

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, april 2015

LEO BLIR EN PAPPERSTIGER

I Aktiemarknadsnämndens praxis utvecklas en alternativ syn på aktiebolagslagens 16:e kapitel (Leo-reglerna). Denna börsetiska avreglering av aktiebolagsrätten innebär i förlängningen att aktieägarnas dyrköpta erfarenheter från tidigare feltramp på aktiemarknaden går förlorade.

Leo och pilotskolan

En praxis bland börsbolag innebär att ledande befattningshavare, såsom styrelser och företagsledning, även bör vara delägare i det förvaltade bolaget. Denna praxis kallas vanligtvis pilotskolan - från liknelsen att piloten (företagsledningen) och passagerarna (aktieägarna) i ett flygplan bör stå samma risk. Ett problem för pilotskolan är när piloterna men inte passagerarna har fallskärm. Fallskärmarna kan bland annat tillskapas genom att företagsledning och kontrollaktieägare får andelar i bolaget eller koncernen på förmånliga villkor utan att övriga aktieägare eller aktiemarknaden erbjuds samma villkor. Därför är emissioner och andra liknande transaktioner med ledande befattningshavare strikt reglerade i det regelverk som kallas Leo-reglerna (Lex Leo), som nu återfins i ABL 16 kap.

En kort historik till lagstiftningen visar typfallet av överträdelse. 1983 köpte det börsnoterade bolaget Sonesson ett läkemedelsbolag, Leo läkemedel AB (tillverkare av bl.a. Nicorette), från en dansk säljare. Köpeskillingen var 405 miljoner kronor, vilket i och med en senare fondemission och split kom att motsvara ca 51 kronor per aktie. Eftersom säljaren var orolig att Sonesson direkt skulle sälja Leo vidare till internationella läkemedelsjättar och göra en kortsiktig finansiell vinst avtalade parterna att aktieägandet i Leo skulle spridas och att bolaget skulle börsnoteras.

Kort efter köpet började styrelsen i Sonesson med att sprida aktierna. 25 privatpersoner, framförallt i Sonessons och Leos ledning tilldelades i en riktad nyemission tillsammans 57 000 aktier (ca 10 % av antalet utestående aktier) och förvaltningsaktiebolaget Yggdrasil tilldelades 100 000 aktier. Yggdrasil utfärdade även en ensidig köpooption (i form av ett oåterkalleligt anbud) till privatpersonerna att förvärva deras aktier till en kurs motsvarande emissionen. Kursen var densamma som vid förvärvet av Leo, 51 kronor. Det framstod som att privatpersonerna fick en kursgaranti och att de därmed inte tog någon risk vid sin investering. Emissionen i Leo kunde göras med en extra bolagsstämma utan kallelse eftersom Sonesson var ensam ägare i bolaget. Året efter, 1984, sålde Sonesson ytterligare aktier i Leo till två nytillkomna personer i bolagens ledning samt till två personer i Volvos koncernledning, som var ett närstående bolag (tidigare moderbolag). Även transaktionerna 1984 skedde till den tidigare kursen 51 kronor, med tillägg för ränta.

1985 erbjöd Sonesson sina aktieägare, anställda i Sonessons svenska koncernbolag och vissa av Sonessons övriga intressenter att köpa aktier i Leo. I samband med försäljningarna noterades Leo på Stockholmsbörsen. Genom försäljningarna minskade moderbolaget sitt innehav till ca 56 % av antalet aktier och ca 74 % av rösterna. Försäljningarna skedde till kursen 75 kronor (för aktieägare och anställda) och 85 kronor för övriga. Under teckningstiden var medianvärdet för aktierna ca 135 kronor och efter noteringen till och med andra kvartalet 1986 (tidpunkten för utredningen av affären) varierade kursen mellan 120 - 175 kronor. De sammanlagt 29 privatpersonerna, varav flera var kända näringslivsprofiler, fick således köpa aktier i Leo för en tredjedel av deras börsvärde.

Leo-affären ledde till stor debatt och att Finansdepartementet tillsatte en kommission, Kommissionen för undersökning av vissa aktieemissioner m.m. Kommissionens arbete ledde till att en ny lag infördes 1987 med högt ställda krav på sådana riktade nyemissioner och närståendetransaktioner som utförts i Leo-affären. Sådana transaktioner ska beslutas på bolagsstämma och med 90 procents majoritet både i röster och på stämman företrädda aktier.

