

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:25

2015-09-02

UTTALANDE

Aktiemarknadsnämnden finner att den i framställningen beskrivna saminvesteringen kan genomföras utan tillämpning av den s.k. Leo-regleringen.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 28 augusti 2015 en framställning från Gernandt & Danielsson Advokatbyrå KB på uppdrag av Volati AB. Framställningen rör tillämpning av de s.k. Leo-reglerna inom ramen för god sed på aktiemarknaden.

FRAMSTÄLLNING

Volati är ett svenskt aktiebolag vars preferensaktier sedan juni 2015 är noterade på Nasdaq First North. Volatis grundare Karl Perlhagen och Patrik Wahlén äger tillsammans samtliga stamaktier (samt ett mindre antal preferensaktier) i Volati, vilka representerar 97,7 procent av samtliga aktier och 99,8 procent av rösterna i bolaget. Resterande 2,3 procent av aktierna och 0,2 procent av rösterna ligger hos Volatis cirka 3 400 preferensaktieägare.

Volatis preferensaktie är till sin natur ett skulldliknande instrument av den typ som blivit vanlig under de senaste åren, med villkor som påminner om en obligation med fasta kvartalsvisa

räntekuponger (preferensutdelning), men i övrigt inte någon rätt till bolagets vinst, se [bilaga](#) för Volatis bolagsordning med de aktuella preferensaktievillkoren (*utesluten här*). Preferensaktieägarna saknar också på grund av sin minimila röstandel i bolaget i praktiken allt inflytande över bolagets styrning och förvaltning, vilket också framgick av prospektet vid emissionen av preferensaktierna och är sedvanligt vid emission av preferensaktier med skuldliknande inslag.

Volati är en industriell investerare som vidareutvecklar företag. I denna roll är Volati moderbolag i en koncern vars verksamhet är uppdelad i 8 huvudsakliga dotterkoncerner, och som totalt består av närmare 70, direkt eller indirekt, hel- eller delägda dotterbolag. Dotterkoncernerna drivs under separata varumärken och är verksamma inom olika branscher. Dessa är Besikta Bilprovning, Corroventa, Ettikettoprintcom, Kellfri, me&i, NaturaMed Pharma, Tornum och Lomond.

I 6 av dessa 8 dotterkoncerner finns det idag minoritetsägare. I Ettikettoprintcom äger dotterkoncernens VD 4 procent av aktierna, i Kellfri äger dotterkoncernens VD 5 procent av aktierna, i me&i äger de tidigare ägarna (vilka fortfarande är aktiva i dotterkoncernens verksamhet) 40 procent av aktierna, i NaturaMed Pharma äger dotterkoncernens ledning 5 procent av aktierna och en extern styrelseledamot i dotterkoncernen äger 2,5 procent av aktierna, i Tornum äger dotterkoncernens VD 4 procent av aktierna och i Lomond äger dotterkoncernens ledning 8 procent av aktierna och dotterkoncernens tidigare ägare tillika befintlig styrelseledamot äger 18 procent av aktierna.

Minoritetsägandet är att betrakta som en saminvestering som motiveras med hänvisning till den s.k. pilotskolan. Samtliga befintliga saminvesteringar, med undantag för Lomond, har tillkommit i tiden före det att Volatis preferensaktie noterades. Det befintliga minoritetsägandet i dotterkoncernerna illustrerar att det är en del av Volatis affärsmodell att genom saminvesteringar skapa ett gemensamt intresse mellan ägaren ó Volati ó och berörda nyckelpersoner inom dotterkoncernerna.

Det är därför Volatis ambition att utöka denna saminvesteringsmodell till att omfatta fler dotterkoncerner, dels i samband med förvärv av nya dotterkoncerner, dels även eventuellt utvidga omfattningen av saminvesteringar i de befintliga dotterkoncernerna.

En del i utformningen av saminvesteringarna är att målbolagets (dvs. det ägarbolag som saminvesteringen sker i) *egna kapital* anpassats i förhållande till (1) den tilltänkta ägarandelen och (2) den tilltänkta kapitalinsatsen. Anledningen är att både ägarandelen och kapitalinsatsen, i varje saminvestering, är givna parametrar som beslutas/förhandlas i samråd med saminvesteraren. Volati och saminvesteraren kommer överens om hur stor aktieandel saminvesteraren ska äga och hur stor kapitalinsats saminvesteraren ska göra, varefter målbolagets egna kapital anpassas i nödvändig omfattning. Eftersom målbolagets tillgångssida är bestämd (baserat på värdet av den underliggande verksamheten), innebär detta i praktiken att målbolagets skulder anpassas i nödvändig omfattning. Ett exempel (enbart för illustrativt syfte): ett målbolag har 100 000 kr i tillgångar (marknadsvärde på tillgångar som målbolaget äger) och 0 kronor i skulder. En saminvesterare ska äga 10 procent av aktierna och gå in med 5 000 kronor i kapitalinsats (genom en kombination av nyemission och ovillkorat aktieägartillskott). För att målbolagets egna kapital ska matcha saminvesteringen utökas målbolagets belåning med 50 000 kronor, varefter saminvesterarens andel av målbolagets egna kapital uppgår till 5 000 kronor vilket motsvarar dennes kapitalinsats. Historiskt har Volati hanterat detta genom att antingen anpassa balansräkningen i befintligt ägarbolag varefter detta bolag har blivit målbolag för saminvesteringen eller genom att starta ett nytt holdingbolag till den aktuella dotterkoncernen i vilket holdingbolag balansräkningen har anpassats såsom krävts, varvid holdingbolaget därefter blivit målbolag.

Volatis erfarenhet är att det senare förfarandet ó att starta ett nytt målbolag ó är att föredra såväl praktiskt som bokföringsmässigt. Det stärker också Volatis ambition att nyckelpersonen ska uppfatta arrangemanget som en saminvestering snarare än ett inköp.

Utmärkande för de personer som är, och som kan komma ifråga att bli, minoritetsägare i dotterkoncernerna är att de ó i förhållande till Volati ó ingår i den personkrets som anges i bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen (öLeo-reglernaö). I det fall Volati önskar genomföra en saminvestering, genom försäljning av befintliga eller emission av nya aktier, i en befintlig dotterkoncern till en person som omfattas av Leo-reglerna skulle, enligt aktiebolagslagen, en bolagsstämma i Volati behöva sammankallas. Att sammankalla en bolagsstämma i ett noterat bolag är en relativt tidskrävande och kostsam process. Samtidigt omfattar de tilltänkta saminvesteringarna ringa belopp sett både till koncernens balansomslutning och börsvärde. Dessutom bedömer Volati det som väsentligt att ha flexibilitet i timingen när saminvesteringar ska erbjudas och genomföras. Sådan flexibilitet, vilket gentemot saminvesteraren kan ses som en

förhandlingsfråga, går förlorad om ett saminvesteringsförslag till en lämplig befattningshavare måste föregås av ett bolagsstämmobeslut.

Därtill är som framgått av ovan Volati en koncern som kontrolleras av Karl Perlhagen och Patrik Wahlén. Dessa båda är dessutom styrelseledamöter i Volati. Saminvesteringar föregås av styrelsebeslut i Volati och om Karl Perlhagen och Patrik Wahlén ställer sig bakom saminvesteringen står det redan därvid klart att 99,8 procent av rösterna i Volati kommer att rösta för beslutet om saminvestering, om frågan skulle behöva tas upp vid en eventuell bolagsstämma.

Volati överväger nu en saminvestering i dotterkoncernen Corroventa. Tanken är att VD:n ska äga 4 procent av aktierna och göra en kapitalinsats om 500 000 kronor. Detta innebär att det egna kapitalet i målbolaget ska vara 12,5 milj. kr ($500\,000/4 \cdot 100$). Volati överväger därför ett sedvanligt transaktionsupplägg som möjliggör en överlåtelse till en saminvesterare, som visserligen omfattas av Leo-reglernas personkrets, men utan att Leoreglerna blir tillämpliga:

1. Saminvesteraren och Volati (direkt eller indirekt) stiftar ett gemensamt bolag (öCorroventa HoldCoö), där Volati äger 96 procent och saminvesteraren äger 4 procent (saminvesteraren har således inte ett bestämmande inflytande enligt 16 kap. 2 § 2 (f) aktiebolagslagen).
2. Saminvesteraren och Volati kapitaliserar upp Corroventa HoldCo genom aktieägartillskott, varvid Volati tillför 12 milj. kr och saminvesteraren tillför 500 000 kr.
3. Corroventa HoldCo tar upp belåning, baserat på det egna kapitalet, om cirka 232,5 milj. kr.
4. Corroventa HoldCo köper dotterkoncernen Corroventa (nuvarande holdingbolaget Volati Luftbehandling AB) för dess marknadsvärde om 245 milj. kr.

En saminvestering med ett transaktionsupplägg enligt ovan träffas inte av Leo-reglerna och skulle således inte heller behöva godkännas av bolagsstämman i Volati.

Det kan vidare noteras att saminvesteraren ifråga inte har något inflytande över Volatis beslut att sälja Volati Luftbehandling AB till Corroventa HoldCo. Det är Volatis bedömning att de andelar av transaktionerna ovan, som *inte* är att betrakta som koncerninterna, är av oväsentlig betydelse för koncernen. För tydlighets skull, denna bedömning inbegriper även saminvesterarens fulla andel av marknadsvärdet (i steg 4), som alltså ó utan att beakta korresponderande

skuldsättning ó uppgår till mindre än 10 milj.kr.

Det ovan beskrivna förfarandet tar sikte på en saminvestering i en befintlig dotterkoncern involverande en befintlig Leo-person. I framställningen till nämnden hemställs att nämnden uttalar huruvida förfarandet också är förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden.

ÖVERVÄGANDEN

Sedan en riktad nyemission i AB Leo väckt livlig allmän debatt infördes en särskild lag om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. som trädde i kraft den 1 juli 1987. Lagens bestämmelser finns idag, med endast små ändringar, i 16 kap. aktiebolagslagen.

Leo-reglerna skärper beslutskraven i fråga om riktade emissioner och vissa överlåtelser av aktier till styrelseledamöter, verkställande direktören eller andra anställda i det emitterande bolaget eller något annat bolag i koncernen. I förarbetena till Leo-lagen framhölls svårigheten att utforma lagreglerna på ett sådant sätt att de på en gång utesluter varje möjlighet till kringgående och lämnar erforderligt utrymme för affärsmässigt motiverade transaktioner: öppenbara fall av kringgåenden torde dock få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordningö (prop. 1986/87:76 s. 26). Aktiemarknadsnämnden, vars uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, har med hänsyn till dessa uttalanden flera gånger slagit ned på förfaranden som uppfattats som ett kringgående av Leo-bestämmelserna.

Leo-regleringens syfte är att garantera aktieägarna i berörda aktiemarknadsbolag ett avgörande inflytande över sådana emissioner och överlåtelser av aktier i bolaget eller dess dotterbolag, som sker till bl.a. styrelseledamöter och företagsledningen i bolaget eller annat bolag i koncernen. Regleringen innebär därför bl.a. att beslut om sådana transaktioner ska fattas eller godkännas av bolagsstämman i aktiemarknadsbolaget.

Aktiemarknadsnämnden har vid flera tillfällen gett uttryck för uppfattningen att god sed på aktiemarknaden vid vissa emissioner och överlåtelser av aktier och andra instrument kan kräva att beslutsform och information följer Leo-regleringen, även när som i det nu aktuella fallet dessa bestämmelser inte är direkt tillämpliga, se framför allt AMN 2002:01.

Tanken bakom kravet på stämmobehandling i Leo-regleringen är att alla aktieägare ska få möjlighet att delta i det aktuella emissionsbeslutet eller godkännandet av den aktuella överlåtelser. I det nu aktuella fallet måste emellertid särskilt beaktas Volatis exceptionella ägarstruktur. Volatis grundare Karl Perlhagen och Patrik Wahlén äger tillsammans samtliga stamaktier (samt ett mindre antal preferensaktier) och innehar därigenom 97,7 procent av samtliga aktier och 99,8 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget. Volatis övriga cirka 3 400 (preferens-)aktieägare innehar tillsammans endast 2,3 procent av aktierna och 0,2 procent av rösterna. Ett krav på stämmobehandling av ett förslag som Perlhagen och Wahlén står bakom blir under de förutsättningarna meningslöst. Den aktuella saminvesteringen kan enligt nämndens mening i detta fall genomföras utan tillämpning av de principer som kommer till uttryck i Leo-regleringen.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Ramsay Brufer, Margit Knutsson, Carl-Johan Pousette och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

/Rolf Skog