

Stockholm den 26 april 2021

Vissa tillämpningsproblem avseende närståendetransaktioner på aktiemarknaden¹

Sedan den 10 juni 2019 gäller särskilda regler i 16 a kap. aktiebolagslagen ("ABL") för transaktioner mellan börsnoterade bolag och vissa närstående. Reglerna är en implementering av närståendetransaktionsregler som finns i EU:s så kallade ändringsdirektiv till det äldre aktieägarriktssdirektivet. Kort kan man säga att börsnoterade bolag som genomför väsentliga transaktioner till ett värde om minst en miljon kronor och som motsvarar minst en procent av bolagets värde ska inhämta bolagsstämmans godkännande innan transaktionen genomförs. Den svenska regleringen har dock givit upphov till tillämpningsproblem och några av dem vill vi belysa nedan.

Bör samtliga närståendetransaktioner omfattas av regelverket?

I ändringsdirektivets skäl 42 framgår det övergripande syftet med direktivbestämmelserna om närståendetransaktioner:

"Transaktioner med närstående parter kan skada bolagen och deras aktieägare, eftersom de kan ge den närstående parten en möjlighet att tillägna sig värden som tillhör bolaget. Det är därför viktigt att införa lämpliga skyddsåtgärder för bolagens och aktieägarnas intressen. Medlemsstaterna bör därför säkerställa att väsentliga transaktioner mellan närstående parter läggs fram för godkännande av aktieägarna eller av förvaltnings- eller kontrollorganet, i enlighet med förfaranden som hindrar den närstående parten från att utnyttja sin ställning och ger tillräckligt skydd för bolagets intressen och intresserna för de aktieägare som inte är en närstående part, däribland minoritetsaktieägare."

Man kan till att börja med ställa sig frågan varför regleringen är utformad så att alla närståendetransaktioner som faller inom tröskelvärdena måste föregås av beslut på bolagsstämman. Transaktioner till underpris leder visserligen som utgångspunkt till skada, medan transaktioner till överpris inte innebär någon skada för bolaget eller dess aktieägare om bolaget är den överlåtande parten. Till och med en underpristransaktion kan under särskilda omständigheter vara affärsmässigt betingad, om den innebär att andra värden räddas till bolaget eller gör att bolaget undviker finansiella svårigheter. Svaret kan nog sökas i den i kontinentaleuropeisk rätt vanliga s.k. "förbudsmodellen" som innebär att om en viss typ av transaktion riskerar att leda till skada förbjuds eller inskränks möjligheterna till transaktionen. I bl.a. svensk och brittisk rätt har snarare "missbruksmodellen" tillämpats, som innebär att missbruk som innebär skada beivras när det de facto inträffar.

¹ Artikelns bygger på ett längre manus med titeln "Närståendetransaktioner på aktiemarknaden" som har sänts in till Juridisk tidskrift som kommer att publiceras under hösten 2021.

Administrativ börda för mindre börsbolag?

Regeringen uttrycker att reglerna ska åstadkomma en "rimlig balans mellan skyddet för aktieägarna och bolagets intresse av att inte behöva tillämpa den mer komplexa beslutsordningen i alltför stor omfattning" och att den "administrativa bördan" för bolag vars aktier är listade på en MTF (dvs. First North, Spotlight och Nordic MTF) inte ska ökas i onödan. Regeringens val att inte lagstiftningsvägen utsträcka reglernas tillämpning utanför reglerade marknader " (i dagligt tal "börser") hindrar inte att man inom ramen för självregleringen även fortsättningsvis utvecklar vad som ska anses utgöra god sed vid närståendetransaktioner i andra bolag." Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2019:25 klargjort att det är god sed att tillämpa regler motsvarande 16 a kap. ABL också vid närståendetransaktioner i MTF-bolag. Det kan diskuteras om det är lämpligt att öka regelkomplexiteten för MTF-bolag på så sätt. Det kan emellertid möjligen antas att närståendetransaktionsregler är väl så nödvändiga på MTF:erna som på de reglerade marknaderna, eftersom de större marknadsplatserna redan från början typiskt sett är bättre genomlysta. Sammantaget ger uttalandena i förarbetena intrycket att regeringen ansett att reglerna så som de nu införts är en rimlig avvägning och att ytterligare utveckling av regleringen borde ske genom självreglering. Befintlig lagstiftningen ska därför tolkas relativt snävt, det vill säga enligt sin ordalydelse. Utrymmet för extensiv eller analogivis tillämpning torde därmed vara litet. Denna slutsats stämmer för övrigt med att närståendetransaktionsregleringen kan uppfattas som betungande för bolagen och att försiktighet brukar iakttas med tillämpning av betungande lagstiftning.

Vissa svårigheter att bestämma värdet av en transaktion

I vissa fall är det relativt enkelt att bestämma det kvantifierbara värdet av en transaktion. I andra fall är det svårare. En transaktion kan vara konstruerad som en earn out-klausul, som innebär att värdet blir beroende på värdeutvecklingen i en underliggande tillgång. Det är då svårt att beräkna värdet av transaktionen vid avtalstillfället, eftersom det är beroende av en osäker värdering i framtiden. En likartad problematik uppkommer om en närstående (enligt definitionen i 16 a kap. ABL) förvärvar optioner på värdepapper eller liknande instrument som kan lösas in i framtiden, men där det är oklart dels vilket värde de kan komma att ha, dels om inlösen faktisk sker. Om det är svårt att uppskatta värdet av sådana transaktioner torde ett värderingsutlåtande få inhämtas. Värderingen torde få ske per den dag då det avtal som ska godkännas av bolagsstämman upprättas, eftersom den syftar till att skapa underlag för styrelsens ställningstagande om transaktionen ska framläggas för bolagsstämman och bolagsstämmans ställningstagande till transaktionen i sak. I praktiken bör även den som företräder bolaget ta in i avtalet med den närstående att avtalet förutsätter bolagsstämmans godkännande och först efter detta godkännande verkställa transaktionen.

Valet av börsvärde om en procent kan uppfattas naturligt, men kan samtidigt leda till osäkerhet för det fall att bolagets aktiekurs är volatil. Om t.ex. aktiekursen förändras väsentligt kommer det att påverka om en transaktion är väsentlig. Ett extremt exempel kan vara det amerikanska företaget GameStop Inc., vars aktiekurs steg med närmare \$500 under en tvåveckorsperiod. Även om en GameStop-utveckling är osannolik finns det risk att aktiekursen i särskilt mindre börsnoterade bolag utvecklas oförutsebart på grund av till exempel ökad handel vilket kan göra närståendetransaktionsreglerna oförutsebara – transaktionsvärdet skulle kunna ligga över en procent vid ett tillfälle, sjunka under en procent vid ett senare tillfälle för att öka igen vid ett tredje tillfälle. I marginalfall skulle transaktionens värde kunna över- och understiga en procent av börsvärdet vid flera tillfällen samma dag. Det relevanta värdet torde vara när transaktionen manifesteras i form av ett avtal mellan bolaget och den närstående, vilket kan innebära att tidpunkten, inte bara datum, för avtalsingåendet blir relevant. För att inte skapa onödigt osäkerhet kan avtalsslutet läggas efter börsens stängning.

Transaktioner med en eller flera närstående

För att undvika kringgåenden ska olika transaktioner som bolaget genomför med samma närstående under en löpande tolv månadersperiod sammanräknas. Sammanräkningen ska ske i förhållande till samma närstående, vilket innebär att omfattande transaktioner som inte riktas till samma närstående inte faller in under reglerna. I sak kan det ifrågasättas om aktieägarna missgynnas mer om en närstående ingår transaktioner med bolaget om en miljon kronor, än om flera närstående, eller för den delen utomstående, gör det med samma belopp. Effekten blir att om samma närstående ingått avtal med bolaget över värdegränsen ska förhandsgodkännande av bolagsstämman inhämtas.

Om en närstående och ett bolag gör flera transaktioner är det den transaktion genom vilken beloppsrekvisitet uppfylls som ska bli föremål för stämmobehandling. Sammanräkningen torde få ske med avseende på både beloppsrekvisitet och värderekvisitet, dvs. den sista transaktionen ska för att fordra stämmogodkännande innebära dels att börskursens värde överstigs med en procent av de sammantagna transaktionerna, dels att det sammanlagda beloppet uppgår till en miljon kronor. Beräkningen av om enprocentströskeln uppnåtts torde få ske vid det tillfälle när den sista transaktionen sker, för att skapa enkelhet och förutsebarhet i beräkningen.

En effekt av sammanräkningsreglernas konstruktion är att det är möjligt för en närstående att ingå avtal med ett bolag till ett värde av 999 999 kronor utan att något krav på bolagsstämmogodkännande föreligger, men att om ytterligare ett avtal till ett värde av en krona ingås, ska det sista avtalet förhandsgodkännas av bolagsstämman. Man kan förmoda att den närstående inte bryr sig så mycket om utgången av stämmobehandlingen i ett sådant fall.

Är reglerna tillämpliga på transaktioner mellan systerbolag?

16 a kap. 5 § ABL innehåller en undantagsregel för transaktioner mellan moderbolag och helägda dotterbolag. Undantaget förklaras av att det inte påverkar aktieägarnas förmögenhet om en tillgång förs över till ett dotterbolag eller finns kvar i moderbolaget, eller tvärtom. I förarbetena och litteraturen har diskuterats huruvida detsamma också gäller för systerbolag. Som anmärkts i både förarbetena och litteraturen talar ändamålen med reglerna för att transaktioner mellan helägda systerbolag bör betraktas på samma sätt som transaktioner mellan moder- och dotterbolag. Således bör 5 § i detta avseende ges en extensiv tillämpning.

Effekterna av bristande följsamhet mot reglerna

Reglerna om närståendetransaktioner kan åsidosättas på olika sätt, men det viktigaste fallet torde vara att styrelsen inte underställer bolagsstämman en väsentlig transaktion för godkännande. I princip kan sådana överträdelser delas upp i avsiktliga överträdelser och oaktsamma överträdelser, till exempel om bolagsstyrelsen oaktsamt misstar sig om värdet av en relevant transaktion. I övrigt kan tänkas till exempel att stämmounderlaget är ofullständigt eller felaktigt. Bristande följsamhet leder till frågan vilka sanktioner som kan bli aktuella.

Av förarbetena kan utläsas att lagstiftaren definierar en överträdelse av reglerna som ett legalt befogenhetsöverskridande. Effekten av legala befogenhetsöverskridanden regleras i 8 kap. 42 § 2 st. 1 men. ABL, nämligen att rättshandlingen inte gäller mot bolaget om tredje man (det vill säga i detta fall den närstående) var i ond eller oaktsam ond tro. Det är bolaget som ska föra bevisning om motpartens onda tro, men eftersom närståendetransaktioner just görs med närstående kan det antas att bevisföringen i många fall inte blir så svår som den annars skulle kunna bli.

TM & PARTNERS

Utöver ogiltighetssanktionen kan styrelseledamöterna eller verkställande direktören ha varit oaktsamma om reglerna om närståendetransaktioner inte följts. För att denna oaktsamhet ska föranleda ansvar förutsätts naturligtvis att transaktionen lett till skada genom t.ex. ett värdefrånhållande. Om styrelsen underlåter att föra en talan om ogiltighet om det kan antas att den närstående varit i ond tro kan det i sig vara oaktsamt och ge upphov till skadeståndsansvar för styrelseledamöterna.

Sammanfattningsvis torde alltså överträdelse av närståendetransaktionsreglerna sanktioneras genom ogiltighet vid den närståendes onda tro och skadeståndsskyldighet om transaktionen inneburit skada. Om transaktionen är en otillåten värdeöverföring kommer i stället återbärings- och bristtäckningsreglerna, samt sekundärt också skadeståndsreglerna, att bli tillämpliga. Om någon ond tro inte föreligger och någon skada inte uppkommit är en överträdelse av närståendetransaktionsreglerna i praktiken inte sanktionierbar – det kan i sammanhanget noteras att man kan tänka sig att många närståendetransaktioner faktiskt är marknadsmässiga. Om en närståendetransaktion blir ogiltig på grund av ond tro, men den ändå är till fördel för aktieägarna i bolaget, torde den kunna godkännas av styrelsen. Godkännande torde innebära att rättshandlingen blir gällande om den närstående är i god tro. Om den godkännande rättshandlingen inte skadar bolaget kan inte skadestånd aktualiseras.

Avslutningsvis kan nämnas att överträdelse av närståendetransaktionsreglerna utöver de aktiebolagsrättsliga sanktionerna också kan bli föremål för sanktioner från börsen genom dess disciplinnämnd, eftersom det inte är förenligt med god sed att inte följa ABL.



Daniel Stattin
Professor vid Uppsala universitet



Sandra Broneus
Advokat, delägare