Utredningen underströk problemen med en alltför vidlyftig tillämpning av pilotskolan:

"[...] de vanskligheter som otvivelaktigt kan vara förenade med en extensiv tillämpning av pilotskolan får här en mycket tydlig belysning. En affärsmässig åtgärd som i och för sig får förutsättas ha varit grundad på godtagbara skäl kan lätt väcka misstankar om illojala motiv, när som här personalen inom ledningsgruppen för en koncern tillagts den ytterligare rollen av minoritetsägare i ett dotterbolag."

Näringslivets jakt på Leo

Leo-reglerna har givetvis inte varit en omtyckt aktiebolagsrättslig reglering inom näringslivet. Kontrollaktieägarna måste dels ta upp beslutet till en bolagsstämma, dels övertyga aktieägarna om att det är ett beslut som gynnar både bolaget och samtliga aktieägare. Det kan även bli kostsamt eftersom besluten vanligtvis sker på extra stämma där det är lättare att få igenom beslut på grund av lägre närvaro. Dessutom är det svårt att uppnå 90 procentig majoritet när det finns många utländska aktieägare som säger nej till allt de inte förstår. Sammanfattningsvis uppfattas Leo-reglerna som mycket omständliga regler för att ordna med saker som ofta rör "bagateller". Följaktligen har stor kreativitet uppbådats för att kringgå reglerna.

Ett flagrant fall av kringgående gjordes bland annat av börsföretaget Sandvik så sent som 2006. Sandvik hade ett mindre dotterbolag, Edmeston AB. Dotterbolaget såldes dock till ett nystartat bolag som ägdes av dotterbolagets VD:s unga industriellt oerfarna dotter. Köparföretaget hade dotterbolagets VD som enda styrelseledamot. Köpeskillingen uppgick till ca 8 miljoner kronor. Påföljande år sålde dottern företaget till sin far.

Leo-reglerna rör vissa transaktioner med ledande befattningshavare, men omfattar även vissa andra rättssubjekt närstående den förbjudna kretsen, bl.a. personer som står under vårdnad av personer från den förbjudna kretsen och juridiska personer i vilka en person från den förbjudna kretsen har bestämmande inflytande (ABL 16:2). Genom att överlåta dotterbolagsaktierna till VD:ns myndiga dotters bolag undgick Sandvik att behöva föra upp frågan till aktieägarnas granskning och beslut.

Aktiemarknadsnämnden (AMN) konstaterade i detta fall ([AMN 2008:06](#)) att förfarandet syftade till att kringgå Leo-reglerna och bedömde att Sandvik brutit mot god sed på aktiemarknaden. Även Stockholmsbörsens disciplinnämnd (beslut 2008:08) ansåg att förfarandet innebar ett kringgående av reglerna och noteringsavtalet varför Sandvik dömdes att betala ut en årsavgift i vite.

Märkligt nog utgick nämnderna från att försäljningen varit till fördel för aktieägarna vilket påverkade påföljden. Att förfarandet varit till fördel för aktieägarna motbevisas av det ekonomiska utbytet av affären. Första året efter försäljning omsatte Edmeston drygt 60 miljoner kronor och kunde dela ut ca 5 miljoner kronor till den nya aktieägaren. Bolaget således 2010 till finska Outotec för 170 miljoner kronor. Ett belopp som aktieägarna i Sandvik således gått miste om. En vinst för köparen om 162 miljoner, vilket ger en avkastning på investeringen utöver utdelningar om över 2 000 procent.

Från näringslivets sida anses sådana fall vara bagatellärenden; Edmestons eget kapital motsvarade bara ca 0,05 procent av Sandvik-koncernens totala eget kapital.

Följdriktigt initierades en uppluckring av reglerna som resulterade i en utredning från Justitiedepartementet (Ds 2011:21). Utredaren förslög där två förändringar av Leo-reglerna: 1) att majoritetskravet skulle sänkas till 67 % och 2) att transaktioner i små dotterbolag ska vara undantagna. Den lägre gränsen för kvalificerad majoritet som gäller vid alla andra riktade nyemissioner borde fungera även vid Leo-transaktioner, ansåg utredaren. Små dotterbolag definierades som bolag vars balansomslutning utgör mindre än en procent av koncernföretagens redovisade balansomslutning. Förslaget ledde dock inte till den önskade avregleringen efter uppmärksamhet och motstånd bland minoritetsaktieägare och media.

