

Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt på kollisionskurs

Rättslig verkan av underlåtelse att iaktta AMN:s beslutskrav för närstående-transaktioner och incitamentsprogram

Aktiemarknadsrätten ställer delvis strängare krav på beslutsfattandet i aktiemarknadsbolag än vad som följer av aktiebolagslagen (ABL), något som till exempel gäller vissa beslut om närståendetransaktioner och incitamentsprogram. Det rör sig dels om stämmobeslut i situationer som enligt ABL placeras inom styrelsens beslutsbehörighet, dels om högre majoritetskrav för stämmobeslut än vad ABL stipulerar. I en nyutkommen uppsats vid Uppsala universitet utreder jur.kand. Julia Hirschberg de rättsliga följderna av att dessa aktiemarknadsrättsliga normer åsidosätts genom att beslutet i ett bolag enbart infriar ABL:s beslutskrav.¹

text: **Carl Svernlöv, Julia Hirschberg**



Denna artikel ingår i artikelserien Nytt från Akademin där Balans frekvente skribent Carl Svernlöv tillsammans med nytexaminerade jurister presenterar intressanta rön som framkommit i examensarbeten.



ALLA BOLAG VARS aktier handlas på en börs i Sverige (nedan kallade aktiemarknadsbolag) har åtagit sig att följa bland annat Aktiemarknadsnämndens (AMN) uttalanden om god sed på aktiemarknaden. I AMN:s praxisbildning förekommer mer kvalificerade beslutskrav med avseende på närståendetransaktioner och incitamentsprogram än vad som följer av ABL. Varken ABL eller annan normgivning anger emellertid hierarkin mellan ABL och aktiemarknadsrättslig god sed när dessa två rättskällor uppställer motstridiga föreskrifter. Det uppstår ingen rättslig problematik när de strängare beslutskraven i god sed iaktas – efterlevnaden av dessa krav medför inte att ABL:s regler försummas, eftersom AMN:s krav är just strängare. Däremot är rättskällornas tytnad i frågan mer problematisk när ett beslut enbart uppfyller ABL:s krav medan god sed av någon anledning åsidosätts. Närmare bestämt gäller detta situationer där ett beslut tas av styrelsen i strid med AMN:s krav på stämmobehandling, alltså med överskridande av AMN:s kompetenskrav (nedan kallat typfall I), alternativt av stämman med lägre majoritet än AMN:s kvalificerade majoritetskrav (typfall II). Frågan är om ett giltigt beslut har fattats i dessa fall, samt om några företrädare för bolaget riskerar skadeståndsskyldighet.

Olika beslutskrav enligt ABL och AMN:s praxis

I förhållande till vissa beslut om närståendetransaktioner och incitamentsprogram uppställer AMN följande krav:

1. AMN 2012:05 fordrar stämmobeslut med enkel majoritet för närståendetransaktioner av icke oväsentlig betydelse som inte omfattas av de så kallade Leo-reglerna i 16 kap. ABL.²
2. AMN 2002:01 rekommenderar stämmobeslut med enkel majoritet för införanden av incitamentsprogram baserade på personal-, köp- eller syntetiska optioner till andra än styrelseledamöter, beroende på programmets storlek och förväntade betydelse för bolaget.

3. AMN 2003:03 rekommenderar stämmobeslut med enkel majoritet för införanden av incitamentsprogram kombinerade med swap-avtal till andra än styrelseledamöter, beroende på programmets storlek och förväntade betydelse för bolaget.

Enligt ABL är styrelsen behörig att fatta ovanstående beslut, vilket innebär att dessa är att hänföra till typfall I. Styrelsens uppgifter och behörighet anges i 8 kap. 4 § ABL: att ansvara för bolagets organisation och förvaltningen av dess angelägenheter. Denna förvaltningsrätt bestäms negativt i förhållande till stämmans exklusiva kompetens och innefattar beslutsfattande i alla frågor som ABL inte uttryckligen förbehåller stämman. ABL innehåller inga regler som föreskriver stämmobeslut för de närståendetransaktioner som faller utanför Leo-reglernas tillämpningsområde; inte heller regler som föreskriver stämmobeslut för införandet av ett incitamentsprogram (till andra än styrelseledamöter).³ Därmed är AMN:s ovan stipulerade krav på stämmobehandling mer långtgående än ABL.

