktiemarknadsbolag och berörda Nyckelpersoner i samband med auktionsprocesser avseende förvärv av bolag (nedan ”Målbolag”) har svårt att kommunicera planer, och än mindre ingå avtal, avseende deras respektive investeringar i ett Målbolag utöver vad som kan fastställas redan vid förvärvstidpunkten i enlighet med AMN 2007:07. Att Nyckelpersoner ofta spelar en central roll i sådana auktionsprocesser gör att aktiemarknadsbolags konkurrensnackdel i förhållande till icke noterade intressenter förstärks. För att minska denna konkurrensnackdel skulle aktiemarknadsbolag behöva kunna skapa en ”tilldelningsbuffert” av aktier, dvs. en buffert som utan hinder av Leo-regler eller god sed kan förvärfvas av Nyckelpersoner efter att ett Målbolag har blivit ett dotterföretag till aktiemarknadsbolaget. Alternativt skulle en annan lösning som ger Nyckelpersoner liknande ekonomiska incitament behöva tas fram.

Aktiemarknadsbolag måste förstås svara för att ett valt förfarande är förenligt med Leo-reglerna och övrig lag. Med denna utgångspunkt och mot bakgrund av AMN 2007:07 och 2010:21 har två principiella alternativ tagits fram för att möjliggöra för ett aktiemarknadsbolag att löpande erbjuda Nyckelpersoner att ta del av värdeutvecklingen i ett dotterföretag utan att detta enligt 16 kap. ABL kräver godkännande på bolagsstämma.

Alternativ 1

Efter det att ett Målbolag har blivit dotterföretag till aktiemarknadsbolaget emitterar Målbolaget, eller ett annat koncernbolag till aktiemarknadsbolaget, ett låneinstrument till Nyckelpersoner (alternativt till ett koncernbolag för vidareöverlåtelse till Nyckelpersoner). Instrumentet är så konstruerat att storleken på det återbetalningspliktiga beloppet och/eller räntan är beroende av värdet på Målbolagets, eller ett annat koncernbolags, aktier. Oavsett om låneinstrumenten emitteras av Målbolaget eller ett annat koncernbolag, kan Aktiemarknadsnämnden förutsätta att lånen inte är sådana att de faller in under bestämmelserna om vissa lån i 11 kap. aktiebolagslagen och inte heller är sådana att de kan förväntas få väsentlig betydelse för aktiemarknadsbolaget i den mening som avses i AMN 2002:1, punkt 3.

Alternativ 2

Före det att ett Målbolag har blivit dotterföretag till aktiemarknadsbolaget lämnar aktiemarknadsbolaget ett långfristigt lån till ett fristående bolag för förvärv av en minoritetspost aktier i Målbolaget samtidigt som aktiemarknadsbolaget förvärvar majoritetsposten. Avsikten är att aktier i det fristående bolaget därefter emitteras till Nyckelpersoner, alternativt att det fristående bolaget överlåter aktier i Målbolaget till Nyckelpersoner.

Aktiemarknadsbolaget har inte något avgörande inflytande över vilka beslut som fattas i det fristående bolaget, men har säkerhet för sitt lån genom pant i aktierna i Målbolaget. Såvitt avser det föregående kan följande förutsättas:

(i) Aktiemarknadsbolaget äger inga aktier, teckningsoptioner eller konvertibler i det fristående bolaget och har heller inte genom bolagsordningsbestämmelse rätt att utse någon styrelseledamot eller i övrigt diktera eller förhindra några bolagsbeslut.

(ii) Aktiemarknadsbolaget har inte genom avtal, bolagsordningsförbehåll eller liknande något inflytande över vilka beslut som det fristående bolaget fattar.

(iii) Det fristående bolaget ingår på samma villkor som övriga minoritetsaktieägare i Målbolaget aktieägaravtal med aktiemarknadsbolaget. Aktieägaravtalet reglerar enbart aktieägandet i Målbolaget och innehåller inga bestämmelser avseende beslutsfattande i det fristående bola-

get. Aktieägaravtalet ger det fristående bolaget så kallade tag-along rättigheter och aktiemarknadsbolaget motsvarande så kallade drag-along rättigheter samt ger aktiemarknadsbolaget förköpsrätt vid en försäljning av aktier i Målbolaget. Bestämmelsen om förköpsrätt säkerställs genom en hembudsbestämmelse i Målbolagets bolagsordning.