Leos börsetiska gallerbur

Istället utvecklas nu en alternativ gråzon för Leo-liknande transaktioner. Det sker i form av den börsetiska självregleringen i Aktiemarknadsnämndens regi. Legitimitet för denna sekundära reglering av Leo-reglerna hämtas från ett uttalande i den ursprungliga propositionen ([1986/87:76](#)):

”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 angripas i annan ordning.”

AMN har antagit rollen att pröva frågor om kringgåenden av reglerna. I initiativuttalandet [AMN 2002:01](#) fastslås att uppenbara kringgåenden av Lex Leo generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden. Genom ett uttalande i [AMN 2012:05](#) övertar nämnden marknadsplatsernas reglering av vissa andra Leo-liknande situationer och föranstaltar en särskild beslutsprocess. Det som på pappret ser ut som en expansion av reglernas tillämpning börjar dock alltmer likna en slentrianmässig reduktion av dess tillämpning. Kärnan i reglerna prövas inte men runtom regelverket bildas en gråzon över vilken AMN gång på gång ger undantag. Under senare tid har undantag medgivits i bl.a. besluten [AMN 2015:04](#) och [2014:27](#). Även om de många prövningar som skett under senare tid omfattar olika typer av transaktioner kan de två senaste fallen tjäna som exempel på undantagna transaktioner.

I AMN 2015:04 rör det ett börsnoterat riskkapitalbolag som efter en investering i ett portföljbolag vill tilldela aktier till nytillsatta styrelseledamöter i dotterbolaget som även är anställda i koncernen. Baserat på ett tidigare tillämpat synsätt begränsas Leo-reglernas tillämpning i börsetiskt hänseende till att gälla fall där transaktionerna inte är av oväsentlig betydelse för koncernen och dess aktieägare (AMN 2012:05). Väsentlighetskriteriet sägs ligga i linje med den argumentation kring beloppsgräns som fördes i samband med den tänkta avregleringen av Lex Leo. Transaktionerna godkändes av nämnden.

AMN 2014:27 gäller ett dotterbolag till ett börsbolag som äger 50 procent av aktierna i ett tredje bolag. Det tredje bolaget klassificeras av börsbolaget som intressebolag. Övriga aktier ägs av fysiska personer verksamma i bolaget. Börsbolagets dotterbolag avsåg överlåta sina aktier till övriga aktieägare till en köpeskilling som är mindre än en tusendel av börsbolagets värde. Väsentlighetskriteriet tillämpas även här och transaktionerna godkändes av nämnden.

Beloppsbegränsningen tillämpas således numera standardmässigt av AMN, med hänvisning till det avförda lagförslaget. Det kan bland annat konstateras att beräkningsgrunden skiftar. I lagregleringen var det balansomslutning, i Sandvik-fallet var det eget kapital, i AMN 2014:27 var det aktievärdet. Det finns uppenbarligen flera sätt att mäta en transaktions oväsentlighet, men det framstår som viktigt att på något visa att relationen är mindre än 1:1000. Oavsett redovisningsbaserad beräkningsgrund blir det enkelt att hitta sätt att runda regleringen, t.ex.

sale-leaseback eller inkråmsöverlåtelser. Leo-reglerna gynnas snarast av en utvidgad zon, en ändamålsreglering, snarare än detaljreglering.

På samma sätt som undantagen i samband med s.k. budplikt (3:e kapitlet i lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden) förvandlas viktiga regler till papperstigrar i händerna på självregleringens organ. Dyrköpta erfarenheter från historiska tillkortakommanden på aktiemarknaden, som kan ses som aktieägarkollektivets investering i ett starkt investerarskydd, går så förlorade. Manegen krattas för nya cirkusnummer. Som papperstiger tappar Leo sitt klös.



Robert Sevenius

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare inom företagsförvärv vid Arkios Sweden samt författare till böcker om företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Sveriges Advokatsamfund, Linköpings universitet, Företagsekonomiska Institutet m fl.