Typfall II hänför sig till beslut för vilka god sed uppställer krav på högre majoritet för stämmans beslut än vad ABL kräver. Mer specifikt föreskriver AMN:s praxis så kallad Leo-majoritet om nio tiondelar för vissa beslut om överlåtelse och emissioner i aktiemarknadsbolag som inte omfattas av den direkta ordalydelsen i 16 kap. ABL men som är Leo-lagsliknande:

4. Flera AMN-avgöranden⁴ fordrar Leo-majoritet för överlåtelse och emissioner till så kallade intressebolag⁵, beroende på ägarandel, inflytande och andra omständigheter.
5. AMN 2002:01 fordrar Leo-majoritet för vissa överlåtelse och emissioner till styrelseledamot, vd eller anställd som har lämnat eller ska tillträda en sådan position.
6. AMN 2002:01 fordrar Leo-majoritet för beslut om leverans av incitamentsprogram genom emission av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner till tredje part eller till ett särskilt tillskapat aktiebolag.
7. AMN 2002:01 fordrar Leo-majoritet för uppenbara kringgåenden av 16 kap. ABL.

ABL:s majoritetskrav för nämnda beslut är däremot lägre än nio tiondelar. I förhållande till överlåtelsebeslut ställer ABL inte något uttryckligt

majoritetskrav, vilket innebär att sådana kan fattas med enkel majoritet. Beträffande beslut om riktade emissioner är ABL:s majoritetskrav två tredjedelar av företrädde aktier och röster.

Frågan är då hur man rättsligen ska betrakta beslut som har fattats i enlighet med ABL men utan att beakta de högre krav som AMN har angivit.

Är besluten giltiga?

Inom aktiemarknadsrätten finns inga bestämmelser om besluts ogiltighet, vilket medför att endast ABL är att beakta i bedömningen om ett styrelse- eller stämmobeslut i strid med AMN:s kvalificerade uttalanden är ogiltigt.

Trots avsaknad av en uttrycklig regel därom är den gällande uppfattningen att styrelsebeslut som strider mot ABL eller bolagsordningen är ogiltiga. Det finns emellertid ingen regel i ABL som förbjuder överträdelse av god sed på aktiemarknaden. Avgörande för styrelsebeslutets eventuella ogiltighet är därmed huruvida någon bestämmelse som inte uttryckligen tar sikte på följsamhet till AMN:s uttalanden likväl förbjuder förfarandet. En central ogiltighetsregel i sammanhanget är generalklausulen i 8 kap. 41 § som förbjuder styrelsebeslut ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller för annan aktieägare. Ett styrelsebeslut om en närståendetransaktion som innebär överlåtelse till underpris kan exempelvis angripas med stöd av generalklausulen. Likaså är det tänkbart att ett styrelsebeslut om införande av ett incitamentsprogram till ledande befattningshavare på alltför fördelaktiga villkor kan innebära en sådan otillbörlig fördel för programdeltagaren som generalklausulen förbjuder. Det måste emellertid erinras om att frågan är huruvida försummelsen av den aktiemarknadsrättsliga normen strider mot ABL. Nyssnämnda otillbörliga förfaranden vore ogiltiga även i en isolerad aktiebolagsrättslig kontext – det är med andra ord inte AMN:s kvalificerade krav som utgör den nödvändiga premissen för beslutens oförenlighet med ABL. Den avgörande frågeställningen måste snarare vara huruvida generalklausulen överträds även om den av styrelsen beslutade dispositionen vilar på marknadsmässiga villkor. En tänkbar anledning till ett sådant styrelsebeslut kan vara att beslutet är brådskande, såsom vid viktiga nyrekryteringar

eller vid transaktioner vars genomförande kräver skyndsamt agerande. En anledning kan även vara önskan om att undvika kostnader för extra bolagsstämma. Vi menar att dylika beslut inte konstituerar överträdelser av generalklausulen. Adressaten i transaktionen eller incitamentsprogrammet har med hänsyn till dispositionens marknadsmässighet inte erhållit någon otillbörlig ekonomisk vinning. Detta gäller även om beslutet inte skulle ha uppnått erforderlig majoritet på en stämma, vilket blir tydligt när man betänker att detta skulle utgöra ett fullt tillbörligt beslut i ett onoterat bolag. Skulle styrelsebeslutet visa sig vara ofördelaktigt vållas aktieägarna dessutom skada i lika stor utsträckning – sålunda likabehandlas samtliga aktieägare.

Ett likartat resonemang kan föras i förhållande till bestämmelsen om vinstsyftet i 3 kap. 3 § ABL. Regeln påkallar att styrelsen agerar vinstmaximerande för aktieägarnas räkning. En överträdelse av regeln måste vara uppenbar för att tillmätas relevans. Förutsatt att dispositionerna är marknadsmässiga, kan typfall I-besluten inte anses vara uppenbart främmande för vinstsyftet. Styrelsebeslut tagna med motivering att beslutet är brådskande eller att det minskar kostnader optimerar snarare bolagets förtjänst. Det kan dock diskuteras vilken betydelse det har att styrelsen riskerar att ådra bolaget vite från Nasdaq Stockholms disciplinnämnd för överträdelse av AMN:s normer. Disciplinnämnden har mandat att ålägga aktiemarknadsbolag vite för åsidosättande av AMN:s uttalanden. I disciplinnämndens praxis påträffas dock enbart ett fall av utdömt vite för överträdelse av AMN:s strängare beslutskrav.⁶ Mot bakgrund av detta enda fall av utdömt vite kan vi inte se att ett styrelsebeslut under typfall I skulle kunna anses uppenbart vinststridigt vid tidpunkten för beslutet.

ABL överträds följaktligen inte när AMN:s krav på stämmobeslut åsidosätts. Vi ser därmed ingen möjlighet att ogiltigförklara ett styrelsebeslut utslutande på den grunden att AMN:s kompetenskrav har överskridits.

Härnäst kan typfall II betraktas, där ett enligt lagen korrekt stämmobeslut har tagits, dock utan att uppfylla det krav som AMN har uppställt om nio tiondelars majoritet för Leo-lagsliknande emissioner och överlåtelser. Precis som vad gäller styrelsebeslut

är ett stämmobeslut som strider mot ABL eller bolagsordning ogiltigt. Ogiltiga stämmobeslut kan angripas med stöd av klanderreglerna i 7 kap. 50–51 §§ ABL. I sammanhanget kan samma argument som beträffande styrelsens beslut i typfall I föras med avseende på vinstsyftet respektive stämmans generalklausul i 7 kap. 47 § ABL. Under förutsättning att dispositionerna i sig är marknadsmässiga, inte har till syfte att otillbörligt gynna någon eller att tillgodose andra syften än vinstmaximering – och således inte överträder dessa eller andra regler i ABL – kan inte heller dessa beslut ogiltigförklaras för att de strider mot god sed på aktiemarknaden.

I den rättsvetenskapliga litteraturen påpekas förvisso att klanderreglernas lydelse inte innebär att stämmans beslut behöver strida mot en uttrycklig regel i ABL för att riskera klander, varför beslut i strid med till exempel associationsrättsliga principer skulle kunna grunda ogiltighet. Motiveringen för detta är att klanderrätten annars vore lätt att kringgå. Det vore emellertid att dra resonemanget för långt att intolka beslut i strid med god sed på aktiemarknaden som en ogiltighetsgrund enligt klanderreglerna. Av rättssäkerhetsskäl bör en ogiltighetsgrund ha uttryckligt lagstöd, och till skillnad från vad beträffar associationsrättsliga principer saknar AMN:s uttalanden om god sed förankring i ABL.

Sammantaget kan således konstateras att såväl styrelsebeslutet i typfall I som stämmobeslutet i typfall II är giltiga oaktat överträdelsen av AMN:s uttalanden om kvalificerade beslutskrav.

Riskerar bolagsorganen skadeståndsskyldighet?

Nästa fråga blir om styrelsen har försummat sina plikter och därigenom riskerar skadeståndsanspråk för att inte ha efterkommit AMN:s krav på stämmobeslut i typfall I.

Styrelsen har en lojalitetsplikt i förhållande till bolaget och därmed en skyldighet att verka i bolagets intresse, det vill säga i samtliga aktieägares gemensamma intresse. Mer precist utgör det gemensamma aktieägarintresset ofta vinstmaximering enligt 3 kap. 3 § ABL, men det kan även manifesteras genom interna beslut och stämmanvisningar i

bolaget. Följaktligen kan lojalitetsplikten sägas kräva att styrelsen utför sitt uppdrag på det sätt som aktieägarna har anledning att förvänta sig. Att bolaget vid notering ingår ett avtal med börsen och därigenom åtar sig att följa god sed, måste i linje med det nyssnämnda rimligen utgöra ett sådant uttryck för bolagets intresse som styrelsen förväntas följa. Som utgångspunkt kan därmed konstateras att styrelsen i typfall I underlåter att iaktta bolagets intresse, och således försummar sina plikter mot bolaget, när den åsidosätter de stämmobeslutskrav som förekommer i AMN:s praxis.

I viss mån ska slutsatsen dock modifieras. Det anses att styrelsen har rätt att begå rationella avtalsbrott och således låta bli att iaktta förpliktelser som bolaget har ingått (här förbindelsen mot börsen att följa god sed) ifall det leder till ett bättre slutresultat för bolaget. Faktorer som kan motivera styrelsehandling av en närstående transaktion eller införandet av ett incitamentsprogram är som sagt att styrelsebeslut är att föredra när beslutet är brådskande eller när man vill undvika bolagsstämmokostnader och den publicitet som en bolagsstämma medför. Mot detta måste vägas att brottet mot god sed kan vålla bolaget ekonomisk skada. Exempelvis skulle Nasdaq Stockholm kunna initiera ett disciplinförfarande, vilket som nämnts bland annat kan leda till straffavgift.⁷ Vidare skulle en styrelses upprepade åsidosättanden av god sed till förmån för till exempel snabbt fattade beslut kunna leda till marknadens egen sanktion i form av cold-shouldering. Med detta avses att marknadens aktörer, rådgivare m.fl. generellt är ovilliga att befatta sig med aktiemarknadsbolag som bryter mot tillämpliga regler, något som kan leda till att aktiemarknadsbolagets aktiekurs sjunker och följligen att bolaget vållas ekonomisk skada.

De nämnda vinsterna och förlusterna av ett avtalsbrott kan dock vara komplicerade att väga mot varandra, eftersom de i egenskap av hypotetiska händelseförlopp kan vara svåra att bestämma definitivt och i jämförbara kvantiteter. Hur mäter man vinsten av minskad publicitet eller förlusten vid marknadens missnöje? En bedömning får göras i det enskilda fallet. Sammantaget kan konkluderas att

”Det behöver inte vara olämpligt att beslut i strid med god seds kvalificerade krav förblir giltiga.”

en styrelses överträdelse av AMN:s krav på stämmobeslut är förenlig med styrelsens plikt att iakttå bolagets intresse när överträdelsen bedöms utgöra ett rationellt avtalsbrott; i andra fall av överträdelse har styrelsen tvärtom försummat sin plikt att iakttå bolagets intresse av agerande i förenlighet med god sed. I den mån det leder till skada för bolaget kan skadeståndsskyldighet enligt 29 kap. 1 § ABL aktualiseras för ansvariga styrelseledamöter.

Därmed återstår att analysera risken för skadeståndsskyldighet i typfall II. Relevant att utreda är dels om aktieägarna har åsidosatt några plikter med anledning av beslutet i strid med AMN:s höjda majoritetskrav, dels om styrelsen har agerat i strid med sina plikter genom att verkställa beslutet.

Bolagets aktieägare är rättsligt ansvariga enbart för uppsåtliga och grovt vårdslösa överträdelser av ABL eller bolagsordningen som har orsakat bolaget, aktieägare eller någon annan skada. Som konstaterats ovan innebär stämmobeslutet i typfall II inte någon överträdelse av ABL. Det kan därmed fastslås att stämman inte har åsidosatt någon plikt i situationen då AMN:s Leo-majoritetskrav inte uppfylls, varför någon skadeståndsskyldighet för aktieägare i typfall II knappast kan uppstå.

Frågan blir härnäst om en styrelse som verkställer ett sådant beslut skulle kunna ådra sig skadeståndsskyldighet. Enligt 7 kap. 41 § ABL är styrelsen förpliktad att verkställa bolagsstämmans beslut utom när anvisningen om verkställighet inte gäller därför att den strider mot ABL eller bolagsordningen, eller avser en åtgärd inom förvaltningen som enligt styrelsen innebär ett uppenbart åsidosättande av bolagets intressen. Det skulle möjligen kunna diskuteras om verkställandet av ett aktiebolagsrättsligt giltigt beslut som står i strid med AMN:s praxis kan utgöra ett åsidosättande av bolagets intressen, men sannolikt har styrelsen inte rätt att vägra verkställa ett sådant beslut. Det faktum att disciplinnämnden hittills, som nämnts, sällan har utdömt vite för överträdelse av AMN:s strängare beslutskrav torde exempelvis medföra att en överträdelse av AMN:s krav inte utgör ett uppenbart åsidosättande av bolagets intresse. Om styrelsen underlåter att verkställa en giltig stäm-

moanvisning riskerar ledamöterna skadeståndsanspråk för överträdelse av ABL:s verkställighetsplikt.

Främjar rättsläget förtroendet för aktiemarknaden?

Enligt gällande rätt tycks god sed i relativt liten utsträckning kunna inkorporeras i den aktiebolagsrättsliga systematiken om besluts giltighet och bolagsorganens plikter. Som konstaterats ovan är beslut tagna i strid med AMN:s strängare krav giltiga och god sed har ingen rättslig verkan för bolagsstämmans plikter. Beträffande dess rättsliga verkan för styrelsens plikter framkommer dock en skillnad mellan typfall I och II. I det första typfallet får AMN:s normer större genomslag i aktiebolagsrätten eftersom ett beslut av styrelsen i strid med god seds krav på stämmobeslut innebär ett åsidosättande av styrelsens plikter mot bolaget, såvida det inte kan klassificeras som ett rationellt avtalsbrott. Överträdelsen av god seds beslutsregler får däremot liten inverkan på styrelsens plikt att verkställa ett stämmobeslut som inte uppfyller AMN:s krav på Leo-majoritet.

Är rättsläget tillfredsställande? Det behöver inte vara olämpligt att beslut i strid med god seds kvalificerade krav förblir giltiga – tvärtom kan disciplinnämndens befogenhet att utfärda vite för åsidosättande av AMN:s avgöranden tala emot ändamålsenligheten av en ogiltighetspåföljd. I annat fall vore vitesreglerna nämligen överflödiga. God seds ringa utrymme i aktiebolagsrätten tycks inte heller problematiskt ur ett investerarskyddsperspektiv, eftersom börsen påkallar att aktiemarknadsbolag offentliggör såväl beslut om införande av aktierelaterade incitamentsprogram som beslut om närståendetransaktioner som inte är av mindre betydelse. Därigenom tillgodoses investerares intresse av information. Vidare är det lämpligt att styrelsen i typfall I ska kunna frångå god sed när det föreligger skäl för ett rationellt avtalsbrott, utan att det ska innebära att styrelsen åsidosätter sina plikter mot bolaget. En sådan ordning ger genomslag åt aktieägarnas intresse av vinstmaximering och ligger i linje med styrelsens skyldighet att iakttå bolagets intresse.



Funderar du på att skriva en för djupningsartikel?

Hör av dig till
pernilla.halling@far.se

Däremot framstår god seds nästintill obefintliga inverkan på styrelsens verkställighetsplikt i typfall II, när ABL:s majoritetskrav tillgodoses men nio tiondelars anslutning inte uppnås, som otillfredsställande. Ordningen rimmar illa med upprätthållandet av förtroendet för aktiemarknaden eftersom det inte ter sig förtroendeingivande att ABL påkallar att styrelsen åsidosätter AMN:s normer för att undgå skadeståndsskyldighet. Konsekvenserna av rättsläget accentueras dessutom när det som här rör sig om överträdelse av beslutskrav för närstående-transaktioner och incitamentsprogram till ledande befattningshavare. De striktare aktiemarknadsrättsliga reglerna för sådana dispositioner, för vilka det föreligger en risk att den närstående eller befattningshavaren utnyttjar informationsasymmetrin för att bereda sig fördelar på aktieägarnas bekostnad, är nämligen uppställda just för att motverka att förtroendet för näringslivet skadas. Det är av stor vikt att marknadsreglerna är ändamålsenliga och efterlevs av marknadsaktörer, men i typfall II blir normerna tandlösa. Förvisso skulle styrelsen i varje enskilt fall kunna föreslå för stämman att beslutet villkoras av att Leo-majoritet uppnås. En sådan ordning förutsätter dock att varje styrelse framlägger ett sådant förslag, och att varje stämma bifaller det. Detta framstår som en tillfällig hantering av problematiken snarare än en tillfredsställande lösning. Sammantaget finns all anledning att rikta lagstiftarens uppmärksamhet på behovet av ett förtydligande i frågan om aktiemarknadsrättens genomslag i den aktiebolagsrättsliga systematiken.



CARL SVERNLÖV

är advokat på Baker McKenzie och
adjungerad professor vid Uppsala universitet.

JULIA HIRSCHBERG

är biträdande jurist på Advokatfirman Vinge.

Fotnoter

- 1) Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt på kollisionkurs: Rättslig verkan av rättsområdenas skilda beslutskrav för närståendetransaktioner och incitamentsprogram. Uppsatsen i sin helhet kommer att finnas tillgänglig från våren 2019 som Working Paper 2019:1 i Working Paper-serien utgiven av Juridiska fakulteten vid Uppsala universitet.
- 2) Leo-reglerna i 16 kap. ABL kräver stämmobeslut (med nio tiondelars majoritet) för vissa till närstående riktade emissioner och överlåtelser, vilka således inte är att hänföra till typfall I. Det strängare kravet i AMN 2012:05 blir i stället främst aktuellt vid transaktioner med stora aktieägare, rörelseöverlåtelser till närstående samt förvärv av närstående. Det kan dock noteras att det för närvarande pågår ett lagstiftningsarbete beträffande genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntran av aktieägares långsiktiga engagemang, se Ds 2018:15: Direktivet om ett ökat aktieägarengagemang – Förslag till genomförande i svensk rätt; Lagrådsremiss: Nya EU-regler om aktieägares rättigheter (10 januari 2019). Det återstår att se om detta resulterar i att stämmobehandlingskravet upptas i ABL och om AMN 2012:05 därmed utgår, eller om uttalandet modifieras och kvarstår i någon del.
- 3) En annan sak är att införandebeslutet i praktiken ofta kan fattas simultant med leveransbeslutet, något som fordrar stämmobehandling.
- 4) AMN 1997:01, AMN 2010:10, AMN 2010:21, AMN 2010:26, AMN 2014:27, AMN 2015:15.
- 5) När aktiemarknadsbolaget kontrollerar mer än 20 % men mindre än 50 % av rösterna i ett bolag utgör det senare ett intressebolag, se 1 kap. 5 § årsredovisningslagen.
- 6) DN 2008:8.
- 7) Se punkt 5 med kommentartext i Nasdaq Stockholms Regelverk för emittenter (1 januari 2019).