(iv) Aktiemarknadsbolaget har säkerhet för sitt lån genom pant i det fristående bolagets aktier i Målbolaget. Lånet, vars återbetalningsbelopp speglar värdet och ränta utdelningen på aktierna i Målbolaget, är i övrigt upptaget på sedvanliga villkor. Aktiemarknadsbolaget kan kräva förtida återbetalning i den utsträckning det fristående bolaget avyttrar aktier i Målbolaget samt för det fall nya personer inträder som aktieägare i det fristående bolaget.

(v) Samtliga aktier i det fristående bolaget ägs av ledande befattningshavare i Målbolaget. Aktiemarknadsbolagets lån lämnas dock i sådan tid att det inte strider mot de så kallade låneförbudsreglerna i 21 kap. ABL.

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställs att nämnden prövar huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att, på de förutsättningar som anges i Alternativ 1 ovan, ett dotterföretag till ett aktiemarknadsbolag med tillämpning av AMN 2002:1, punkt 3, emitterar eller överlåter lån som inte utgör sådana lån som avses i 11 kap. ABL men vars återbetalning eller ränta är beroende av Målbolagets finansiella ställning eller värde till Nyckelpersoner, dvs. utan stämmobeslut i aktiemarknadsbolaget.

Vidare hemställs att nämnden prövar huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att, på de förutsättningar som anges i Alternativ 2 ovan, ett aktiemarknadsbolag finansierar och i övrigt medverkar till att ett fristående bolag etableras vilket bolag förvärvar aktier i ett Målbolag och där Målbolaget därefter blir dotterföretag till aktiemarknadsbolaget och att det fristående bolaget sedermera utan tillämpning av Leo-reglerna överlåter aktier i dotterföretaget till Nyckelpersoner.

ÖVERVÄGANDEN

I 16 kap. ABL 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 de 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 (plenum) slås fast att uppenbara kringgåenden av Leo-bestämmelsernas beslutsregler generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden har vid flera tillfällen gett uttryck för uppfattningen att god sed på aktiemarknaden kräver att beslutsform och information följer Leo-bestämmelserna, även då dessa bestämmelser inte är direkt tillämpliga. I de fallen har det exempelvis handlat om att 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). I linje härmed fann Aktiemarknadsnämnden i AMN 2010:21 att

ett särskilt tillskapat bolag som äger aktier i ett dotterbolag till ett aktiemarknadsbolag under vissa förutsättningar normalt skulle kunna genomföra en sedvanlig riktad emission, dvs. utan tillämpning av Leo-bestämmelserna, till Nyckelpersoner som är anställda eller uppdragstagare i dotterbolaget utan att det skulle komma i konflikt med god sed på aktiemarknaden. Dessa förutsättningar är att aktiemarknadsbolagets ägarandel i det emitterande bolaget betydligt understiger hälften och det inte heller finns några avtal, något förbehåll i bolagsordningen eller andra omständigheter som tillförsäkrar aktiemarknadsbolaget ett avgörande inflytande i det emitterande bolaget.

Att ett dotterbolag eller ett annat bolag i samma koncern som ett aktiemarknadsbolag till Nyckelpersoner emitterar sådana låneinstrument som beskrivs i *alternativ 1* i den nu aktuella framställningen faller inte under tillämpningsområdet för bestämmelserna i 16 kap. ABL. I linje med Aktiemarknadsnämndens tidigare praxis (bl.a. AMN 2002:01) påkallar inte heller god sed på aktiemarknaden en analog tillämpning av de bestämmelserna. Aktiemarknadsnämnden utgår från att Nyckelpersonerna inte tillhör ledningen i aktiemarknadsbolaget (jfr punkten 9.7 i Svensk kod för bolagsstyrning).

Leo-bestämmelserna kan inte anses tillämpliga på sådan överlåtelse av aktier i ett dotterbolag till ett aktiemarknadsbolag som beskrivs i *alternativ 2* i framställningen. Aktierna ska enligt framställningen överlåtas till Nyckelpersonerna av ett bolag i vilket aktiemarknadsbolaget inte äger några aktier eller annars har något sådant inflytande som är av betydelse i detta sammanhang. Inte heller övriga omständigheter innebär enligt nämndens mening att en analog tillämpning av Leo-bestämmelserna är motiverad från synpunkten av god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Thomas Ehlin, Ossian Ekdahl och Arne Karlsson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog