

Juridiska institutionen

Examensarbete 30 hp

Höstterminen 2015

Juristprogrammet

# Närståendetransaktioner

Självreglering blir lag

Anna Kristenson

Handledare: Rolf Skog

Examinator:



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

# Innehållsförteckning

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>4</b>
1.2 SYFTE.....	4
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR.....	5
1.4 METOD.....	5
1.5 DISPOSITION .....	5
<b>2. DIREKTIVET OM AKTIEÄGARES RÄTTIGHETER</b> .....	<b>6</b>
2.1 EU OCH BOLAGSRÄTTEN .....	6
2.2 GENOMFÖRANDET AV DIREKTIVET .....	6
2.3 OTILLRÄCKLIGT SKYDD MOT INTRESSEKONFLIKTER.....	7
2.3.1 Artikel 9 c.....	8
<b>3. GÄLLANDE RÄTT</b> .....	<b>11</b>
3.1 AKTIEBOLAGSLAGEN .....	11
3.1.1 Likabehandling .....	11
3.1.2 Generalklausulerna .....	12
3.1.3 Jäv.....	12
3.1.4. Vissa riktade emissioner .....	13
3.1.5. Förtäckt vinstutdelning.....	14
3.2 ÅRSREDOVISNINGSLAGEN.....	15
<b>4. SVENSK SJÄLVREGLERING</b> .....	<b>17</b>
4.1 TIDIGARE REGLERING.....	17
4.2 NUVARANDE REGLERING .....	17
4.3 AMN 2012:05 – PRINCIPUTTALANDE.....	18
4.3.1 Berörda parter och tillvägagångssätt.....	18
4.3.2 Tolkning av begreppen .....	18
4.4. AMN 2012:30 – BOLAGSLEDNINGENS EGEN BEDÖMNING .....	19
4.5. AMN 2013:40 – INFORMATIONUNDERLAGET .....	19
4.6 AMN 2014:49 – EN VIDARE TILLÄMPNING .....	21
4.7. SAMMANFATTNING AV NUVARANDE REGLERING .....	22
4.8. KRITIK MOT AMN 2012:05 .....	22
<b>5. FÖRSLAGETS MOTTAGANDE NATIONELLT</b> .....	<b>25</b>
5.1 SVERIGES REGERING.....	25
5.2 REMISSINSTANSER.....	25
<b>6. FÖRSLAGETS MOTTAGANDE INTERNATIONELLT</b> .....	<b>27</b>
6.1 EU:S INSTITUTIONER .....	27
6.1.1 Kommentar .....	28
6.2 DOKTRIN.....	29
6.2.1 Begränsat tillämpningsområde.....	29
6.2.2 Svaga skyddsåtgärder.....	30
6.2.3 Avsaknad av flexibilitet.....	31
6.2.4 Påföljder .....	32
<b>7. RÄTTSLIGA VERKTYG FÖR NÄRSTÅENDETRANSAKTIONER</b> .....	<b>34</b>
7.1 FOKUSERA PÅ DET BREDARE BEGREPPEP INTRESSEKONFLIKTER ISTÄLLET? .....	34
7.2 FÖRBUD .....	34
7.3 PROCESSUELLA SKYDDSÅTGÄRDER .....	35
7.4 OFFENTLIGGÖRANDE.....	36
7.5 FAIRNESS OPINION.....	37
7.6 GRANSKNING I EFTERHAND.....	37
7.7 FÖRUTSÄTTNING FÖR EFFEKTIVITET .....	38

<b>8. UTBLICK – RELATED PARTY TRANSACTIONS</b> .....	<b>39</b>
8.1 COMPANIES ACT.....	39
8.1.1 <i>Offentliggörande av egenintresse för bolagets ledning</i> .....	39
8.1.2 <i>Skyldighet att inhämta aktieägares godkännande</i> .....	41
8.1.3 <i>Kontrollerande aktieägare</i> .....	42
8.2 BÖRSENS REGELVERK .....	42
8.3 KOMMENTAR .....	45
<b>9. ANALYS</b> .....	<b>47</b>
9.1 HUR VÄL UPPFYLLER SVENSK RÄTT ARTIKEL 9 C? .....	47
9.2 SJÄLVREGLERING BLIR LAG .....	50
9.2.1 <i>Förbättringar</i> .....	52
9.2.2 <i>Hur den nya bestämmelsen kan fungera</i> .....	57
9.3 AVSLUTANDE REFLEKTIONER .....	57
<b>KÄLLFÖRTECKNING</b> .....	<b>60</b>

# 1. Inledning

I företagsvärlden förekommer det att aktieägare med stora innehav och företagsledare utnyttjar sitt informationsmässiga övertag och tillskansar sig ekonomisk vinning på bolagets och övriga aktieägares bekostnad. Ett sådant tillvägagångssätt är genom transaktioner som inte befinner sig på ”armlängds avstånd” – närståendetransaktioner. Problemet har fått stor uppmärksamhet på internationell nivå. I ett uttalande av European Corporate Governance Forum föreslås bland annat att transaktioner av viss betydande storlek som genomförs med närstående ska godkännas av bolagsstämman.<sup>1</sup> I en grönbok från EU-kommissionen utvecklas sedan förslaget och kommissionen har även presenterat ett förslag till ändring av direktiv 2007/36/EG (Aktieägarrättighetsdirektivet) där en reglering av närståendetransaktioner föreslås. Direktivet innehåller den nya artikeln 9 c om rätten att rösta i frågan om närståendetransaktioner och det är den artikelns förestående implementering i Sverige som är föremål för granskning och analys i min uppsats.

I Sverige är det främst inom självregleringens område som närståendetransaktioner över huvud taget regleras. I Aktiemarknadsnämndens uttalande 2012:05 anges hur sådana transaktioner ska genomföras för att vara förenliga med god sed på aktiemarknaden och likheter finns med kommissionens föreslagna artikel. Men de är inte identiska. Det grundläggande problemet är dock att kommissionens förslag inte anger självreglering som ett sätt för genomförandet av bestämmelserna. Sverige har således en reglering på området, men hur ska vi uppfylla kravet på implementering?

## 1.2 Syfte

Uppsatsens syfte är att analysera den svenska regleringen av närståendetransaktioner i ljuset av EU-kommissionens förslag. Syftet är också belysa den kritik som riktats mot förslaget samt att visa hur rättsliga verktyg vid reglering av närståendetransaktioner kan appliceras både på förslaget och den svenska regleringen. Brittisk reglering av närståendetransaktioner ska belysas i syfte att visa hur problemet regleras där och se om det finns aspekter som bör beaktas vid utformningen av den nya bestämmelsen.

---

<sup>1</sup> ECGF Statement 10 mars 2011, Statement of the European Corporate Governance Forum on

### **1.3 Frågeställningar**

Den huvudsakliga frågeställningen är hur en bra reglering av närståendetransaktioner bör se ut. Eftersom en stor del av regleringen i Sverige återfinns inom ramen för självreglering uppstår problem som leder till mer preciserade frågeställningar: i) i vilken utsträckning kan det materiella innehållet i AMN 2012:05 överföras till nationell lagstiftning och ii) vilka förbättringar skulle i det sammanhanget kunna göras av kommissionens förslag och därmed av AMN 2012:05.

### **1.4 Metod**

Jag har tillämpat en traditionell rättsvetenskaplig metod, innebärande att jag studerat lag, förarbeten och relevant doktrin. Jag har valt litteratur skriven av på området erkända författare för att få en så bra förståelse som möjligt för ämnet. Jag har också använt mig av Aktiemarknadsnämndens uttalanden för att belysa den svenska självregleringen. För att belysa kritiken mot AMN 2012:05 har jag använt mig av en artikel skriven av praktiker på området. Jag har valt att lyfta fram Sveriges regerings synpunkter och en del av de remissvar som lämnats på kommissionens förslag för att ge en bild av de frågor som är relevanta inför implementeringen. För att ge en bredd åt förståelsen för reglering av närståendetransaktioner lyfter jag fram utländsk rätt och internationellt erkänd doktrin. Jag har valt att fokusera på Storbritannien eftersom Sverige ofta hämtar inspiration därifrån på det börsrättsliga området. Jag har studerat brittisk lag, självreglering och doktrin.

### **1.5 Disposition**

I uppsatsen behandlas inledningsvis dels EU-kommissionens förslag dels den svenska regleringen. Därefter belyser jag hur förslaget har tagits emot på nationell och internationell nivå och lyfter fram vilka aspekter som tas upp som kritiska i förslaget. Sedan visar jag hur förslaget har kommenterats och analyserats i doktrin, där har även viktiga aspekter för hur närståendetransaktioner kan regleras presenterats. En internationell utblick görs sedan för att visa hur Storbritanniens reglering av närståendetransaktioner ser ut. Avslutningsvis görs en uppsamling av svensk reglering för att slutligt analysera i vilken utsträckning en godtagbar implementering av direktivet skulle kunna vara att överföra det materiella innehållet i den svenska självregleringen till lag.

## 2. Direktivet om aktieägares rättigheter

Inledningsvis ska EU:s arbete på bolagsrättens område kort presenteras. Jag övergår därefter till att mer i detalj beskriva relevanta delar av kommissionens förslag till ändring i aktieägarrättighetsdirektivet.

### 2.1 EU och bolagsrätten

Ända sedan 1960-talet har harmonisering av bolagsrätten pågått på EU-nivå.<sup>2</sup> En av grunderna i arbetet är att genomföra etableringsfriheten, vilken framgår av art. 50 i Fördraget om Europeiska Unionens funktionssätt (FEUF). Genomförandet sker främst genom direktiv men också förordningar.<sup>3</sup> Som Dotevall skriver har det därmed krävts att skyddet för minoritetsaktieägare och borgenärer är relativt lika i medlemsländerna. Aktieägarrättighetsdirektivet kan sägas vara ett led i utvecklandet av det skyddet eftersom dess huvudsyfte är att underlätta för aktieägare hemmahörande i en annan medlemsstat än bolaget att utöva sitt ägarinflytande.<sup>4</sup>

### 2.2 Genomförandet av direktivet

Bakgrunden till direktivet framgår bland annat av den handlingsplan som kommissionen antog år 2003. Kommissionen skriver där att ett centralt politiskt mål på bolagsrättens område är att säkerställa aktieägares rättigheter.<sup>5</sup> Vidare menar kommissionen att ett effektivt aktieägarskydd måste vara grunden för all bolagsrättspolitik. Inför implementeringen i Sverige konstaterades det att svensk lag till stor del uppfyllde direktivets krav.<sup>6</sup> Direktivet riktar sig till bolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad och fastslår i huvuddrag de rättigheter som tillkommer aktieägare i samband med bolagsstämma. Det handlar bland annat om kallelse till bolagsstämma, att en aktieägare har rätt att föra upp frågor på dagordningen, ställa frågor och lämna förslag till beslut, samt att aktieägaren har rätt att utse ett ombud vid stämman. Direktivet är också ett minimiharmoniseringsdirektiv, vilket innebär att medlemsstaterna vid genomförandet kan införa strängare regler till

---

<sup>2</sup> Dotevall, Aktiebolagsrätt fördjupning och komparativ belysning, s. 43.

<sup>3</sup> Dotevall, a.a. s. 44.

<sup>4</sup> Proposition 2009/10:247, s. 30.

<sup>5</sup> KOM (2003) 284 Slutlig, s. 8.

<sup>6</sup> Ds 2008:46, Direktivet om aktieägares rättigheter – förslag till genomförandeåtgärder, s. 47.

förmån för aktieägarkollektivet.<sup>7</sup> En del av de bestämmelser som fanns i direktivet hade emellertid motsvarighet i svensk självreglering, men eftersom direktiv ska implementeras genom nationellt bindande rättsakter om inget annat framgår saknade bestämmelserna i börsens regelverk och Svensk kod för bolagsstyrning betydelse vid genomförandet.<sup>8</sup>

### 2.3 Otilräckligt skydd mot intressekonflikter

I en handlingsplan från 2012 skriver kommissionen vilka initiativ man kommer inleda för att främja en modern bolagsrätt. Ett av dem är att engagera aktieägare, de ska uppmuntras att vara mer involverade i företagsstyrningen och ges fler möjligheter att övervaka transaktioner med närstående.<sup>9</sup> Vidare skriver man att de regler som finns på EU-nivå inte anses tillräckliga för att skydda aktieägarnas intressen. De existerande reglerna innebär att företag i sina årsbokslut ska lämna information om närståendetransaktioner i en not, där ska transaktionens storlek uppges, vilken typ av transaktion det är samt annan viktig information.<sup>10</sup> Det var European Corporate Governance Forum<sup>11</sup> som i ett uttalande efterlyste en bättre balans mellan företagsledningens makt och aktieägarnas inflytande angående närståendetransaktioner. Uttalandet anger också att det borde föreligga en skyldighet för ledningen att informera och inhämta aktieägarnas godkännande vid transaktioner av betydande storlek och att principerna borde vara gemensamma för medlemsstaterna.<sup>12</sup> Saken har också tagits upp i den grönbok som kommissionen publicerade 2011. Även där skrivs att reglerna om att i årsredovisningen synliggöra närståendetransaktioner som gjorts under året inte är tillräckligt. Regler borde utformas så att inför transaktioner som överstiger en viss storlek ska ett oberoende värderingsutlåtande inhämtas och aktieägarna som inte är inblandade ska få möjlighet att rösta om saken.<sup>13</sup> Kommissionen tar upp både uttalandet från European Corporate Governance Forum och diskussionen från grönboken i handlingsplanen och menar att

---

<sup>7</sup> Proposition 2009/10:247, s. 30.

<sup>8</sup> Ds 2008:46 Direktivet om aktieägares rättigheter – förslag till genomförandeåtgärder s. 49. Jmfr Bernitz och Kjellgren, Europarättens grunder, s. 32.

<sup>9</sup> KOM (2012) 740 slutlig s. 4.

<sup>10</sup> Se direktiv 78/660/EEG artikel 43.1.7 och direktiv 83/349/EEG artikel 34.7.

<sup>11</sup> Mer om European Corporate Governance Forum  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm)

<sup>12</sup> ECGF Statement 10 mars 2011, Statement of the European Corporate Governance Forum on related party transactions.

<sup>13</sup> KOM (2011) 164 slutlig s. 17.

mot bakgrund av det så anser man att aktieägarnas inflytande över närstående transaktioner borde stärkas. Eventuellt ska det göras genom en ändring av aktieägarrättighetsdirektivet, skriver kommissionen då.<sup>14</sup>

### 2.3.1 Artikel 9 c

Kommissionen presenterar sitt förslag till ändring i aktieägarrättighetsdirektivet den 9 april 2014. I motiveringen står att det de senaste åren har identifierats brister i de börsnoterade bolagens företagsstyrning och att de två huvudsakliga problemen har varit otillräcklig insyn och otillräckligt aktieägarengagemang. Reglerna i förslaget gäller således endast börsnoterade bolag, i syfte att bland annat öka öppenheten.<sup>15</sup> I konsekvensbedömningen står särskilt om aktieägares insyn över närstående transaktioner, där skriver kommissionen att för närvarande har aktieägare inte tillgång till tillräcklig information *före* (min kursivering) en närstående transaktion genomförs. Aktieägarna har inte heller tillfredställande medel att motsätta sig en sådan transaktion.<sup>16</sup> Kommissionen skriver också att regelverken rörande aktieägarnas insyn vid närstående transaktioner ser olika ut i medlemsländerna, vilket leder till att övervakning av företagen vid gränsöverskridande investeringar innebär kostnader för investerarna.<sup>17</sup> Införandet av gemensamma regler ska motverka sådan informationsasymmetri samt att harmoniseringen också avser att främja gränsöverskridande investeringar.<sup>18</sup>

Artikeln som kommissionen föreslår lyder:

*”Artikel 9c*

#### ***Rätten att rösta om transaktioner mellan närstående parter***

*1. Medlemsstaterna ska se till att företagen offentliggör transaktioner mellan närstående parter som omfattar över 1 % av deras tillgångar vid tidpunkten när transaktionen genomförs och låta offentliggörandet åtföljas av en rapport från en oberoende tredje part som bedömer om den skett på marknadsvillkor och bekräftar*

---

<sup>14</sup> KOM (2012) 740 slutlig s. 9 f.

<sup>15</sup> KOM (2014) 213 slutlig s. 2.

<sup>16</sup> KOM (2014) 213 slutlig s. 5.

<sup>17</sup> KOM (2014) 213 slutlig s. 6.

<sup>18</sup> KOM (2014) 213 slutlig s. 7.



*att transaktionen är skälig och rimlig från aktieägarnas, inklusive minoritetsägarnas, synpunkt. Meddelandet ska innehålla information om typen av relation till den närstående parten, namn på den närstående parten, transaktionens belopp och all övrig information som krävs för att bedöma transaktionen.*

*Medlemsstaterna får föreskriva att företagen kan begära att deras aktieägare undantar dem från kravet i första stycket att aviseringen om en transaktion med en relaterad part ska åtföljas av en rapport från en oberoende tredje part i fall av klart definierade typer av återkommande transaktioner med en identifierad relaterad part under en period som inte överstiger 12 månader efter det att undantaget beviljades. Om transaktionen med den relaterade parten inbegriper en aktieägare ska denna aktieägare uteslutas från omröstningen om undantag på förhand.*

*2. Medlemsstaterna ska se till att transaktionerna med relaterade parter som står för mer än 5 % av företagets tillgångar eller transaktioner, vilka kan ha en betydande inverkan på lönsamhet eller omsättning ska godkännas genom röstning på bolagsstämman. Om transaktionen med den relaterade parten inbegriper en aktieägare ska denna aktieägare uteslutas från omröstningen. Företaget ska inte inleda transaktionen innan den godkänts av aktieägarna. Företaget får dock inleda transaktionen under förutsättning att den godkänts av aktieägarna.*

*Medlemsstaterna får föreskriva att företagen kan begära aktieägarnas förhandsgodkännande av de transaktioner som avses i första stycket i fall av klart definierade typer av återkommande transaktioner med en identifierad relaterad part under en period som inte överstiger 12 månader efter förhandsgodkännandet av transaktionerna. Om transaktionen med den relaterade parten inbegriper en aktieägare ska denna aktieägare uteslutas från omröstningen om förhandsgodkännande.*

*3. Transaktioner med närstående part som genomförs med samma närstående part som transaktioner som har slutförts under de föregående tolv månaderna och som inte godkänts av aktieägarna ska läggas samman i syfte att tillämpa punkt 2. Om värdet av dessa samlade transaktioner överskrider 5 % av tillgångarna ska den transaktion som innebär att detta tröskelvärde överskrids och alla därpå följande*

*transaktioner med samma närstående part underställas aktieägarna för omröstning och kan endast slutföras utan förbehåll efter godkännande av aktieägarna.*

*4. Medlemsstaterna får utesluta transaktioner som inletts mellan företaget och en eller flera av gruppmedlemmarna från kravet i punkterna 1, 2 och 3, under förutsättning att dessa gruppmedlemmar helt ägs av företaget.”<sup>19</sup>*

Med begreppet ”närstående” avses enligt kommissionen samma krets som i internationell redovisningsstandard.<sup>20</sup> Standarden har också antagits av Europaparlamentets och rådets förordning EG 1606/2002. Termen syftar antingen på en fysisk person som utövar eller har ett bestämmande inflytande eller är en nyckelperson i företaget, eller ett företag som ingår i samma koncern, på olika sätt är involverat i samma joint venture eller kontrolleras av samma fysiska person.<sup>21</sup>

Vid en första anblick träder fyra situationer fram i vilka artikeln skulle bli tillämplig:

- När företaget genomför transaktioner med närstående som omfattar mer än 1 % av bolagets tillgångar (hädanefter informationskravet).
- Transaktioner med närstående som omfattar mer än 5 % av bolagets tillgångar (hädanefter den kvantitativa delen av röstningskravet).
- Transaktioner med närstående som kan antas få en betydande inverkan på omsättning eller lönsamhet (hädanefter den kvalitativa delen av röstningskravet).<sup>22</sup>
- När flera mindre transaktioner genomförts inom loppet av en tolv månadersperiod med samma närståendepart och att de tillsammans omfattar 5 % av bolagets tillgångar (hädanefter kumulationskravet).

Kraven som ställs på bolagen beror på vilken av de fyra typerna av transaktioner det rör sig om.

---

<sup>19</sup> KOM (2014) 213 slutlig s. 25.

<sup>20</sup> KOM (2014) 213 slutlig s 18.

<sup>21</sup> IAS 24 s. 2.

<sup>22</sup> Jmfr Enriques, L., Related Party Transactions: Policy Options and Real World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal), där termerna ”quantitative” och ”qualitative” används.

## 3. Gällande rätt

Mot bakgrund av kommissionens förslag övergår jag nu till att belysa den svenska regleringen som berör närståendeansatktioner.

### 3.1 Aktiebolagslagen

Det finns åtskilliga regler i aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL") som syftar till att skydda minoritetsaktieägare mot att kontrollägare och ledning utnyttjar sina närståendeansatktioner. De som jag avser att lyfta fram är reglerna om likabehandling, jäv, generalklausulen, vissa riktade emissioner samt om värdeöverföringar.

#### 3.1.1 Likabehandling

En grundläggande princip är att alla aktier har lika rätt i bolaget, den framgår av 4 kap. 1 § ABL, den s.k. likhetsprincipen. Vilka rättigheter som avses framgår dels av undantagen i 4 kap. 2-5 §§, dels ordalydelsen "lika rätt i bolaget".<sup>23</sup> Likhetsprincipen innebär att utan stöd i lag eller bolagsordning får ingen aktieägare sättas i sämre eller bättre ställning än någon annan, samt att samtliga aktieägare ska ges lika möjligheter att få nytta av sitt delägarskap.<sup>24</sup> Principen är tillämplig till exempel vid vinstutdelning, röstning på bolagsstämma, vid likvidation samt värdeöverföringar från bolaget.<sup>25</sup> En avvikelse från principen är tillåten vid ett enskilt tillfälle om de aktieägare som drabbas lämnar sitt samtycke, avsteg kan även göras efter en avvägning mellan minoritetens intresse av att den upprätthålls och majoritetens intresse av att ett avsteg görs och där majoritetens i så fall är avsevärt större.<sup>26</sup> Eftersom likhetsprincipen endast gäller aktieägare emellan<sup>27</sup> hindrar den en närståendeansatktion som gynnar en aktieägare framför andra. Däremot är den till föga hjälp vid ansatktioner som sker mellan bolaget och en närstående som *inte* är aktieägare. Bolagets aktieägare har istället möjlighet att invända mot ett beslut som de anser vara till skada för bolaget och till nytta för annan än en aktieägare genom generalklausulerna.

---

<sup>23</sup> Johansson, Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 158.

<sup>24</sup> Dotevall, a.a. s. 298 f.

<sup>25</sup> Af Sandeberg, Aktiebolagsrätten, s. 133.

<sup>26</sup> Johansson, a.a. s. 159.

<sup>27</sup> Af Sandberg, a.a. s. 134.

### 3.1.2 Generalklausulerna

Generalklausulerna i 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § innebär att bolagsorganen inte får fatta beslut eller företa rättshandling som är ägnade att ge en otillbörlig fördel åt aktieägare eller någon annan, som är till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Regeln gäller dels bolagets styrelse och annan ställföreträdare enligt 8 kap. 41 § ABL, dels bolagsstämman enligt 7 kap. 47 § ABL. Den är endast tillämplig på åtgärder som inneburit en nackdel för bolaget eller en aktieägare, och träffar alltså inte åtgärder som endast inneburit en fördel för en aktieägare eller någon annan utanför tillämpningsområdet.<sup>28</sup> Johansson skriver att generalklausulerna främst har till syfte att träffa de åtgärder eller beslut där tillåten avvikelser från likhetsprincipen gjorts, men avvikelserna varit så stora att de kan anses bringa otillbörlig fördel samt att de också varit till nackdel. I övrigt kan de användas mot åtgärder som inte formellt berör aktieägares lika rätt, men som ändå reellt gynnar en aktieägare på andras bekostnad.<sup>29</sup> Det behöver heller inte visas på faktisk otillbörlig fördel åt någon eftersom klausulerna förbjuder beslut som är ägnade att bereda sådan fördel.<sup>30</sup> Reglerna medger att beslut tas om *värdeskapande* närståendetransaktioner eftersom de inte är ägnade att ge en otillbörlig fördel åt någon eller innebär skada för bolaget. Transaktionen kan då anses vara ”företagsekonomiskt riktig eller försvarlig” och en sådan transaktion kan inte betecknas som otillbörlig.<sup>31</sup> Bestämmelsernas räckvidd är dock svårtolkad och då främst med syfte på rekvisitet ”otillbörlig fördel”, det leder till att de också är svåra att tillämpa.<sup>32</sup> Bestämmelserna hindrar emellertid bolagsorganen att fatta beslut om närståendetransaktioner som kan vara ägnade att ge den närstående aktören en otillbörlig fördel.<sup>33</sup>

### 3.1.3 Jäv

En styrelseledamot eller verkställande direktör är förhindrad att delta i beslutsfattande där denne själv kan antas ha intressen som strider mot bolagets. I 8 kap. 23 och 34 §§ behandlas tre typer av jäv: handläggningsjäv där ledamoten kan ha ett personligt

---

<sup>28</sup> Af Sandberg, a.a. s. 134.

<sup>29</sup> Johansson, a.a. s. 160.

<sup>30</sup> Andersson, Johansson och Skog, ABL: en kommentar, kap. 1-10, 7:93.

<sup>31</sup> Prop. 1973:93 s.137 jmf med Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino 2015-09-22.

<sup>32</sup> Samuelsson, Karnov, kommentaren till ABL, not 613.

<sup>33</sup> Jmf till exempel NJA 2000 s. 404 där styrelsen fattat beslut om att till underpris överlåta all verksamhet i bolaget till ett bolag som var helägt av majoritetsägaren. Transaktionen bedömdes vara otillbörlig.

intresse som inte stämmer med bolagets, intressejäv där bolaget ingår avtal med tredje man där ledamoten kan ha ett intresse som strider mot bolagets och ställföreträdarjäv, där ledamoten är förhindrad att delta i beslut rörande bolaget och en annan juridisk person där ledamoten är ställföreträdare.<sup>34</sup> Däremot finns inte motsvarande regler rörande en aktieägares eventuella intresse som kan strida mot bolagets. Aktieägare är dock förhindrade att delta när bolagsstämman ska rösta om talan eller skadeståndsansvar gentemot aktieägaren för att denne har skadat bolaget. Aktieägaren får inte heller delta om det rör talan eller skadeståndsansvar gentemot någon annan där aktieägaren har ett väsentligt intresse som kan strida mot bolagets enligt 7 kap. 46 § ABL. Reglerna kan åsidosättas om samtliga aktieägare lämnar sitt samtycke till det.<sup>35</sup>

Tidigare fanns en regel i 1944 års aktiebolagslag om att aktieägare inte fick delta i behandlingen av avtal mellan denne och bolaget eller frågor om avtal mellan bolaget och tredje man där aktieägaren kunde ha ett väsentligt intresse som stred mot bolagets.<sup>36</sup> Regeln hade betydelse främst när den jävige aktieägaren hade en majoritet av aktierna. Den togs bort i samband med införandet av aktiebolagslag (1975:1385). I förarbetena står att ett åsidosättande av majoritetens önskemål till förmån för minoriteten inte nödvändigtvis leder till ett bättre beslut i frågan.<sup>37</sup> Sedan dess har inga liknande regler om jäviga aktieägare återinförts. Jävsreglerna hindrar således aktörer i *bolagets ledning* att delta i handläggning av ärenden där de själva kan ha ett eget intresse som inte är det samma som bolagets, vilket därmed inför en närståendetransaktion innebär att berörd ledamot inte får medverka.

#### **3.1.4. Vissa riktade emissioner**

Vid beslut om nyemission av aktier, emission av konvertibler eller teckningsoptioner i publika aktiebolag och dess dotterbolag kan bolagsstämman besluta att rikta emissionen till en särskild personkrets. Reglerna om sådana emissioner finns i 16 kap. ABL de s.k. Leo-reglerna.<sup>38</sup> I korthet innebär de att sådana emissioner inte får beslutas av styrelsen med stöd av bemyndigande utan måste beslutas av stämman och

---

<sup>34</sup> Af Sandeberg, a.a. s. 142 f.

<sup>35</sup> Andersson, Johansson och Skog, a.a. s. 8:56.

<sup>36</sup> Proposition 1975:103 s. 391.

<sup>37</sup> Proposition 1975:103 s. 391 och SOU 1971:15 s. 228.

<sup>38</sup> Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, s. 239.

att stämmans beslut måste fattas med nio tiondelars majoritet av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädde aktierna. Reglerna har sin bakgrund i en affär där en grupp företagsledare fått förhandsteckna aktier i företaget Leo AB till ett förmånligt pris.<sup>39</sup> De som omfattas av reglerna och således alltid kräver bolagsstämmans godkännande innan de erhåller företrädesrätt är enligt 16 kap. 2 § ABL bland andra styrelseledamot, verkställande direktör, andra anställda i bolaget och make eller sambo till dem. Personkretsen benämns inte uttryckligen som ”närstående” i lagtexten men det är en krets som direkt eller indirekt typiskt sett kan ha insyn i bolaget och som därmed på grund av sitt informationsövertag kräver bolagsstämmans godkännande. Det är också den här uppräknings som legat till grund för Stockholmsbörsens regelverk, varom mera nedan.

### 3.1.5. Förtäckt vinstutdelning

En annan typ av bestämmelser som tar sikte på transaktioner till och från bolaget är de i 17 kap. 1-2 §§ ABL om värdeöverföringar. Det är i detta sammanhang i första hand 17 kap. 1 § 4p. som är av intresse. Sådana transaktioner kallas förtäckt vinstutdelning och är en affärshändelse som innebär att bolagets förmögenhet minskar och samtidigt inte har affärsmässig karaktär för bolaget. En sådan tänkbar transaktion skulle kunna vara att bolaget säljer en tillgång för billigt alternativt köper för dyrt av en aktör som kan anses vara närstående till bolaget. Till skillnad från de formliga värdeöverföringarna saknar ABL regler för beslutsfattande rörande förtäckta vinstutdelningar. Som Skog skriver får ledning sökas i själva syftet med bolagets verksamhet för att se bolagsorganens handlingsutrymme vid förtäckta vinstutdelningar.<sup>40</sup> Det framgår av 3 kap. 3 § ABL att om syftet är *ett annat* (min kursivering) än att ge vinst till aktieägarna ska det anges i bolagsordningen – syftet får därmed sägas vara att bereda aktieägarna vinst om inget annat framhålls i bolagsordningen.<sup>41</sup> Det är också en allmängiltig huvudregel att bolagsorganen inte får fatta beslut som strider mot vinstsyftet.<sup>42</sup> Regeln är emellertid till för att skydda aktieägarna vilket ger att den kan åsidosättas om samtliga aktieägare lämnar sitt

---

<sup>39</sup> Sunesson, Tjugo år av skandaler vi minns, Svenska Dagbladet 29/12 2003.  
<http://www.svd.se/tjugo-ar-av-skandaler-vi-minns>

<sup>40</sup> Skog, a.a. s. 105 f.

<sup>41</sup> Jmfr Andersson, Johansson och Skog, a.a. s. 3:10.

<sup>42</sup> Skog, a.a. s. 106

samtycke.<sup>43</sup> Tillvägagångssättet vid förtäckta vinstutdelningar är därmed inte uttryckt i lagtexten. En icke-affärsmässig värdeöverföring måste dock, likt alla värdeöverföringar i 17 kap. ABL, hålla sig inom ramen för beloppsspärren och försiktighetsregeln i 17 kap. 3 §. Skulle en förtäckt vinstutdelning strida mot de kapitalskyddsreglerna är mottagaren återbetalningsskyldig enligt 17 kap. 6 § ABL om bolaget visar att denne insåg eller borde ha insett att transaktionen innebar en värdeöverföring från bolaget. Godkännande från samtliga aktieägare innebär således att en närståendetransaktion som strider mot bolagets vinstsyfte kan genomföras, förutsatt att affären uppfyller 17 kap. 3 § ABL.

### **3.2 Årsredovisningslagen**

I 5 kap. 12a § årsredovisningslagen (1995:1554) ("ÅRL") föreskrivs att större företag ska lämna upplysningar om betydande transaktioner som har genomförts på andra än marknadsmässiga villkor mellan företaget och en i paragrafen uppräknad personkrets. Med "större företag" avses enligt 1 kap. 3 § ÅRL antingen ett företag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad, eller ett företag som uppfyller de gränser för antalet anställda, storlek på balansomslutning och nettoomsättning som bestämmelsen anger. För att bedöma om en transaktion har genomförts på marknadsmässiga villkor kan ledning hämtas i förarbetena till ABL, där diskrepansen mellan parternas prestationer har stor betydelse.<sup>44</sup> Kravet innebär att berörda företag ska lämna upplysningar om sådana transaktioner antingen genom noter i årsredovisningen eller i balans- eller resultaträkningen enligt 5 kap. 1 § ÅRL. Det framgår även av 5 kap. 12 b § ÅRL att upplysningar om närståendetransaktioner kan lämnas i samlad form, förutsatt att det rör samma typer av transaktioner och att information om varje enskild affär inte är nödvändig för att kunna bedöma deras påverkan på företagets ställning.

Den närståendekrets som nämns är vidare än i Leo-reglerna och inbegriper, till skillnad från Leo-reglerna, i p. 6 "en fysisk person som har betydande inflytande över företaget". Det är en person som via aktieinnehav, stadgar eller avtal kan delta i beslut rörande företagets operationella och finansiella strategier.<sup>45</sup> Reglerna har emellertid

---

<sup>43</sup> Proposition 2004/05:85 Ny Aktiebolagslag s. 749.

<sup>44</sup> Proposition 2004/05:85 Ny Aktiebolagslag s. 748.

<sup>45</sup> IAS 24 s. 3

olika bakgrund och reglerar olika områden; Leo-reglerna syftar till en specifik transaktionstyp som bolagsstämman måste godkänna medan ÅRL anger vad företag ska lämna upplysningar om i sin årsredovisning och berör således inte aktieägarna på samma sätt. Även mindre företag som är publika ska enligt 5 kap. 12 a § 2 st ÅRL lämna upplysningar om närståendetransaktioner som har ingåtts med en aktieägare med betydande innehav eller med en styrelseledamot. ÅRL innebär således att transaktionerna synliggörs, men inte att de kan förhindras.



## 4. Svensk självreglering

För bolag noterade på Stockholmsbörsen gäller de regler som är utformade av börsen och de återfinns i NASDAQ OMX Stockholms regelverk för emittenter (emittentreglerna). Utöver det ska bolagen också följa vad som är god sed på den svenska aktiemarknaden.<sup>46</sup>

### 4.1 Tidigare reglering

Fram till år 2012 innehöll emittentreglerna en regel om närståendetransaktioner; punkt 4.1. Börsen ansåg att den typen av frågor låg närmare Aktiemarknadsnämndens mandat eftersom det handlar om bolagsstyrningsfrågor, så regeln togs bort ur regelverket 1 februari 2012.<sup>47</sup> Kortfattat innebar den att om ett noterat bolag eller dess dotterbolag skulle överlåta aktier eller rörelse till en befattningshavare i bolaget och överlåtelserna var av väsentlig betydelse skulle bolagsstämman godkänna transaktionen. Motsvarande gällde också när bolaget förvärvade tillgångar från en befattningshavare. Med ”befattningshavare” avsågs enligt regeln samma personkrets som Leo-reglerna, samt större ägare i bolaget eller i ett bolag i samma koncern och make, sambo eller omyndiga barn till en sådan ägare. Även juridiska personer där befattningshavaren hade ett bestämmande inflytande omfattades.<sup>48</sup>

### 4.2 Nuvarande reglering

Numera är det som nämnt istället Aktiemarknadsnämnden som ska bedöma börsbolags agerande i samband med närståendetransaktioner. Aktiemarknadsnämndens uppgift är att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på aktiemarknaden.<sup>49</sup> Nu följer en redogörelse för vad som anses vara god sed på aktiemarknaden sedan punkt 4.1 ströks ur emittentreglerna. Fokus ligger därmed på uttalanden som gjorts av nämnden.

---

<sup>46</sup> NASDAQ OMX Stockholm Regelverk för emittenter 5.1.

<sup>47</sup> NASDAQ OMX, Regulatory Notice, Meddelande om förändringar i emittentsregelverket, 11-12-22.

<sup>48</sup> Stattin, D., Working Paper 2010:12 Uppsala Universitet, Närståendetransaktioner på aktiemarknaden, s. 14 f.

<sup>49</sup> Aktiemarknadsnämnden. Om Aktiemarknadsnämnden.

[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden\\_\\_25](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25).

### **4.3 AMN 2012:05 – principuttalande**

I samband med beslutet att stryka punkt 4.1 ur emittentreglerna valde Aktiemarknadsnämnden att göra ett uttalande om hur man allmänt ser på närståendetransaktioner och vad som är god sed i sammanhanget.

#### **4.3.1 Berörda parter och tillvägagångssätt**

De bolag som omfattas är de vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller föremål för handel på handelsplattformarna NASDAQ OMX First North, Nordic MTF eller AktieTorget, samt dotterbolag till ett sådant bolag. Om något av de nämnda bolagen beslutar att överlåta andelar i dotterbolag, rörelse eller andra tillgångar till en befattningshavare eller en stor aktieägare och överlåtelser inte är av oväsentlig betydelse för bolaget, krävs en viss beslutsordning. Det samma gäller om bolaget beslutar att förvärva andelar eller aktier i ett annat företag eller förvärva rörelse eller andra tillgångar från nämnda aktörer. Transaktionen ska i så fall föreläggas bolagsstämman i bolaget eller moderbolagets bolagsstämma, om transaktionen genomförs i ett dotterbolag. Ett värderingsutlåtande ska inhämtas av styrelsen från oberoende expertis som grund för bolagsstämmans beslut, styrelsen ska också upprätta en redogörelse för den tänkta transaktionen. Informationen som styrelsen ta fram ska sedan publiceras på bolagets hemsida i god tid före bolagsstämman. Stämmans beslut fattas med enkel majoritet men den berörda partens aktier får inte räknas med.<sup>50</sup>

#### **4.3.2 Tolkning av begreppen**

Precis som när regeln fanns i emittentreglerna avses med ”befattningshavare” samma personkrets som anges i Leo-reglerna och personer som nyligen tillhört den. Med ”stor aktieägare” menas den som innehar minst tio procent av rösterna eller andelarna i bolaget, eller motsvarande ägande i moderbolaget om transaktionen genomförs i ett dotterbolag. Med fysisk ägare avses också dennes make, sambo och den som står under ägarens vårdnad. Även en juridisk person som ägaren har bestämmande inflytande över, ensam eller tillsammans med nyss nämnda, anses vara ”stor aktieägare”. För att avgöra om transaktionen är av ”icke oväsentlig betydelse” ska en bedömning göras utifrån dess påverkan på ställning och resultat i bolaget.<sup>51</sup>

---

<sup>50</sup> AMN 2012:05 s. 1 f.

<sup>51</sup> AMN 2012:05 s. 2 f.

Aktiemarknadsnämnden har genom uttalandet klarlagt vilka som berörs och hur bolag ska gå till väga inför en närståendetransaktion. Jag kommer nu att belysa uttalanden som gjorts efter principuttalandet för att klarlägga god sed än mer.

#### **4.4. AMN 2012:30 – bolagsledningens egen bedömning**

Frågan som nämnden behandlade i uttalandet var om den beslutsordning som föreskrivs i AMN 2012:05 behövde iaktas i det fall att det svenska aktiemarknadsbolaget avsåg att sälja inkråm till två som var anställda vid bolagets utländska dotterbolag. Bolaget menade att man gjort bedömningen att den ekonomiskt mest fördelaktiga affären för aktieägarna var att sälja inkråmet till de två anställda, jämfört med alternativet att avveckla berörd verksamhet.

Aktiemarknadsnämnden skriver i sitt uttalande: ”Frågan om en transaktion är ekonomiskt fördelaktig eller inte ska inte tillmätas betydelse vid avgörande av om Aktiemarknadsnämndens uttalande 2012:05 behöver följas.”<sup>52</sup> Vidare uttalar nämnden att det istället är upp till aktieägarna att besluta om det är det mest fördelaktiga och att kraven i AMN 2012:05 syftar just till att de ska få information för att själva avgöra fördelarna med transaktionen.<sup>53</sup> I uttalandet bedömer nämnden också om den tänkta transaktionen är av ”icke oväsentlig betydelse”. Man tittar då på köpeskillingen i relation till koncernens offentliggjorda resultat och de redovisade nyckeltalen och kommer fram till att transaktionen är av ”icke oväsentlig betydelse” och att 2012:05 därför ska iaktas.<sup>54</sup>

Uttalandet visar att även om bolagsledningen funnit det tillvägagångssätt man bedömer vara det bästa för bolaget utgör det inte en godtagbar anledning att åsidosätta beslutsordningen i AMN 2012:05.

#### **4.5. AMN 2013:40 – informationsunderlaget**

Ärendets material är omfattande och detaljerna allt för invecklade för att utredas här, men nämnden bedömde om den information som lämnats till aktieägarna inför och under en extra insatt bolagsstämma i moderbolaget (holdingbolag) i samband med närståendetransaktioner kunde anses tillräcklig för att uppfylla kraven i AMN

---

<sup>52</sup> AMN 2012:30 s. 5

<sup>53</sup> AMN 2012:30 s. 5

<sup>54</sup> AMN 2012:30 s. 5 f.

2012:05. På bolagsstämman skulle det bland annat beslutas om en aktieöverlåtelse. En av moderbolagets aktieägare, tillika gift med moderbolagets styrelseordförande, skulle överlåta sitt innehav (88 %) i koncernens enda aktivt verksamhetsbedrivande dotterbolag till ett annat dotterbolag i koncernen. I det förvärvande bolaget satt aktieägarens make också som styrelseledamot. Det skulle även beslutas om en överlåtelse av det verksamhetsbedrivande dotterbolagets huvudsakliga tillgångar till ett utomstående bolag. Ägaren av det förvärvande bolaget var samma person som också överlätit sitt aktieinnehav i det avyttrande bolaget.

Nämnden fokuserar i sitt övervägande på överlåtelsen av dotterbolagets tillgångar och konstaterar inledningsvis att transaktionen rör aktörer som kan anses vara närstående, eftersom köparens make fram till den extra bolagsstämman var styrelseordförande i moderbolaget. Vidare är överlåtelserna av inte oväsentlig betydelse för moderbolaget.<sup>55</sup> Nämnden skriver inte på vilka grunder den bedömningen görs. Frågeställaren menar att det är av icke oväsentlig betydelse eftersom bolaget är det enda verksamhetsbedrivande bolaget i koncernen, att det töms på tillgångar påverkar också moderbolaget.<sup>56</sup> Moderbolagets styrelse menade att man var i ett mycket problematiskt läge vid tidpunkten inför den extra stämman och att det saknades förutsättningar för styrelsen att ta fram en trovärdig värdering av dotterbolagets tillgångar. Nämnden är av en annan uppfattning och menar att det inte kan ha inneburit oöverkomliga svårigheter för styrelsen att ta fram nödvändigt underlag.<sup>57</sup> Nämnden konstaterar också att föreskrifterna i principuttalandet endast följts till viss del genom att beslutet hänskjutits till bolagsstämman, men att informationen som presenterats varit otillräcklig och att de krav som ställs på ett bolag inför en närståendetransaktion inte kan anses uppfyllda.

Nämnden förtydligar att principuttalandet 2012:05 och dess föregående regler syftar till att aktieägarna ska säkerställas ett relevant och objektivt beslutsunderlag. De komplicerade förhållanden som förelåg i det här fallet ändrar inte det.<sup>58</sup> Uttalandet

---

<sup>55</sup> AMN 2013:40 s. 10.

<sup>56</sup> AMN 2013:40 s. 6.

<sup>57</sup> AMN 2013:40 s. 11.

<sup>58</sup> AMN 2013:40 s. 12.

visar att de informationskrav som ställs på bolagets ledning är relativt långtgående. I vilka situationer som undantag från AMN 2012:05 kan göras är därmed inte klarlagt.

#### **4.6 AMN 2014:49 – en vidare tillämpning**

Frågeställaren var ett bolag som skulle genomföra en omstrukturering. Bolaget ville veta Aktiemarknadsnämndens syn på två tänkta tillvägagångssätt och om de var förenade med god sed på aktiemarknaden. I bolaget fanns en huvudägare vars innehav uppgick till över 50 % av aktierna; en juridisk person som i sin tur ägdes av en fysisk person som också var styrelseledamot i bolaget. Bolagets verksamhet bedrevs delvis i ett dotterbolag, som representerade 40 % av koncernens omsättning och 10 % av koncernens tillgångar året 2014 och det var dotterbolaget man avsåg att sälja. Det tillvägagångssätt som nämnden hade synpunkter på var att ett erbjudande att förvärva aktier i dotterbolaget till marknadspris i förhållande till sina innehav skulle riktas till moderbolagets aktieägare. I de fall erbjudandet inte accepterades skulle subsidiär tilldelning av aktierna ske till de aktieägare som anmält intresse för det. Huvudägarens avsikt var att förvärva dels sin andel i erbjudandet och sedan de aktier som kvarstod efter den subsidiära tilldelningen.<sup>59</sup> Frågan var ifall huvudägarens tänkta förvärv var en sådan närståendetransaktion som omfattades av uttalandet AMN 2012:05.

Först skriver nämnden att kraven i AMN 2012:05 syftar till att motverka den intressekonflikt som riskerar att uppstå när börsbolag gör överlåtelser till någon som är närstående. I det här fallet var avsikten att erbjudandet skulle göras till samtliga aktieägare, vilket normalt inte aktualiserar beslutsordningen i uttalandet och enligt nämnden ska det inte heller generellt göra det. Omständigheterna i fallet var emellertid av särskild karaktär eftersom huvudägarens avsikt inte bara var att förvärva sin andel utan även utöver det, dock utan att innehavet skulle överstiga 90 % av aktierna. De angivna förhållandena leder enligt nämnden därför till att god sed på aktiemarknaden förutsätter att AMN 2012:05 iakttas.<sup>60</sup>

Uttalanden är inte särskilt omfattande eller detaljerat. Klart är att huvudägaren kan anses vara en ”stor aktieägare” eftersom innehavet uppgick till över 10 % av aktierna

---

<sup>59</sup> AMN 2014:49 s. 2.

<sup>60</sup> AMN 2014:49 s. 4.

i bolaget före transaktionen. Transaktionen torde också vara av ”icke oväsentlig betydelse” då avknoppningen gick ut på att den del av verksamheten som stod för relativt stor del av koncernens omsättning och tillgångar skulle säljas. Kraven i principuttalandet innebar att bolagsstämman skulle få godkänna erbjudandet och att huvudägarens aktier inte skulle beaktas. Nämnden skriver att principuttalandet inte generellt ska anses tillämpligt på situationer likt den aktuella. Därför är det också svårt att dra några generella slutsatser av uttalandet annat än att det grundläggande syftet bakom kraven i uttalandet är att skydda aktieägarna redan mot *risk*en (min kursivering) för att en intressekonflikt uppstår vid närståendetransaktioner.<sup>61</sup>

#### **4.7. Sammanfattning av nuvarande reglering**

Redogörelsen för de offentliggjorda uttalanden som gjorts av Aktiemarknadsnämnden sedan regeln togs bort ur emittentreglerna visar att det ställs relativt höga krav på bolagsledningen inför en planerad närståendetransaktion. Situationer som normalt inte föranleder att beslutsordningen i AMN 2012:05 iakttas kan ändå göra det om en helhetsbedömning av omständigheterna innebär en risk för intressekonflikter. Om bolagsledningen anser sig ha gjort bedömningen i bolagets bästa och uteslutit de alternativ som inte är lika ekonomiskt fördelaktiga som den planerade närståendetransaktionen är det inte skäl till att åsidosätta AMN 2012:05. Bedömningen om vad som är mest fördelaktigt ska göras av bolagsstämman.

#### **4.8. Kritik mot AMN 2012:05**

I Juridisk Tidskrift skriver advokat Peder Grandinson och advokat Ulf Grubbström en artikel om Aktiemarknadsnämndens principuttalande.<sup>62</sup> De frågar sig om uttalandet verkligen omfattar alla de typer av transaktioner där en risk för intressekonflikter förekommer och om uttalandet erbjuder en tillräckligt tydlig och förutsebar regel som inte hindrar legitima affärstransaktioner. De menar att Aktiemarknadsnämnden har skapat en generell bolagsstämmojävsregel eftersom jäv alltid föreligger enligt uttalandet om ett noterat bolag eller dess dotterbolag beslutat att överlåta eller förvärva tillgångar eller rörelse till respektive från någon som anses närstående. Detta gäller oavsett om det föreligger en faktisk intressekonflikt eller inte. Grandinson och Grubbström menar därför att nämnden försökt åstadkomma en objektiv, men också

---

<sup>61</sup> Jmfr AMN 2012:30 s. 4.

<sup>62</sup> Grandinson P., och Grubbström U., JT nr. 1 2013/14, Aktiemarknadsnämndens närståenderegler, s. 45-65.

avgränsad jävsregel eftersom det bara gäller förvärv och överlåtelse.<sup>63</sup> Vidare skriver de också att det får förmodas att nämnden anser att generalklausulerna i ABL inte ger ett fullgott skydd då den lösningen är *ex post* medan AMN 2012:05 som nämnden uttalat är skyddsregler *ex ante*. För att en sådan jävsregel ska ge ett effektivt skydd krävs emellertid att det är tydligt definierat på förhand i vilka frågor som närstående aktieägare inte får delta i beslutsfattandet, enligt Grandinson och Grubbström är det inte det i nämndens närståenderegler.<sup>64</sup>

I sin artikel skriver de att enligt en generell civilrättslig tolkning torde principuttalandets ordalydelse ge att endast fullbordade överlåtelser respektive förvärv omfattas och således inte upplåtelser eller erhållande av mer begränsade rättigheter. Vidare skriver de att metoden å andra sidan inte borde spela någon roll för uttalandets tillämplighet, vilket i sin tur leder till att olika typer av överlåtelser och förvärv omfattas enligt *ordalydelsen* (min kursivering) trots att det kanske inte varit nämndens avsikt. De skriver att aktieägartillskott från någon som anses vara närstående till bolaget verkar omfattas eftersom det är en ensidig överlåtelse av pengar, men att det knappast kan ha varit nämndens avsikt då det i sådana situationer förmodligen inte föreligger någon intressekonflikt. Vidare skriver de att förvärv alternativt försäljning av en tillgång inom ramen för bolagets verksamhet till en närstående torde omfattas enligt ordalydelsen, oavsett om det sker på villkor som normalt tillämpas på tredje man (förutsatt att transaktionen är av ”icke oväsentlig betydelse”). De ifrågasätter om nämnden menat att sedvanliga marknadsmässiga transaktioner skulle omfattas och att de skulle anse att sådana affärer skulle behöva föregås av bolagsstämmobeslut.<sup>65</sup> De menar vidare att bedömningen av huruvida transaktionen är av ”icke oväsentlig betydelse” är ”högst oklar” och skriver att det verkar som att nämnden anser att bedömningen ska göras från fall till fall. Det i sin tur leder till en osäkerhet för börsbolagen som antingen får följa beslutsordningen i alla tveksamma fall eller fråga nämnden för varje specifik situation.<sup>66</sup> De jämför med Storbritanniens motsvarande närståenderegler och menar att de brittiska reglerna är

---

<sup>63</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 45 och 53.

<sup>64</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 53.

<sup>65</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 57 f.

<sup>66</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 60.

betydligt mer precisa och detaljerade eftersom omfattningen är relativt bred men att också undantagen från dess tillämplighet är väl definierade.<sup>67</sup>

De menar att i vissa fall kan beslutsordningen vara direkt skadlig för bolagen då den närstående aktieägaren ska uteslutas från omröstningen och beslutanderätten då ges till en kanske passiv minoritet. Bolaget kan på så vis gå miste om en gynnsam affär.<sup>68</sup> Inledningsvis skriver de också att Aktiemarknadsnämnden i stora drag upprepar de beslutsformer och informationsregler som tidigare gällde i emittentreglerna. De menar dock att nämnden även går betydligt längre genom att föreskriva att större aktieägare som är juridiska personer ska träffas av reglerna och att deras röster ska räknas bort på bolagsstämman, samt att alla tillgångsslag ska omfattas och inte bara aktier och rörelse. Enligt Grandinson och Grubbström är själva syftet med nämndens principuttalande bredare än emittentreglerna eftersom de senare syftade till att förhindra att närstående utnyttjade sin position och sitt informationsövertag för att tillskansa sig övervärden från bolaget, medan uttalandet istället syftar till att eliminera risken för intressekonflikter.<sup>69</sup>

---

<sup>67</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 61

<sup>68</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 65.

<sup>69</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 48.



## 5. Förslagets mottagande nationellt

I den här delen kommer jag att belysa hur kommissionens förslag mottagits, både av Sveriges regering och av några de remissinstanser som förslaget sänts till.

### 5.1 Sveriges regering

Kommissionens förslag till ändring av aktieägarrättighetsdirektivet har skickats ut till samtliga medlemsstater och Sveriges dåvarande regering presenterade det i en faktapromemoria den 12 maj 2014. Inledningsvis skriver Justitiedepartementet att regeringen står bakom de övergripande principerna i förslaget men att näringslivets självreglering inte ska begränsas mer än nödvändigt och detaljregleringen bör hållas på en låg nivå.<sup>70</sup> Åtgärder som främjar aktieägarengagemang, öppenhet och ägarinflytande är regeringen således i grunden positivt inställd till, men en ökad administrativ börda för företagen på den svenska aktiemarknaden och minskad självreglering är inte önskvärt. Det framgår också att många av de remissinstanser som beretts tillfälle att lämna sina synpunkter är positiva till själva syftet med förslaget, men att en majoritet av dem även anser att förslaget är allt för detaljerat.<sup>71</sup> Rörande artikel 9 c skriver Justitiedepartementet att förslaget ligger i linje med svensk rätt och hänvisar till ovan nämnda reglering i ÅRL samt Aktiemarknadsnämndens uttalande 2012:05. Det framhålls emellertid också att ändringar kommer att krävas, särskilt på de områden som omfattas av självreglering.<sup>72</sup>

### 5.2 Remissinstanser

Svenskt Näringsliv har i sitt remissvar understrukit att förslaget som helhet är för detaljerat, oflexibelt och ålägger en onödigt stor administrativ börda på företagen som berörs av det. Angående artikel 9 c skriver organisationen att man ifrågasätter både omfånget av reglerna och behovet av dem. Man skriver också att Sverige borde utnyttja möjligheten i 9 c (4) att undanta transaktioner inom koncernen och att det även borde införas ett tydligt undantag så att joint ventures inte omfattas.<sup>73</sup> Svenska Bankföreningen skriver i sitt remissvar att man är positiv till förslagets syfte att öka engagemang och transparens men framhåller också likt svenskt Näringsliv att det är

---

<sup>70</sup> 2013/14 FPM:84 s. 1.

<sup>71</sup> 2013/14 FPM:84 s. 6.

<sup>72</sup> 2013/14 FPM:84 s. 4 f.

<sup>73</sup> Svenskt Näringsliv, remissvar EU-kommissionens förslag till direktiv om ändringar i direktivet om aktieägares rättigheter, 2014-04-24.

allt för detaljerat och betungande för berörda aktörer. Man anser att arbets- och ansvarsfördelning som redan finns i ABLs bestämmelser tillsammans med börsens regler om offentliggörande väl uppfyller syftet bakom artikeln.<sup>74</sup> Sveriges advokatsamfund har i sitt remissvar skrivit att adressaterna för direktivförslaget redan verkar under flera svårgenomträngliga och administrativt betungade regelverk som dessutom inte alltid överensstämmer med varandra. Organisationen skriver också att den konsekvensanalys som kommissionen har gjort är otillräcklig och den anger inte hur de föreslagna reglerna ska motverka de problem som kommissionen identifierat.<sup>75</sup>

De remissvar jag redogjort för är i princip eniga – förslaget innebär mer skada än nytta för berörda aktörer. De är också frågande till de tydliga procentsatser som delar upp artikel 9 c och undrar på vilka tillgångar de ska beräknas. Även internationellt har förslaget diskuterats och jag ska nu belysa en del av det.

---

<sup>74</sup> Svenska Bankföreningen, remissvar Inbjudan att lämna synpunkter på Europeiska kommissionens förslag till direktiv om ändringar i direktivet om aktieägares rättigheter, 2014-04-24.

<sup>75</sup> Sveriges Advokatsamfund, R-2014/0687, 2014-05-28.

## 6. Förslagets mottagande internationellt

Kommissionens förslag är det enda hittills officiella och Europaparlamentet och Europeiska rådet har offentliggjort sina ståndpunkter. Parlamentet och Rådet ska senare i en Trilog försöka komma fram till en gemensam kompromiss, där fungerar kommissionen främst som medlare.<sup>76</sup> Därmed är institutionernas ändringar endast underlag för den kommande förhandlingen och således inte det slutliga direktivets lydelse. Skillnaderna på institutionernas förslag är emellertid intressanta och ger viss ledning i de frågor som kommer vara föremål för diskussion när det slutliga direktivet utarbetas.

### 6.1 EU:s institutioner

Europeiska rådet är av den allmänna uppfattningen att kommissionens förslag är allt för långtgående.<sup>77</sup> Tyskland har redan detaljerade regler rörande närståendetransaktioner inom sin koncernrätt, varför det i Rådet med Tyskland som främsta genomdrivare presenterats ett förslag där den tyska bolagsrätten med sin tvåsträngade bolagsledningsstruktur märks tydligt.<sup>78</sup> Till skillnad från kommissionens förslag skriver både Rådet<sup>79</sup> och Europaparlamentet<sup>80</sup> att transaktionen ska kunna godkännas inte bara av bolagsstämman utan också av bolagets tillsynsorgan eller administrativa organ. De lägger också till att medlemsstaterna får föreskriva att aktieägarna i sin tur ska godkänna det beslut som det administrativa eller tillsynsorganet fattat.

De procentsatser som direktivförslaget innehåller har strukits av båda institutionerna, bolagsstämman ska istället godkänna ”betydande transaktioner”.<sup>81</sup> Vad ”betydande transaktioner” innebär skriver Rådet är upp till de olika medlemsstaterna att definiera, men hänsyn ska bland annat tas till den risk som transaktionen innebär för företaget

---

<sup>76</sup> EU-upplysningen vid Sveriges riksdag, Från förslag till färdig EU-lag, <http://www.eu-upplysningen.se/Om-EU/Om-EUs-lagar-och-beslutsfattande/Sa-beslutar-EU/Fran-forslag-till-fardig-EU-lag/>

<sup>77</sup> Hopt, J., A critical review of the European Commission’s initiative on corporate law and corporate governance, s. 13.

<sup>78</sup> Hopt a.a. s.13 jmf med Cahn, Donald, Comparative Company Law, s. 13.

<sup>79</sup> Council of the European Union, 20 March 2015, 7315/15, s. 46.

<sup>80</sup> Europaparlamentet, Antagna texter, Företagsstyrning: aktieägares långsiktiga engagemang och insyn, s. 55

<sup>81</sup> Europaparlamentet, Antagna texter, Företagsstyrning: aktieägares långsiktiga engagemang och insyn, s. 55 och Council of the European Union, 20 March 2015, 7315/15, s. 46.

och transaktionens påverkan på omsättning, resultat och kapitalisering.<sup>82</sup> Parlamentet skriver också att medlemsstaterna ska fastställa en definition av rekvisitet ”betydande transaktioner”. Likt Rådets förslag ska bland annat transaktionens effekt på företagets resultat, omsättning, tillgångar, kapitalisering samt dess effekt på den närstående partens ställning tas i beaktning. Riskerna med transaktionen för företaget och dess minoritetsägare ska också vara med i fastställandet.<sup>83</sup>

Rådets<sup>84</sup> och parlamentets<sup>85</sup> förslag anger att den närstående parten inte får delta i omröstningen. En viktig skillnad från kommissionens förslag är dock att de skriver att en närstående aktieägare ändå kan tillåtas att delta, förutsättningarna för det är att nationell rätt uppställer skydd på annat sätt för övriga aktieägare som inte är närstående. Den närstående ska inte kunna få transaktionen godkänd om en majoritet av oberoende aktieägare eller bolagsledning röstar emot den.

### 6.1.1 Kommentar

Det framgår inte om uppdelningen mellan informationskravet och röstningskraven är den samma i parlamentets förslag, det står endast att ”betydande transaktioner” föranleder såväl offentliggörande som omröstning. Rådet skriver istället att medlemsstaterna får fastställa egna trösklar mellan de två.<sup>86</sup> Av ordalydelsen i parlamentets förslag verkar det som att medlemsstaterna fastställer *en* betydelse av ”betydande transaktioner” och att den gäller i båda delarna. En ”betydande” närståendetransaktion ska således både offentliggöras och innebära omröstning. Det verkar genomgående som att Rådets och parlamentets förslag till artikel 9 c lämnar mer utrymme för medlemsstaterna att anpassa artikeln till de olika nationella rättssystemen. Deras förslag är också mer inriktat på bolaget medan kommissionen har fokus på att det är aktieägarna som genom bolagsstämman har makten att godkänna transaktionen.

---

<sup>82</sup> Council of the European Union, 20 March 2015, 7315/15, s. 48.

<sup>83</sup> Europaparlamentet, Antagna texter, Företagsstyrning: aktieägares långsiktiga engagemang och insyn, s. 57 f.

<sup>84</sup> Council of the European Union, 20 March 2015, 7315/15, s. 46.

<sup>85</sup> Europaparlamentet, Antagna texter, Företagsstyrning: aktieägares långsiktiga engagemang och insyn, s. 56

<sup>86</sup> Council of the European Union, 20 March 2015, 7315/15, s. 48.

## 6.2 Doktrin

Kommissionens förslag till ändring av aktieägarrättighetsdirektivet har även kommenterats i doktrin, bland annat av professor Luca Enriques och professor Tobias H. Tröger. Båda har skrivit artiklar där de lyfter fram aspekter de anser bristfälliga i förslaget.

### 6.2.1 Begränsat tillämpningsområde

Enriques menar att bestämmelsen inte omfattar tillräckligt många av de skadliga närstående-transaktioner som kan genomföras. Han delar upp artikelns krav i kvalitativa och kvantitativa kriterier och menar att de båda har olika brister. Eftersom få insiders skulle erkänna att transaktionen är av sådan betydelse som artikeln stadgar är det stor risk att de inblandade inte framhåller att transaktionen har betydande inverkan på bolagets resultat, och därmed fungerar inte artikelns tänkta tillämpningsområde baserat på det kvalitativa kriteriet. Enriques skriver att kvantitativa kriterier därför är att föredra, men även de har brister. Det är främst att de endast är knutna till bolagets tillgångar.<sup>87</sup> Vidare menar han att många transaktioner kommer att kunna undgå det kvalitativa kriteriet genom att de tillsammans inte i storlek uppnår 5 % av bolagets tillgångar men att de istället skulle kunna anses ha betydande inverkan på resultatet. En sådan tillämpning medger dock inte artikeln, det är endast transaktioner som tillsammans uppnår det kvantitativa kriteriet som ska leda till att bolagsstämman ska få rösta, inte de som tillsammans uppnår det kvalitativa.<sup>88</sup> Enriques lyfter också fram ett problem som Tröger identifierat, nämligen att artikeln endast gäller mellan noterade företag en och till det närstående part.<sup>89</sup> Tröger skriver att eftersom transaktioner mellan det noterade moderbolaget och ett helägt dotterbolag kan undantas från artikelns tillämpningsområde ger det stort utrymme för kontrollerande aktieägare att kringgå artikeln. Först ser den kontrollerande aktieägaren till att bolagsledningen i moderbolaget flyttar de aktuella tillgångarna till det helägda dotterbolaget, sedan förmår denne dotterbolagets ledning att delta i själva närstående-transaktionen. På så sätt behöver inte bolagsstämman och minoritetsaktieägarna vara inblandade i processen överhuvudtaget.<sup>90</sup> Tröger menar att det dels beror på artikelns definition av närstående-transaktioner som är hämtat från

---

<sup>87</sup> Enriques, a.a. s. 30.

<sup>88</sup> Enriques, a.a. s. 30.

<sup>89</sup> Enriques, a.a. s. 31.

<sup>90</sup> Tröger, T., Corporate Groups, SAFE working paper no.6, s. 28.

IAS, dels att det beror på själva ordalydelsen i artikeln. Definitionen är problematisk eftersom transaktionen enligt IAS endast ska offentliggöras om den skett direkt mellan bolaget och en närstående och således inte om den skett mellan en i moderbolaget kontrollerande aktieägare och ett dotterbolag.<sup>91</sup>

### 6.2.2 Svaga skyddsåtgärder

Enriques menar att detaljerna i artikeln inte är tillräckligt tydliga. Han skriver att kravet på den information som bolaget ska lämna vid närståendetransaktioner som överstiger 1 % av bolagets tillgångar är för vagt formulerat och att det lämnar för mycket utrymme åt inblandade parter att själva välja ut vad som ska offentliggöras.<sup>92</sup> Han menar att kraven på den rapport från en tredje part som ska inhämtas är för oprecisa, och kan till exempel utelämna information om de uppgifter som bolagsledningen försett den tredje parten med.<sup>93</sup> Bolagsstämmans godkännande som skyddsåtgärd har också flera problem ur effektivitetssynpunkt skriver Enriques. Han frågar sig hur engagerade aktieägare verkligen kan vara i syftet att utreda enskilda närståendetransaktioners lämplighet.<sup>94</sup> Sedan menar han att eftersom godkännandet ska inhämtas först i slutet av förhandlingarna ger det aktörer som kan ha ett eget intresse i saken stort spelutrymme. Artikeln innehåller inget krav på inblandning av oberoende aktörer. Det kan därför leda till att när bolagsstämman väl hålls så är alla andra alternativ än att genomföra närståendetransaktionen för kostsamma eller tidskrävande. Slutligen skriver han också att artikeln inte hindrar dotterbolag till den närstående parten från att rösta på bolagsstämman, vilket kan ge sken av att godkännandet är mer korrekt än vad det egentligen är.<sup>95</sup>

Tröger ifrågasätter också det faktum att artikeln vilar på oberoende aktieägares villighet och kapacitet att fungera som effektiva motvikter till en eventuell skadlig transaktion mellan bolaget och en kontrollägare.<sup>96</sup> Han menar att det allt mer utbredda institutionella aktieägandet är en viktig aspekt att beakta och skriver att den typen av aktieägare som är fond- och pensionsfondförvaltare generellt inte har incitament till att varken utveckla eller anställa den kompetens som krävs för att effektivt delta i

---

<sup>91</sup> Tröger, a.a. s. 28 f.

<sup>92</sup> Enriques, a.a. s. 31.

<sup>93</sup> Enriques, a.a. s. 31 f.

<sup>94</sup> Enriques, a.a. s.32.

<sup>95</sup> Enriques, a.a. s. 32.

<sup>96</sup> Tröger, a.a. s. 29.

övervakning på företagsnivå. Eftersom de utvärderas relativt och inte absolut vinner de inte på att förbättra för ett företag som också deras rivaler är ägare i.<sup>97</sup> Det kommer därför att leda till att sådana aktieägare inte är villiga att ta de kostnader som uppkommer i samband med ett aktivt ägarengagemang. Han skriver vidare att det därför kanske inte får avsedd effekt att ge mer makt åt aktieägarna vid närståendetransaktioner.<sup>98</sup> De institutionella aktieägarna kan istället komma att förlita sig på råd från biträden<sup>99</sup> när de är tvungna att ta ställning till en transaktion på bolagsstämma, men Tröger ställer frågan om sådana aktörer är i position att göra en fullvärdig bedömning av affären. Lämpligheten i kommissionens förslag hänger enligt Tröger på att sådana frågor reds ut.<sup>100</sup>

### 6.2.3 Avsaknad av flexibilitet

Den föreslagna regeln utesluter andra alternativa tillvägagångssätt och kan bli onödigt kostsam i en rättsordning som i grunden skiljer sig från artikelns utformning, skriver Enriques.<sup>101</sup> Han hänvisar till Tröger som skriver att det underliggande antagandet är att det fungerar felfritt att erhålla ett godkännande från bolagsstämman, men det skapar problem i till exempel Tyskland där enskilda aktieägare kan få en resolution på bolagsstämma ogiltigförklarad. Ett godkännande skapar således ändå osäkerhet för bolagsledningen när en eventuell ogiltighetstalan väntar.<sup>102</sup>

Vidare skriver Enriques att artikeln inte är tillräckligt flexibel rörande möjligheterna till undantag. Undantaget innebärande att medlemsstaterna kan föreskriva att aktieägarna kan lämna ett förhandsgodkännande av likartade och återkommande transaktioner med en identifierad närstående part menar Enriques inte är särskilt bra eftersom det är bolagsledningen som avgör om det rör sig om en återkommande och likartad transaktion. Det enda undantaget som då återstår är transaktioner med helägda dotterbolag, vilket Enriques skriver är alldeles för snävt.<sup>103</sup> Istället borde undantag kunna göras även för dotterbolag som inte är helägda, förutsatt att de övriga minoritetsägarna i det bolaget inte är närstående parter till moderbolaget eller andra

---

<sup>97</sup> Tröger, a.a. s. 33.

<sup>98</sup> Tröger, a.a. s. 32 f.

<sup>99</sup> Jmfr 7 kap. 5 § ABL som anger att en aktieägare får ha med ett eller två biträden till bolagsstämman.

<sup>100</sup> Tröger, a.a. s.34

<sup>101</sup> Enriques, a.a. s.33

<sup>102</sup> Tröger, a.a. s.30 f.

<sup>103</sup> Enriques, a.a. s. 33.

dotterbolag till det. Utan ett sådant undantag kan många transaktioner som inte riskerar att innebära intressekonflikter ändå omfattas av artikelns krav. Enligt Enriques tillför kraven inget av värde till de situationerna och blir därför endast kostnader för bolagen.<sup>104</sup>

Tröger skriver att eftersom medlemsstaternas bolagsrättsliga systematik ser olika ut kan det leda till att förslaget genererar högre kostnader i vissa jurisdiktioner än andra. Å andra sidan kan ett allt för stort hänsynstagande till varje enskild medlemsstats särskilda regelstruktur riskera att regeln istället blir ineffektiv och verkningslös samt motverka harmoniseringsmålet i direktivförslaget.<sup>105</sup> Enriques menar att den oflexibla utformningen är problematisk, för när reglerna väl är antagna blir det svårt för medlemsstaterna att utforma kompletterande och mer strikta regler. Han skriver att kontrollerande och dominanta aktieägare i så fall kan påverka beslutsfattare att inte införa strängare regler än EU kräver och som troligtvis inte kommer att omfatta konkurrerande aktörer i andra medlemsstater. Medlemsstater som redan har strängare regler än artikeln kommer också att påverkas genom en ökad press att lätta på sina regelverk.<sup>106</sup>

#### 6.2.4 Påföljder

Tröger skriver att hur effektiv regeln blir handlar i grunden om vilka konsekvenser det blir när den inte efterföljs.<sup>107</sup> Han menar att om transaktionen inte kan slutföras innan ett godkännande från bolagsstämman är inhämtat får förslaget en betydligt mer hindrande effekt än om affären ändå kan genomföras som planerat och istället får bli föremål för klander i efterhand. I så fall skulle förslaget passa väl in de rättsordningar som förlitar sig på åtgärder *ex post*. Tröger skriver också att då kan ett godkännande fungera som ett lagenligt antagande att transaktionen är rättvis, det skulle i så fall leda till att det blir en omvänd bevisbörda för de aktieägare som för en talan mot en skadlig transaktion.<sup>108</sup> Artikel 9 c saknar regler om påföljder, det framgår dock i artikel 14 b i förslaget att medlemsstaterna ska föreskriva sådana regler och att de ska

---

<sup>104</sup> Enriques, a.a. s. 33.

<sup>105</sup> Tröger, a.a. s. 29.

<sup>106</sup> Enriques, a.a. s. 34.

<sup>107</sup> Tröger, a.a. s. 31.

<sup>108</sup> Tröger, a.a. s. 31.



vara ”/.../ effektiva, väl avvägda och avskräckande”.<sup>109</sup> Artikeln innehåller inte något om att en genomförd transaktion skulle vara ogiltig om något av kraven inte uppfyllts, men Tröger skriver att en tolkning som innebär att godkännandet inte är nödvändigt innan affärens fullbordan troligtvis inte skulle uppfylla EU:s krav på hur påföljderna ska utformas. Genom sättet artikeln är formulerad på menar Tröger att transaktionen inte får inledas förrän den godkänts av aktieägarna, någon annan tolkning skulle strida mot harmoniseringsmålet.<sup>110</sup>

---

<sup>109</sup> KOM (2014) 213 slutlig s. 26

<sup>110</sup> Tröger, a.a. s. 32. Se också artikel 9 c (2).

## 7. Rättsliga verktyg för närståendetransaktioner

Enriques beskriver i sin artikel generella verktyg för att skapa en effektiv reglering av närståendetransaktioner. Jag ska nu belysa dem för att sedan använda dem i min diskussion.

### 7.1 Fokusera på det bredare begreppet intressekonflikter istället?

Enriques ställer frågan varför så många jurisdiktioner nu väljer att fokusera på närståendetransaktioner när det går att ta ett bredare grepp på problemet genom att istället rikta in sig på det mer traditionellt reglerade området intressekonflikter. Närståendetransaktioner är per definition en affär mellan någon närstående och *företaget*, vilket Enriques menar inte är enda typen av transaktioner som kan skada företaget. Han tar som exempel en affär mellan en kontrollerande ägare och företagets motpart, till exempel en leverantör, där leverantören betalar en kickback till kontrollägaren i utbyte mot en fördelaktig icke-marknadsmässig rabatt från företaget. En sådan transaktion klassas inte som en närståendetransaktion men är likväl en transaktion med intressekonflikter som kan skada företaget.<sup>111</sup> Enriques besvarar emellertid sin fråga med att regler kring intressekonflikter kan vara problematiska att utforma och bedömningen blir tämligen subjektiv och osäker.<sup>112</sup> Den som anses vara närstående till ett företag är istället på ett objektivt sätt definierad och utgår inte ifrån en bedömning av aktörens eventuella egenintresse i varje specifik transaktion. Det är således enklare att tillämpa regler som rör närståendetransaktioner än intressekonflikter.<sup>113</sup>

Enriques beskriver vidare fem rättsliga verktyg för att förhindra närståendetransaktioner. Han skriver att de inte ska betraktas som de mest lämpliga utan att avsikten är att utreda deras fördelar och deras brister.<sup>114</sup>

### 7.2 Förbud

Om verktyget ”förbud” skriver Enriques att det kan verka som det mest strikta sätt att förhindra närståendetransaktioner, men också att det har två huvudsakliga svagheter:

---

<sup>111</sup> Enriques, a.a. s.10 f.

<sup>112</sup> Enriques, a.a. s. 14.

<sup>113</sup> Enriques, a.a. s. 14.

<sup>114</sup> Enriques, a.a. s. 15.

förbudet utesluter även affärer som kan vara värdefulla och fullt marknadsmässiga för företaget, samt att förbudet kanske inte åstadkommer särskilt mycket om det inte finns ett likvärdigt förbud mot liknande affärer som inte är just mellan företaget och närstående. Att helt förbjuda närståendetransaktioner är därför inget som framställs som ett tänkbart alternativ. Däremot är det mer vanligt med förbud mot en specifik typ av närståendetransaktioner, som till exempel att företaget lämnar lån till någon i ledningen eller annan närstående.<sup>115</sup> Sverige är inget undantag utan låneförbudsregeln återfinns i 21 kap. 1 § ABL, den är emellertid inte absolut och i 2 § återfinns förutsättningar för att ändå lämna lån. Vidare skriver Enriques att ett totalt förbud mot närståendetransaktioner kan vara skadligt i situationer där en sådan affär kan vara värdeskapande för bolaget.<sup>116</sup>

### 7.3 Processuella skyddsåtgärder

Processuella skyddsåtgärder är enligt Enriques ofta utformade så att de anger hur aktörer korrekt ska kunna genomföra närståendetransaktioner. Två sådana som en del jurisdiktioner redan använder är godkännande av transaktionen av en majoritet av oberoende aktieägare, samt godkännande av neutrala personer i bolagsledningen. Aktieägarmajoritetens godkännande ska garantera att icke-marknadsmässiga transaktioner genomförs med närstående, men då krävs det också att det finns tillgång till all relevant information inför omröstningen och att bolagsstämman genomförs vid den tidpunkt då ett beslut att inte godkänna transaktionen fortfarande är tänkbart för företaget.<sup>117</sup> En aspekt i samband med omröstningen som Enriques tar upp är att bolagsstämman kan godkänna en närståendetransaktion som kanske inte objektivt är det bästa för företaget, men som innebär mindre transaktionskostnader än en affär med en helt utomstående part. Trots att en utomstående part kan vara villig att till exempel betala mer för tillgången som säljs än vad den närstående parten erbjuder är det troligt att bolagsstämman röstar för närståendetransaktionen om det innebär mer transaktionskostnader att på marknaden leta efter och förhandla med någon annan.<sup>118</sup> Problemet med transaktionskostnader skriver Enriques är anledningen till att jurisdiktioner som tillämpar den här processuella skyddsåtgärden gör det när det rör transaktioner av en viss given storlek, vanligt är 5 % av bolagets börsvärde. Ett krav

---

<sup>115</sup> Enriques, a.a. s. 16.

<sup>116</sup> Enriques, a.a. s. 15 f.

<sup>117</sup> Enriques, a.a. s. 17.

<sup>118</sup> Enriques, a.a. s. 19.

på bolagsstämmans godkännande för även en mindre transaktion kan leda till att den inte är värd att genomföra trots att den är i företagets intresse. Det beror dels på transaktionskostnaderna det kräver och dels den extra tid det tar att slutföra affären.<sup>119</sup>

Godkännande från neutrala personer i bolagsledningen är enligt Enriques i grunden en fråga om hur mycket tillit som kan sättas till deras neutralitet och hur oberoende de är av en stor aktieägare i bolaget. Det handlar också om hur ”oberoende” definieras och om vilken typ av relation till en inblandad aktör som gör att personen inte kan anses neutral. Även personliga egenskaper som självsäkerhet och förmåga att stå emot en eventuell partisk bolagsledning är viktiga om en sådan processuell skyddsåtgärd ska fungera.<sup>120</sup> Enriques skriver vidare att trots att en person har de ovan nämnda kvalifikationerna så är en klar brist den personens bristande kunskap i företagets verksamhet och att den information som presenteras mycket väl kan vara influerad av insiders.<sup>121</sup>

#### **7.4 Offentliggörande**

Åtgärden ”offentliggörande” är vanligt förekommande i samband med lagstiftning om närståendetransaktioner, skriver Enriques. Som ensam åtgärd kan det dock vara svårt att använda offentliggörandet i syfte att förhindra närståendetransaktioner, det fungerar mer som uppmuntrande av bolagsledningens självständighet eftersom de förmodligen agerar mer korrekt om de vet att transaktioner de godkänner kan bli föremål för offentlig granskning.<sup>122</sup> Enriques menar också att en fördel med offentliggörandet om det sker före bolagsstämman är att det kan leda till att en viss press sätts på bolagsledningen så att de förhandlar fram bättre villkor för minoritetsägarna eller överger affären. Han skriver även att det är skillnad på offentliggörande som görs enligt internationell standard för finansiell rapportering och offentliggörande som görs i syftet att belysa den aktuella närståendetransaktionen, eftersom mer detaljer om själva transaktionen normalt krävs vid ett offentliggörande ad hoc än i ett bolags redovisning. Eftersom IAS 24 medger att upplysningar om flera liknande transaktioner lämnas i samlad form ger det företaget eller dess redovisningsfirma viss möjlighet att godtyckligt välja hur de ska lämna

---

<sup>119</sup> Enriques, a.a. s. 19.

<sup>120</sup> Enriques, a.a. s. 20.

<sup>121</sup> Enriques, a.a. s. 20 f.

<sup>122</sup> Enriques, a.a. s. 23.

informationen, det finns därmed risk att detaljer som kan vara av intresse angående transaktionen inte offentliggörs så tydlig att aktieägarna uppmärksammas.<sup>123</sup> Offentliggörandet är således en viktig del i förebyggandet av skadliga närstående-transaktioner men behöver kompletterande åtgärder för att fungera på ett bra sätt.

## 7.5 Fairness opinion

Den fjärde åtgärden som Enriques belyser är utlåtanden och fairness opinions från en tredje part eller en oberoende expert som används i syfte att förhindra ett otillräckligt informationsunderlag.<sup>124</sup> Enligt honom är det grundläggande problemet här, precis som med godkännande från en oberoende i bolagsledningen, i vilken utsträckning tillit kan sättas till den tredje partens självständighet. Han menar vidare att expertens fairness opinion i sig inte är lika värdefull för aktieägarna som själva informationen som utlåtandet baseras på. Med det menar han till exempel bolagsledningens prognoser om framtida kassaflöden och i övrigt vilka metoder som använts och vilka antaganden som gjorts av experten.<sup>125</sup>

## 7.6 Granskning i efterhand

Slutligen tar Enriques upp granskning av transaktionen i efterhand som en åtgärd mot närstående-transaktioner. Många jurisdiktioner som använder det verktyget har gemensamt att en domstol tittar på transaktionen och bedömer huruvida den varit *rättvis* gentemot företaget och om det lidit någon *skada* (mina kursiveringar).<sup>126</sup> Enriques skriver vidare att verktyget fungerar tillsammans med de åtgärder som är *ex ante*.<sup>127</sup> Granskning i efterhand kan stärka minoritetsaktieägarskyddet tillsammans med processuella skyddsåtgärder. Det förutsätter emellertid att en genomförd närstående-transaktion kan klandras om granskningen visar att affären var orättvis, trots att de processuella skyddsåtgärderna iakttagits. Det riskerar dock att försvaga aktieägarskyddet om en *förutsättning* (min kursivering) för att klandra ett åsidosättande av de processuella skyddsreglerna är att den efterhandsbaserade granskningen också visar att transaktionen varit orättvis eller till skada för företaget. I så fall tar de efterhandsbaserade åtgärderna ut de förebyggande. Även tvärtom kan de

---

<sup>123</sup> Enriques a.a. s. 24, jmf också 5 kap. 12 b § ÅRL.

<sup>124</sup> Enriques, a.a. s. 24.

<sup>125</sup> Enriques, a.a. s. 25.

<sup>126</sup> Enriques, a.a. s. 25.

<sup>127</sup> Enriques, a.a. s. 26.

förebyggande reglerna trumfa de efterhandsbaserade om en närståendetransaktion som genomförts enligt de förebyggande reglerna inte kan klandras oavsett om den visar sig vara skadlig och orättvis i efterhand, eftersom skyddsreglerna följts. Regler *ex ante* i form av godkännande på bolagsstämman visar sig också fungera likt en ansvarsregel om en närståendetransaktion som inte godkänts ändå kan giltigförklaras i efterhand om de inblandade lyckas visa att transaktionen inte har inneburit någon skada för bolaget.<sup>128</sup>

## 7.7 Förutsättning för effektivitet

Avslutningsvis skriver Enriques i sin artikel att reformer kräver två förutsättningar för att vara effektiva på lång sikt, det är dels att den nya lagen måste ha stöd av marknadens berörda aktörer eller överensstämma med den allmänna uppfattningen om hur närståendetransaktioner bör regleras, dels att lagen också måste vara i linje med tidigare lagstiftning och vara utformad på ett sätt som passar in i den specifika rättsordningen.<sup>129</sup> Han skriver också att den grundläggande utgångspunkten är väl fungerande institutioner för genomförande av reglerna. Frågor som institutionerna måste utreda är om en närståenderelation föreligger, om den information som offentliggjorts varit tillräcklig, om rösterna som avlagts varit uppriktiga och om neutraliteten hos aktörer varit skenbar. Sällan har de frågorna enkla svar.<sup>130</sup>

---

<sup>128</sup> Enriques, a.a. s. 27.

<sup>129</sup> Enriques, a.a. s. 34.

<sup>130</sup> Enriques, a.a. s. 35.

## 8. Utblick – related party transactions

Som tidigare nämnts har den engelska bolagsrätten varit föremål för inspiration när liknande regler ska införas i Sverige. Engelsk rätt bygger på common law-systemet och aktiebolagsrätten har varit reglerad sedan i början av 1700-talet.<sup>131</sup> Där finns en omfattande praxis som spelar en central roll i rättssystemet, fokus ligger på bolagsledningens plikter och minoritetsaktieägares rättigheter.<sup>132</sup> Även på närståendetransaktionsområdet finns relativt detaljerad reglering, både i Companies Act 2006 (Companies Act) och UKLA Listing Rule (Listing Rule).<sup>133</sup> Inför implementeringen av artikel 9 c i Sverige är engelsk rätt relevant för att se om det där finns aspekter att beakta.

### 8.1 Companies Act

Grunden i bolagsledningens plikter gentemot bolaget framgår av Companies Act sec. 172, där det står att ledningen ska agera på det sätt de har god anledning att anta genererar mest *success* för bolaget och vara till förmån för alla bolagets medlemmar. Hänsyn ska tas bland annat till alla besluts långsiktiga effekt och vikten av att alla medlemmar behandlas lika.<sup>134</sup> Storbritanniens reglering av affärer och beslut som riskerar att hamna i konflikt med bolagets intresse eller dess *success* har ett fokus på åtgärder *ex ante* genom offentliggörande och godkännande av aktieägarna, samt åtgärder *ex post* genom effekter av offentliggörande. Reglernas tillämpning beror på transaktionens storlek och om bolaget är noterat.<sup>135</sup>

#### 8.1.1 Offentliggörande av egenintresse för bolagets ledning

En person i bolagsledningen som direkt eller indirekt har ett eget intresse i en föreslagen affär med bolaget är skyldig att meddela det till de övriga i bolagets ledning.<sup>136</sup> Indirekt intresse är inte definierat i lagtexten, men det torde omfatta ett aktieinnehav i ett annat bolag som bolaget ska göra affärer med.<sup>137</sup> De övriga i bolagsledningen behöver inte meddelas om transaktionen inte kan anses ge upphov

---

<sup>131</sup> Dotevall, a.a. s. 73.

<sup>132</sup> Cahn, Donald, a.a. s. 21 och 23.

<sup>133</sup> Regelverket utfärdat av UK Listing Authority som gäller för bolag noterade på en börs i Storbritannien, mer på <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla>

<sup>134</sup> Companies Act sec. 172 (1) (a) och (f).

<sup>135</sup> Kershaw, Company Law in Context, s. 481.

<sup>136</sup> Companies Act sec. 177.

<sup>137</sup> Kershaw, a.a. s. 493.

till risk för intressekonflikter, om de redan vet om transaktionen eller om det handlar om personens *service contract*.<sup>138</sup> Vad som avses med att affären inte riskerar ge upphov till intressekonflikter är inte helt klarlagt. Att det krävs en viss storlek är en rimlig tolkning, det är dessutom öppet för en mer extensiv tillämpning eftersom regeln inte innehåller en uttrycklig materiell tröskel.<sup>139</sup>

Förutsatt att aktören fullgör sina skyldigheter och meddelar bolagsledningen på angivet sätt får denne behålla förmånen som transaktionen eller arrangemanget ger. Iakttagas de inte kan transaktionen åsidosättas och aktören blir tvungen att redovisa den vinst som gjorts genom transaktionen.<sup>140</sup> Affären kan annars inte upphävas mot bakgrund av common law-regler eller allmänna principer som skulle kräva godkännande av bolagets medlemmar, dock gäller fortfarande de regler som har skrivits in i lag eller bolagsordningen om sådana situationer.<sup>141</sup> Det innebär att det ändå kan krävas bolagsstämmans godkännande för att beslutsordningen ska anses uppfylld.<sup>142</sup> Det finns inte något som hindrar att aktören med ett egenintresse deltar i omröstningen om transaktionen, men det är även stadgat i många bolagsordningar att det ska vara oberoende personer i bolagsledningen som godkänner transaktionen.<sup>143</sup> För att fullgöra sina skyldigheter vid en förestående intressekonflikt måste aktören således följa både vad som anges i Companies Act och i bolagsordningen. Skulle det framgå av bolagsordningen att den berörda aktören inte får rösta om transaktionen och denne ändå deltar i omröstningen påverkar inte det aktörens möjligheter att fullborda affären och tillgodoräkna sig förmånerna, förutsatt att beslutsordningen i Companies Act följs.<sup>144</sup> Att inte följa bolagsordningen är emellertid i strid med Companies Act sec. 171 (a), men det leder endast till ansvar om bolaget lyckas visa att transaktionen inneburit skada för bolaget.<sup>145</sup>

De ovan beskrivna reglerna gäller för situationer *ex ante*, men Companies Act innehåller även regler om offentliggörande *ex post*. Om bolaget redan inlett en affär

---

<sup>138</sup> Companies Act sec. 177 (6).

<sup>139</sup> Kershaw, a.a. s. 494.

<sup>140</sup> Kershaw, a.a. s. 493.

<sup>141</sup> Companies Act sec. 180 (1).

<sup>142</sup> Kershaw, a.a. s. 496.

<sup>143</sup> Kershaw, a.a. s. 494.

<sup>144</sup> Kershaw, a.a. s. 495.

<sup>145</sup> Kershaw, a.a. s. 495.



med en motpart som en person i bolagsledningen kan ha ett direkt eller indirekt egenintresse i ska de övriga i bolagsledningen meddelas.<sup>146</sup> Till skillnad från offentliggörande *ex ante* är skyldigheten att offentliggöra *ex post* straffsanktionerad.<sup>147</sup> Om reglerna som gäller före *ingåendet* av en transaktion har iakttagits gäller inte *ex post*-reglerna, men om en aktör i bolagsledningen är skyldig att redovisa sin vinst för att inte ha offentliggjort sitt egenintresse i förväg gäller fortfarande skyldigheten att också meddela sitt egenintresse enligt Companies Act sec. 182.<sup>148</sup>

### 8.1.2 Skyldighet att inhämta aktieägares godkännande

Ett bolag får inte inleda affärer med en person i bolagets ledning innefattande *a substantial non-cash asset*. Det gäller både förvärv och överlåtelse. Vidare omfattas inte bara personen i bolagsledningen utan också någon från bolagsledningen i bolagets holdingbolag eller någon som är sammankopplad med denne. För att en sådan affär ska få genomföras krävs bolagsmedlemmarnas godkännande alternativt att affärens fullföljande villkoras av att ett sådant godkännande erhålls.<sup>149</sup> Med *substantial non-cash asset* menas en tillgång vars värde överstiger 10 % av bolagets tillgångar och £5000, eller överstiger £100 000.<sup>150</sup>

Aktieägarna ska alltså godkänna en transaktion som överstiger ett visst värde och involverar en viss typ av tillgång. Definitionen av den sammankoppling som kan finnas mellan aktörer är bred, den innefattar bland annat familjemedlemmar och andra bolag där aktören tillsammans med till denne förknippade personer innehar minst 20 % av aktierna. Inte heller i det här fallet ställs några hinder upp för den inblandade aktören eller personer sammankopplade med denne att delta i omröstningen om transaktionen.<sup>151</sup> En affär som genomförs i strid med skyldigheten att inhämta aktieägarnas godkännande är fortfarande giltig men kan upphävas på bolagets initiativ.<sup>152</sup>

---

<sup>146</sup> Companies Act sec. 182.

<sup>147</sup> Companies Act sec. 183.

<sup>148</sup> Kershaw, a.a. s. 497.

<sup>149</sup> Companies Act sec. 190 (1).

<sup>150</sup> Companies Act 191 (2).

<sup>151</sup> Kershaw, a.a. s. 502.

<sup>152</sup> Companies Act sec. 195 (2).

### 8.1.3 Kontrollerande aktieägare

De ovan nämnda reglerna gäller som framgått om en person i bolagets ledning är inblandad i en affär med bolaget. De omfattar emellertid inte de transaktioner eller arrangemang som görs med en kontrollerande aktieägare och bolaget, faktum är att sådana regler motsvarande *ex ante* och *ex post* offentliggörande samt godkännande saknar motsvarighet för kontrollägare.<sup>153</sup> Kontrollerande aktieägare omfattas inte av samma lojalitetsplikt som en person i bolagsledningen.<sup>154</sup> Däremot finns viss reglering i common law.<sup>155</sup>

Utöver common law finns också en lagstadgad bestämmelse som rör aktieägars möjlighet att väcka talan om att bolagets affärer sköts på ett sätt som är orättvist och skadligt eller att en handling alternativt underlåtenhet att handla lett till skada. Det är antingen aktieägarkollektivet som helhet eller en enskild aktieägare som kan väcka en sådan talan. Den kallas *unfair prejudice remedy*.<sup>156</sup> Bestämmelsen fungerar som en generell regel för aktieägare som anser att något i bolaget inte sköts på ett korrekt sätt.<sup>157</sup> Definitionen av ”bolagets affärer” har tolkats extensivt och något som inte kunnat ses som en åtgärd eller underlåtenhet av bolaget har istället ansetts vara hantering av bolagets affärer.<sup>158</sup>

## 8.2 Börsens regelverk

Likt emittentreglerna i Sverige har också London Stock Exchange regler som gäller för noterade bolag. Regelverket innehåller olika regler som kan variera beroende på vilken typ av notering bolaget har, *standard listing* innebär att bolaget följer regler som är baserade på EU-direktivens miniminivåer medan *premium listing* medför att regler kan gå längre än vad som satts av EU.<sup>159</sup> Det är oftast brittiska bolag som har *premium listing*.<sup>160</sup>

---

<sup>153</sup> Kershaw, a.a. s. 704.

<sup>154</sup> Kershaw, a.a. s. 668.

<sup>155</sup> Se rättsfallet *Menier v Hooper's Telegraph Company* (1874) LR 9 Ch App 350 där det framgår en underliggande princip att en kontrollerande aktieägare inte kan använda sitt inflytande till att genomföra värdeöverföringar från företaget så att det innebär skada för aktieägarminoriteten. Jmfr Kershaw, a.a. s. 670 f.

<sup>156</sup> Companies Act sec 994.

<sup>157</sup> Kershaw, a.a. s. 680.

<sup>158</sup> Kershaw, a.a. s. 680.

<sup>159</sup> UKLA Listing Rule 1.5.1 (1) och (2)

<sup>160</sup> Cahn, Donald, a.a. s. 447.

Reglerna som specifikt rör närståendetransaktioner finns i kapitel 11 i Listing Rule och gäller endast för bolag med *premium listing*.<sup>161</sup> Definitionen av vad en närståendetransaktion är återfinns i Listing Rule 11.1.5 och det omfattar de flesta transaktioner och arrangemang mellan det noterade bolaget och en närstående som sker utanför bolagets normala verksamhet.<sup>162</sup> Viktigt att beakta är också att dotterbolag omfattas av definitionen, vilket innebär att reglerna om närståendetransaktioner gäller även för det noterade bolagets dotterbolag.<sup>163</sup>

Om bolaget avser att genomföra en närståendetransaktion måste följande beslutsordning iakttas: bolaget måste underrätta *Regulatory information services*<sup>164</sup> med detaljer om bland annat hur transaktionen påverkar bolaget och vilka fördelar den ger och sända information till aktieägarna som ska innehålla bland annat information transaktionens för- och nackdelar. Aktieägarna måste också godkänna transaktionen, antingen kan det göras innan affären inleds eller efter, då med förbehåll om att godkännande måste inhämtas innan transaktionen fullföljs.<sup>165</sup> Dessutom får inte den närstående aktören rösta, bolaget ska också göra vad som rimligtvis kan krävas för att förhindra att *associates* till den närstående röstar i frågan.<sup>166</sup>

Vem som anses vara närstående till bolaget framgår av Listing Rule 11.1.4 och omfattar aktieägare med betydande innehav, någon i bolagsledningen, *shadow directors*,<sup>167</sup> annan som utövar avgörande inflytande över bolaget eller en partner till någon av de nämnda. Reglerna gäller även om bolagets motpart inte vid tillfället för affären omfattas men inom de senaste tolv månaderna haft en sådan position.<sup>168</sup> En aktieägare med betydande innehav är någon som innehar mer än 10 % av rösterna på bolagsstämman.<sup>169</sup> De som omfattas av ”*associate*” och som således ska vara

---

<sup>161</sup> Mer om Premium Listing finns <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/primary-and-secondary-listing/listing-categories.htm>

<sup>162</sup> Det är Financial Conduct Authority som bedömer transaktionen, de tittar då på dess storlek och villkor, se Listing Rule 11.1.5A

<sup>163</sup> UKLA Listing Rule 11.1.3

<sup>164</sup> Dit noterade bolag måste lämna information om sådant som kan påverka priset på deras aktier, <http://www.londonstockexchange.com/news/market-news/sources/sources.htm>

<sup>165</sup> UKLA Listing Rule 11.1.7, 10.4.1, 13.3.1 och 13.6.1.

<sup>166</sup> UKLA Listing Rule 11.1.7 (4).

<sup>167</sup> Termen syftar på en person som inte formellt är invald i styrelsen men ändå utövar makt över bolaget, se Companies Act sec. 251 (1).

<sup>168</sup> UKLA Listing Rule 11.1.4.

<sup>169</sup> UKLA Listing Rule 11.1.4A

förhindrade att rösta om närståendetransaktioner är nära släktingar samt bolag där den närstående aktören tillsammans med övriga familjemedlemmar innehar minst 30 % av rösterna eller har möjlighet att tillsätta en majoritet av det bolagets ledning.<sup>170</sup>

Reglerna är tillämpliga i olika grad beroende på transaktionens storlek, den beräknas med relationstal som anges i ett klassifikationstest.<sup>171</sup> Om något av relationstalen överstiger 5 % gäller reglerna fullt ut. Skulle samtliga relationstal understiga 5 % men minst ett av dem överstiger 0,25 % gäller lindrigare regler, bolaget ska då underrätta *Financial Conduct Authority* om detaljerna för transaktionen och inhämta ett uttalande från en *sponsor*<sup>172</sup> att villkoren för affären är rättvisa.<sup>173</sup> Om inget av relationstalen överstiger 0,25 % bedöms transaktionen som en mindre transaktion och reglerna gäller inte över huvud taget. Listing Rule Annex 11 R räknar upp många situationer där närståendetransaktionsreglerna inte ska gälla (utöver transaktionens storlek), bland annat lån till närstående på normala marknadsvillkor och mindre betydelsefulla dotterbolagsåtaganden. En samlad bedömning ska emellertid göras av transaktioner som genomförs med samma närstående under en tolv månadersperiod, skulle något av relationstalen överstiga 5 % gäller Listing Rule 11.1.7. och skulle inget av relationstalen överstiga 5 % men däremot 0,25 % gäller Listing Rule 11.1.10.<sup>174</sup>

Den information som ska skickas ut till aktieägarna ska utöver det ovan nämnda även innehålla ett yttrande från bolagsledningen att transaktionen eller arrangemanget är rättvist och rimligt utifrån aktieägarnas perspektiv.<sup>175</sup> Det ska bolagsledningen inhämta från en *sponsor* och det innebär därmed att transaktionen kontrolleras av en tredje part.<sup>176</sup> Det faktum att det är oberoende aktieägare som ska godkänna transaktionen skulle kunna mötas med argumentet att de är ointresserade och saknar incitament att vara engagerade, men reglerna ser till att de förses med information och expertrådgivning om närståendetransaktionen och ger dem också makt genom att den

---

<sup>170</sup> Kershaw, a.a. s. 504.

<sup>171</sup> UKLA Listing Rule 10 Annex 1 G.

<sup>172</sup> Ett företag som är godkänt av Financial Conduct Authority för att lämna råd till bolag med *premium listing*, <http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/ukla/sponsor-list>

<sup>173</sup> UKLA Listing Rule 11.1.10.

<sup>174</sup> UKLA Listing Rule 11.1.11.

<sup>175</sup> UKLA Listing Rule 11.1.7 och 13.6.1 (5).

<sup>176</sup> Kershaw, a.a. s. 704.

närstående aktören inte får rösta i frågan. På så sätt är kostnaderna för aktieägarna att agera låga och fördelarna med att agera påtagliga eftersom det innebär att förhindra potentiellt skadliga transaktioner.<sup>177</sup> Reglerna anses också ha en viktig avskräckande funktion för transaktioner som inte befinner sig på armlängds avstånd samt att de hindrar investerare från att skaffa sig kontroll över bolaget endast i syfte att använda sin makt för att tillskansa sig privata fördelar.<sup>178</sup>

### 8.3 Kommentar

Storbritanniens bolagsrättsliga regelverk Companies Act innehåller regler som kombinerade tillsammans ger ett relativt bra skydd mot skadliga närståendetransaktioner eftersom transaktioner med icke-neutrala personer i bolagets ledning ska offentliggöras, stora transaktioner med personer i bolagsledningen ska godkännas av aktieägarna och aktieägare har möjlighet att väcka talan om att bolagets affärer sköts på ett felaktigt sätt. Det är däremot skillnad i regelverket beroende på vem som är bolagets motpart i affären; är det en person i bolagets ledning är det betydligt fler restriktioner än om det är en kontrollerande aktieägare. Reglerna rörande kontrollägare är även efterhandsbaserade, vilket innebär att aktieägarna inte med hjälp av redovisade regler i Companies Act kan agera *preventivt*. Det är således lättare när det är en person i bolagsledningen som är den närstående parten eftersom det då finns möjlighet att agera mot bakgrund av offentliggörandet.

Utformningen av Listing Rule överensstämmer till stor del med artikel 9 c och även med AMN 2012:05. I den tidigare belysta artikeln av Grandinson och Grubbström jämför de Listing Rule med AMN 2012:05. De skriver att båda reglerna visserligen undantar små transaktioner, men att trösklarna som Listing Rules anger är betydligt mer specifika än Aktiemarknadsnämndens ”icke-oväsentlig betydelse”.<sup>179</sup> Det är också skillnad på bestämmelserna eftersom related party transactions i Storbritannien regleras i ett eget kapitel i Listing Rule, medan närståendetransaktioner i Sverige regleras i ett uttalande av Aktiemarknadsnämnden. I tillämpning är det därför inte nödvändigtvis så att de skiljer sig åt, trots att utformningen är annorlunda. Listing Rules om related party transactions gäller som nämnt för bolag med *premium listing*,

---

<sup>177</sup> Kershaw, a.a. s. 704 f.

<sup>178</sup> Kershaw, a.a. s. 705.

<sup>179</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 62.

vilket innebär att inte alla bolag på London Stock Exchange behöver iaktta dem. Principuttalandet gäller istället för samtliga bolag som är noterade på en reglerad marknad eller är föremål för handel på en handelsplattform och som planerar en närståendetransaktion. Kritiken som Grandinson och Grubbström framför består i huvudsak i valet av formulering i uttalandet och de tolkningssvårigheter de menar uppstått på grund av det. Listing Rule är som min redogörelse visat detaljerat både i omfattning och undantag.

Vid implementeringen av artikel 9 c i Storbritannien kommer ändringar att krävas eftersom självreglering inte är tillräckligt. Companies Act innehåller emellertid som visats en ordning som ligger väl i linje med kraven i artikeln. Den tydliga skillnaden är att det är olika bestämmelser beroende på vem som är bolagets motpart. Companies Act innehåller inte heller något informationskrav där aktieägarna tillförsäkras information om närståendetransaktioner. Det är bolagets ledning som ska erhålla information om att någon kan ha ett motstridigt intresse.

## 9. Analys

Analyskapitlet är uppbyggt i fyra delar. Först görs en uppsamling och analys av nuvarande svensk rätt för att se hur väl den överensstämmer med artikel 9 c. Sedan utreds i vilken utsträckning AMN 2012:05 kan överföras till svensk lag och vad som behöver klargöras. De verktyg för reglering av närståendetransaktioner som Enriques presenterat används som underlag och den kritik som uttryckts till artikel 9 c jämförs med AMN 2012:05. Den reformerade närståendetransaktionsregleringen jag kommer fram till appliceras sedan på ett tidigare uttalande av Aktiemarknadsnämnden för att visa hur det skulle kunna fungera. Avslutningsvis presenterar jag egna reflektioner kring kommissionens förslag.

### 9.1 Hur väl uppfyller svensk rätt artikel 9 c?

Som konstaterats innehåller artikel 9 c fyra olika krav beroende på transaktion. Det första är informationskravet. Offentliggörandet ska ske i samband med att transaktionen genomförs och en rapport från en oberoende tredje part ska presenteras för att tydliggöra att transaktionen är skälig och rimlig. I svensk rätt är det enda offentliggörandekrav som ställs upp kopplat till bolagets årsredovisning och finns i ÅRL. Det är emellertid inte tillräckligt att informationen presenteras i årsredovisningen, eftersom det enligt artikeln ska ske i samband med att affären görs. ÅRL föreskriver också att upplysning ska lämnas om betydande transaktioner som ingåtts på andra än marknadsmässiga villkor, det innebär således att transaktioner som *har* ingåtts på marknadsmässiga villkor inte behöver presenteras i årsredovisningen. Informationskravet stadgar att ett offentliggörande ska göras och en rapport ska inhämtas, oavsett om affären skett på marknadsmässiga villkor eller inte. Det kan konstateras att artikelns informationskrav inte uppfylls i svensk rätt eftersom offentliggörandet ska ske vid en tidigare tidpunkt än i ÅRL samt att ingen ytterligare rapport om transaktionen från en oberoende tredje part krävs.

Inga uttryckliga regler om beslutsordningen vid närståendetransaktioner återfinns i ABL. En transaktion som innebär att en aktieägare gynnas framför andra är emellertid inte tillåten enligt likhetsprincipen. Det är inte heller enligt reglerna om förtäckt vinstutdelning tillåtet att genomföra en affär som innebär att bolagets förmögenhet minskar samtidigt som det inte har affärsmässig karaktär för bolaget. En sådan

värdeöverföring behöver inte ske till eller från någon som nödvändigtvis är aktieägare, utan det kan vara någon annan fysisk eller juridisk person som uppfyller närståendekriteriet i IAS 24.<sup>180</sup> Den ovan nämnda principen att regeln kan åsidosättas om samtliga aktieägare är överens torde innebära att om en närståendetransaktion ska genomföras (det behöver inte heller vara just en närstående aktör utan det räcker att det rör sig om en förtäckt vinstutdelning) krävs det att samtliga aktieägare är överens. En viktig aspekt är då hur väl en princip kan anses uppfylla EU-rättens krav på implementering. Det är visserligen upp till medlemsstaterna att välja form och tillvägagångssätt för implementering,<sup>181</sup> men det innebär att det ska överföras till nationell lagstiftning.<sup>182</sup> Principen är grundläggande och finns både i doktrin och förarbeten men det saknas detaljer kring dess utförande. EU-domstolen har i ett mål uttryckt att det vid implementering är en förutsättning att den nationella rättsordningen säkerställer direktivets tillämpning fullt ut, bestämmelserna måste således vara tillräckligt klara och precisa så att de personer som berörs har en möjlighet att få kännedom om sina rättigheter och kunna åberopa dem inför en domstol. Nationell rättspraxis som angav att nationell rätt skulle tolkas på ett sätt så att den överensstämde med ett krav i ett direktiv ansågs inte vara så klar och precis att den uppfyllde kraven på rättssäkerhet.<sup>183</sup> Det är därmed svårt att hävda att principen om att alla aktieägare ska vara överens för att genomföra till exempel en förtäckt vinstutdelning kan anses uppfylla röstningskraven i artikeln. Det torde också vara nästintill praktiskt omöjligt att inhämta samtliga aktieägares godkännande i de bolag som artikel 9 c vänder sig till, främst med tanke på den stora mängd aktieägare som finns i noterade bolag. Varken det kvalitativa eller det kvantitativa röstningskravet är således uppfyllt i svensk gällande rätt.

Generalklausulerna hindrar att någon gynnas samtidigt som det innebär skada för bolaget eller aktieägare. Bolagsstämman får inte fatta ett sådant beslut och inte heller bolagets styrelse. I kombination med tydligare bestämmelser om beslutsordningen vid närståendetransaktioner kan de därför användas i syfte att klandra beslut som tagits av antingen bolagets styrelse eller bolagsstämman.

---

<sup>180</sup> Jmfr ovan avsnitt 2.3.1.

<sup>181</sup> Art 288.3 FEUF.

<sup>182</sup> Bernitz och Kjellgren, a.a. s. 32.

<sup>183</sup> *Commission v Netherlands*, C-144/99, ECLI:EU:C:2001:257 para. 17, 18 och 21.



Reglerna om vissa riktade emissioner i 16 kap. ABL reglerar en typ av transaktioner som kan innebära att en aktör gynnas framför andra. Aktieägarna ska också godkänna sådana emissioner. Det är dock en särskild typ av affär som dessutom hålls utanför räckvidden av AMN 2012:05.<sup>184</sup> Följaktligen uppfyller den inte heller artikel 9 c som avser alla transaktioner med närstående som är av en viss storlek. Bestämmelserna kommer därför troligtvis att stå utanför vid implementeringen av artikeln, dock inte utan ett fortsatt tydliggörande om att 16 kap. ABL undantas från de nya reglerna.

Jävsreglerna hindrar bolagets ledning att delta i beslut om frågor där de själva kan ha ett intresse som strider mot bolagets. Någon motsvarande bestämmelse finns inte rörande aktieägare. I gällande aktiebolagslag finns det således inget som hindrar att en majoritetsägare deltar i beredning av transaktioner där denne har ett eget intresse, det finns därmed möjlighet att påverka bolagets ledning relativt obehindrat.<sup>185</sup> Generalklausulen i 8 kap. 41 § hindrar dock ledningen att fatta beslut som innebär en otillbörlig fördel åt en aktieägare och nackdel för bolaget eller annan aktieägare, men då krävs det också att övriga aktieägare får reda på att en närståendetransaktion genomförs överhuvudtaget. Annars finns det risk att affären genomförs i det fördolda eftersom ingen annan skyldighet finns för bolaget än att i årsredovisningen presentera betydande transaktioner som genomförts under året och som inte varit på marknadsmässiga villkor. Om det genomförts flera liknande transaktioner kan de dessutom presenteras i samlad form vilket gör det än svårare för en ovetande aktieägare att urskilja vad som hänt. Artikel 9 c är utformad på ett mer objektivet sätt eftersom den inte tar hänsyn till om transaktionen innebär nackdel för bolaget eller fördel för någon aktieägare, det är upp till bolagsstämman att bedöma om den ska genomföras eller inte.

Det grundläggande problemet för svensk gällande rätt är att det saknas bestämmelser om att bolagsstämman ska få rösta om närståendetransaktioner innan de genomförs. Reglerna innebär istället att om det i årsredovisningen eller på annat sätt framkommer att affärer genomförts som stridit mot likhetsprincipen eller generalklausulerna får de klandras i efterhand. Det finns inte heller någon skyldighet för ledningen att

---

<sup>184</sup> AMN 2012:05 s. 4.

<sup>185</sup> Jmfr ovan 3.1.3.

offentliggöra planer på att genomföra en närståendetransaktion. De regler som finns uppfyller inte de krav som artikel 9 c ställer.

## 9.2 Självreglering blir lag

Aktiemarknadsnämndens principuttalande 2012:05 stadgar att bolagsstämman ska få rösta om en närståendetransaktion som är av ”inte oväsentlig betydelse” och att styrelsen ska inhämta ett värderingsutlåtande av en oberoende expert. Vid den förestående implementeringen är det därför lämpligt att använda principuttalandet, det behöver emellertid utredas och omformas från självreglering till lag.

Det är oklart om transaktioner av ”inte oväsentlig betydelse” avser samma transaktioner som det kvalitativa röstningskravet i artikeln; transaktioner som har ”betydande påverkan”. Aktiemarknadsnämndens uttalande anger att ”inte oväsentlig betydelse” utgår ifrån transaktionens påverkan på *resultat och ställning* i det bolag vars aktier är föremål för handel på marknadsplatsen. Artikeln anger att transaktioner som har betydande påverkan på *lönsamhet eller omsättning* kräver bolagsstämmans godkännande. Viss vägledning i tolkningen av ”inte oväsentlig betydelse” kan hämtas från tidigare nämnda avgörande AMN 2012:30. Den genomsnittliga omsättningen för den rörelse som skulle överlåtas i avgörandet motsvarade ungefär 2,9 % av koncernens totala omsättning de tre senaste åren, det genomsnittliga rörelseresultatet motsvarade ungefär 3 % av koncernens totala rörelseresultat samt att det totala värdet på tillgångarna i rörelsen motsvarade ungefär 1,6 % av koncernens sammanlagda tillgångar.<sup>186</sup> Däremot saknas preciserad vägledning i tolkningen av artikelns ”betydande inverkan på lönsamhet eller omsättning” och det är därför inte självklart att en närståendetransaktion som i AMN 2012:30 skulle föranleda en likadan bedömning enligt artikel 9 c. Transaktionen torde emellertid ha betydande påverkan på omsättningen, även lönsamheten eftersom rörelseresultatet i den rörelse som skulle överlåtas motsvarade 3 % av koncernens totala resultat. Det är således inte uteslutet att omständigheterna som ansågs vara av ”icke oväsentlig betydelse” också skulle anses ha ”betydande påverkan”. Som de svenska remissinstanserna lyft fram så framgår det inte hur procentsatserna i artikel 9 c ska beräknas; om det är på koncernens samlade tillgångar eller ett enskilt bolags. Den kvantitativa delen av röstningskravet saknar uttrycklig motsvarighet i AMN 2012:05 och en jämförelse

---

<sup>186</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 60.

med AMN 2012:30 ger att det *inte* skulle utlösas eftersom transaktionen endast stod för 1,6 % av koncernens totala tillgångar. En bedömning baserat på endast en del av röstningskravet skulle därmed inte utlösa artikel 9 c och i det avseendet omfattar AMN 2012:05 fler transaktioner än artikeln.

Informationskravet är som nämnt endast knutet till bolagets tillgångar, medan bedömningen enligt AMN 2012:05 är en kombination av informationskravet samt både den kvalitativa och den kvantitativa delen av röstningskravet. Principuttalandet innehåller en samlad beslutsordning med krav på både informationsunderlag och bolagsstämma medan artikeln är uppdelad beroende på transaktionens storlek. Det framgår inte uttryckligen i något av röstningskraven att bolagsstämman ska erhålla något specifikt informationsunderlag inför omröstningen. Det är istället enligt informationskravet som aktieägarna ska få information om transaktionens affärsmässighet. Om en del av aktieägarna mot bakgrund av det presenterade informationsunderlaget anser att den transaktion som bolagsledningen avser att genomföra inte är skälig saknar artikeln medel att låta dem rösta om affären. Principuttalandet, men också uttalandet AMN 2013:40, visar däremot att det är nödvändigt att ett objektiva informationsunderlag presenteras för aktieägarna så att stämman kan fatta ett välgrundat beslut.

Kumulationskravet i artikeln saknas i principuttalandets ordalydelse. Det innebär inte nödvändigtvis att en sådan bedömning inte skulle kunna göras av Aktiemarknadsnämnden. Enligt principuttalandet ska varje transaktion bedömas om den kan anses ha ”icke oväsentlig betydelse” för bolaget och skulle ett bolag genomföra flera mindre transaktioner med samma närstående torde en samlad bedömning av dem leda till att de är av ”icke oväsentlig betydelse” och därmed att AMN 2012:05 skulle iakttas. Själva grundsyftet med ordningen på självregleringsområdet är att motverka intressekonflikten som riskerar att uppstå vid närståendetransaktioner. Det visar att en kumulativ bedömning av flera transaktioner som riskerar att leda till intressekonflikter inte är helt främmande. Det styrks även av Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:04, där frågeställaren undrade om Leo-reglerna hade analog tillämpning på det planerade förfarandet. Nämnden skriver där att Leo-reglerna inte lämnar något utrymme för att göra en storleksbedömning av emissionen men att det har framförts förslag på det, och jämför sedan med

storleksgränsen som satts i AMN 2012:05. Vidare skriver nämnden att man i situationer där Leo-reglerna inte är direkt tillämpliga men god sed på aktiemarknaden fordrar att de tillämpas, kan tänka sig en tillämpning av dem på de transaktioner som inte är av oväsentlig betydelse för koncernen och dess aktieägare. Man bedömer att den tänkta transaktionen inte ska beslutas enligt Leo-reglerna, och skriver sedan ”Det ligger i sakens natur att upprepade emissioner av det slaget, med hänsyn till den sammanlagda betydelsen för koncernen, skulle kunna föranleda en annan bedömning”.<sup>187</sup> Uttalandet visar därför att flera genomförda närståendetransaktioner som var för sig inte når upp till ”icke oväsentlig betydelse” ändå tillsammans kan göra det om god sed på aktiemarknaden fordrar att beslutsordningen iakttas. På så sätt återfinns ett kumulationskrav även i den svenska självregleringen mot bakgrund av AMN 2015:04, eftersom nämnden där kopplar ihop sina överväganden med AMN 2012:05. Det måste dock framgå av ordalydelsen i den nya bestämmelsen för att skapa en tydlig och förutsebar bestämmelse.

### 9.2.1 Förbättringar

Enriques och Tröger lyfte fram tre huvudsakliga problem med artikel 9 c, det var dels begränsat tillämpningsområde, dels svaga skyddsåtgärder samt avsaknad av flexibilitet. En av de anmärkningsvärda aspekterna var att artikeln endast omfattar transaktioner mellan det noterade bolaget och till bolaget närstående parter. Att kontrollerande aktieägare skulle kunna påverka bolagsledningen i moderbolaget och förmå dem att flytta tillgångar till dotterbolaget så att aktieägaren där kan plocka ut tillgången utan att närståenderegler behövs iakttas är däremot inte möjligt enligt AMN 2012:05. Uttalandet stadgar att om ett noterat bolag *eller dotterföretag till ett sådant bolag* ska genomföra en närståendetransaktion så ska beslutsordningen följas och uttalandet tillämpas.<sup>188</sup> Det begränsade tillämpningsområdet för artikeln menade Enriques också berodde på att kumulationskravet inte var tillräckligt omfattande då en samlad bedömning endast ska göras av det kvantitativa kriteriet. Kumulationskravet i AMN 2012:05 har diskuterats ovan och eftersom det saknas en uppdelning i kvalitativa och kvantitativa kriterier i uttalandet finns inte samma problematik där som i artikeln. Tillämpningsområdet för principuttalandet är således bredare än för artikeln eftersom flera mindre transaktioner också kan anses vara av icke oväsentlig

---

<sup>187</sup> AMN 2015:04 s. 4.

<sup>188</sup> AMN 2012:05 s. 1.

betydelse, jämfört med att de inte skulle stå för mer än 5 % av företagets tillgångar och därmed inte omfattas av artikeln.

Artikeln innebär svaga skyddsåtgärder enligt Enriques eftersom informationskravet är så vagt formulerat och det lämnar utrymme för bolagsledningen att välja vad som ska finnas med. AMN 2012:05 kräver dels ett värderingsutlåtande från en oberoende tredje part, dels en redogörelse från styrelsen. Det innebär att styrelsen kan påverka vad som står i redogörelsen och vad värderingsutlåtandet ska baseras på framgår inte. Aktiemarknadsnämnden har dock i ovan nämnda uttalande AMN 2012:30 klarlagt att syftet är att aktieägarna ska få informationen och själva avgöra om transaktionen är fördelaktig för företaget. Det tyder på vikten av att aktieägarna erhåller ett utförligt och objektivt informationsunderlag, det ska dessutom offentliggöras i god tid före bolagsstämman.<sup>189</sup> Hur stor tillit som kan sättas till att den utomstående expertens oberoende är emellertid svårt att svara på och än svårare att garantera genom lagstiftning på annat sätt än att klart och tydlig stadga att värderingsutlåtandet ska inhämtas av just oberoende expertis.

Enriques och Tröger ifrågasätter också användningen av bolagsstämman som garanti för att ett bra beslut tas. De menade bland annat att eftersom godkännandet inhämtas i slutet av förhandlingarna kan det vara svårt att se några andra alternativ än att genomföra affären. I artikeln står att företaget inte ska inleda transaktionen förrän den har godkänts av aktieägarna, den får dock göra det under förutsättning att den godkänts. Ordalydelsen tyder på att aktieägarnas godkännande är en förutsättning för att förhandlingarna ska kunna leda till ett slutförande. Godkännandet verkar därmed inte vara något som är tänkt att kunna inhämtas i sista stund när allt annat är klart. Genom värderingsutlåtandet och styrelsens rapport som ska presenteras enligt AMN 2012:05 får aktieägarna en bedömning av transaktionens betydelse för bolaget och syftet med det är just att de på utförliga grunder ska kunna ta ställning till transaktionen.<sup>190</sup> Som Enriques skrivit återfinns emellertid inget krav på oberoende personers inblandning i förberedelserna för affären, vilket kan ge möjligheter åt aktörer med intressen som strider mot bolagets. På det sättet erbjuder AMN 2012:05 ett bättre skydd eftersom styrelsens rapport ska åtföljas av ett oberoende

---

<sup>189</sup> AMN 2012:05 s. 2.

<sup>190</sup> Jmfr ovan nämnda AMN 2012:30.

värderingsutlåtande. Röstningskraven i artikeln verkar som ovan nämnt inte uppställa samma krav på information. Ytterligare en viktig aspekt som tagits upp som anledning till att artikeln uppställer svaga skyddsåtgärder är att det saknas regler om att dotterbolag till den närstående parten inte ska få rösta om transaktionen ska genomföras.<sup>191</sup> I principuttalandet finns däremot en sådan regel. På bolagsstämman ska befattningshavarens eller ägarens röster inte räknas med och med ”ägare” jämföras bland annat ett bolag där en fysisk ägare ensam eller tillsammans med annan innehar ett bestämmande inflytande. Är ägaren en juridisk person jämföras med ”ägare” även dotterbolag till denne.<sup>192</sup>

Både artikel 9 c och AMN 2012:05 ligger i linje med de rättsliga verktyg som Enriques tar upp. De innebär inte ett förbud mot närståendetransaktioner utan ställer upp processuella skyddsåtgärder för att ålägga företagen en beslutsordning så att affären ska kunna genomföras på ett sätt som minskar risken för intressekonflikter. Enligt Grandinson och Grubbströms kritik mot AMN 2012:05 omfattar ordalydelsen emellertid betydligt fler transaktionstyper än vad som avses, vilket kan ses som ett försvarande av genomförandet av transaktioner som är värdeskapande och regleras av andra regler i ABL. Ett tydliggörande likt det som redan finns, att uttalandet inte tillämpas på transaktioner som omfattas av 16 kap. ABL borde lösa det problemet. Som de skriver i sin artikel talar redan ändamålskälerna för att uttalandet inte ska tillämpas på andra transaktionstyper.<sup>193</sup> Om uttalandet ska överföras till lagstiftning krävs dock ett tydliggörande, och ett uppräknande för de transaktionstyper i ABL där regeln inte ska gälla är ett lämpligt sådant.

Ett av verktygen som Enriques nämner är offentliggörande av närståendetransaktionen. Det är en åtgärd som ensam har svårt att uppställa ett fullgott skydd mot skadliga affärer med närstående. Både artikel 9 c och AMN 2012:05 har emellertid offentliggörandet endast som en del i beslutsordningen. Oklarheten i artikelns informationskrav är dock problematisk eftersom det inte framgår att aktieägarna ska erhålla någon särskild information inför omröstningen. Mot bakgrund av det kan offentliggörandet i artikeln sägas stå ensamt och därmed innebära ett

---

<sup>191</sup> Ovan avsnitt 6.2.2.

<sup>192</sup> AMN 2012:05 s. 2 f.

<sup>193</sup> Grandinson och Grubbström, a.a. s. 56.

relativt svagt skydd. Offentliggörande som verktyg mot skadliga närståendetransaktioner används därför på ett bättre sätt i principuttalandet.

Granskning i efterhand som Enriques tar upp är en åtgärd *ex post* och innebär att det utreds om transaktionen varit rättvis. Att en fråga om god sed i samband med en närståendetransaktion ställs till Aktiemarknaden innebär en sådan typ av granskning, det är dock en möjlighet och inte en skyldighet att transaktionen som helhet granskas i efterhand. De uttalanden av Aktiemarknadsnämnden som berör principuttalandet handlar emellertid inte om i vilken utsträckning transaktionen varit rättvis utan om eller på vilket sätt uttalandet behöver uppfyllas. Artikel 9 c innehåller inte heller något krav på en granskning av transaktionen i efterhand. Vid implementeringen av artikeln i Sverige finns dock de berörda generalklausulerna i ABL, en genomförd affär kan därmed klandras. En domstol får då avgöra och granska transaktionens villkor och dylikt i efterhand. Generalklausulerna undanröjer också det problem som Enriques tog upp med kombinationen av åtgärder *ex ante* och *ex post*<sup>194</sup>; oavsett om beslutsordningen iakttagits eller inte kan något av bolagsorganen anses ha vidtagit en rättshandling som varit ägnad att innebära en otillbörlig fördel åt någon och samtidigt en skada för bolaget.

För att bestämmelsen ska vara effektiv krävs som Enriques konstaterat att den har stöd av berörda aktörer och stämmer överens med redan gällande lagstiftning. Eftersom det sammanfattningsvis framkommit att AMN 2012:05 i sak uppfyller artikel 9 c och att det i viss mån även ställer strängare krav är berörda aktörer på den svenska marknaden inte främmande för en reglering av närståendetransaktioner där information ska offentliggöras och bolagsstämman ska tillfrågas. Principuttalandet behöver emellertid omformas i vissa delar för att bättre överensstämma med artikeln. Eftersom informationskravet ska utlösas vid mindre transaktioner än röstningskraven får principuttalandet delas upp i motsvarande nivåer. Det krav på information som ställs i principuttalandet är alltså strängare och som Enriques skriver kan det leda till att den nya bestämmelsen lättar på kravet efter nationella påtryckningar.<sup>195</sup> Det finns emellertid inga formella hinder för Sverige att ha hårdare regler och mot bakgrund av de förslag som presenterats av Europeiska rådet och Europaparlamentet är det möjligt

---

<sup>194</sup> Jmfr ovan avsnitt 7.6.

<sup>195</sup> Jmfr ovan avsnitt 6.2.3.

att gränserna inte kommer att finnas i det slutliga direktivet. Medlemsstaterna kan då ha egna gränser mellan informations- och röstningskravet alternativt att det är samma för de båda kraven.

Eftersom bedömningen av transaktionen inte kommer att göras av Aktiemarknadsnämnden utan av allmänna domstolar krävs det att bestämmelsen är tydlig och förutsebar. Som redan lyfts fram innehåller Listing Rule ett detaljerat och omfattande klassifikationstest. Den nya regeln i Sverige kan därför med fördel ha en liknande utformning och på så sätt underlätta bedömningen jämfört med att domstolarna ska tolka ”icke oväsentlig betydelse”. Både kommissionens förslag och de engelska reglerna har uttryckliga kvantitativa gränser och även om det slutliga direktivet inte har sådana gränser kommer de i så fall att sättas av medlemsstaterna själva. Då är det viktigt att det tydligt framgår hur bedömningen av vilka transaktioner som ska omfattas av vilka krav görs.<sup>196</sup>

Aktiemarknadsnämndens principuttalande som idag är en del av god sed på aktiemarknaden kan överföras till svensk gällande rätt eftersom det motsvarar de krav som ställs enligt artikel 9 c. Kritiken mot artikel 9 c består som nämnts bland annat i att procentsatserna är oklara och att de beräknas endast på bolagets tillgångar, det återstår därför att se hur det slutliga direktivet tar ställning till det och då kommer det också framgå hur den svenska bestämmelsen bör se ut. Koncernens marknadsvärde torde vara ett lämpligt mått för att avgöra om transaktionen är av icke oväsentlig betydelse. Kumulationskravet i artikeln saknar uttrycklig motsvarighet i principuttalandet så även om det går att hävda att uttalandet kan tillämpas på samma sätt borde ett fastställande framgå i den nya bestämmelsen. Inte minst eftersom Aktiemarknadsnämnden inte kommer att bedöma närståendetransaktionsregleringen som finns i gällande rätt. I de delar som principuttalandet omfattar fler aktörer vars röster på bolagsstämman inte ska räknas, strängare krav på den information som ska offentliggöras samt att transaktioner genomförda med ett dotterbolag och en närstående omfattas, bör de stå kvar i den nya bestämmelsen. Dels med hänsyn till grundsyftet med uttalandet men främst mot bakgrund av syftet med direktivet – att

---

<sup>196</sup> Jmfr Grandinson och Grubbström, a.a. s. 65 som menar att Aktiemarknadsnämnden med lätthet kunde inspirerats av de engelska reglerna.



engagera aktieägare, erbjuda dem tillräcklig insyn i närståendetransaktioner och förse dem med medel att motsätta sig dem.

### **9.2.2 Hur den nya bestämmelsen kan fungera**

Ett uttalande som gjorts av Aktiemarknadsnämnden före principuttalandet visar hur den nya bestämmelsen skulle fungera. I AMN 2008:15 skulle ett dotterbolag till ett aktiemarknadsbolag i samband med fusion av två av sina dotterbolag överlåta rörelsen i det nya bolaget till det bolagets VD. Nämnden konstaterade då att det inte innebar att 16 kap. ABL skulle tillämpas eftersom det inte handlade om en överlåtelse av aktier utan om rörelsen i ett bolag. Den nya bestämmelsen är istället tillämplig om ett noterat bolag eller ett dotterbolag till ett sådant bolag beslutar att överlåta rörelse till en befattningshavare i bolaget. Med befattningshavare avses bland annat en VD i samma koncern enligt 16 kap. 2 § ABL. Av omständigheterna framgår att det under en längre tid funderats på att avyttra rörelserna men att det inte skett på grund av ett bristande intresse på marknaden. Det är emellertid något som saknar betydelse för om bestämmelsen är tillämplig, det är bolagsstämman i moderbolaget som ska avgöra om det är det bästa för bolaget att rörelsen överlåts till en aktör som är närstående. Det krävs också att överlåtelsen är av en viss storlek och enligt frågeställaren i AMN 2008:15 var omsättningen i de två dotterbolagen knappt 20 miljoner kronor, vilket inte ens motsvarade en promille av moderbolagets omsättning.<sup>197</sup> Hade det däremot varit en affär som motsvarade en större del av koncernens marknadsvärde skulle genomförandet av transaktionen kräva att beslutsordningen i bestämmelsen iakttogs.

### **9.3 Avslutande reflektioner**

En viktig aspekt när medlemsstaterna ska utforma bestämmelser för att engagera aktieägarna i aktiemarknadsbolag är att de är anpassade efter den typen av aktieägare som finns. Det institutionella ägandet i Sverige är relativt stort där strax under 50 % av marknadsvärdet innehas av svenska ägare exklusive hushåll,<sup>198</sup> så problemet som Tröger identifierat finns också på den svenska marknaden.<sup>199</sup> Jag anser emellertid att kommissionens förslag är ett steg i rätt riktning för att engagera aktieägarna i bolagets

---

<sup>197</sup> AMN 2008:15 s.1.

<sup>198</sup> Statistiska Centralbyrån, Ägandet av aktier i bolag noterade på en svensk marknadsplats, uppdaterad 150828.

[http://www.scb.se/sv\\_/Hitta-statistik/Statistik-efteramne/Finansmarknad/Aktieagarstatistik/Aktieagarstatistik/6450/6457/76596/](http://www.scb.se/sv_/Hitta-statistik/Statistik-efteramne/Finansmarknad/Aktieagarstatistik/Aktieagarstatistik/6450/6457/76596/)

<sup>199</sup> Jmfr ovan avsnitt 6.2.2.

affärer, förbättra insynen i bolagen och på så sätt stärka aktieägarskyddet trots att det också ställer krav på de aktieägare som inte tidigare varit aktiva i liknande frågor.

Eftersom den inblandade aktörens röster inte ska räknas vid bolagsstämman uppstår frågan om hur stor del av bolagets aktier som är representerade vid omröstningen. Är det en stor aktieägare kan det leda till att närmare hälften av aktierna inte är representerade och problematiken med makt åt en minoritet aktualiseras. Vad som är det bästa för bolaget borde avgöras av en aktieägarmajoritet och som förarbetena till tidigare aktiebolagslagar angivit är det inte nödvändigtvis så att det blir ett bättre beslut genom att åsidosätta majoritetens önskemål till förmån för minoriteten.<sup>200</sup> Inget krav på transaktionens villkor uppställs för att röstningskraven ska utlösas så oavsett om transaktionen genomförs på marknadsmässiga villkor och det som i nämnda avgöranden från aktiemarknadsnämnden kanske är den enda möjligheten för bolaget att göra en bra affär ska de som inte är inblandade godkänna den.

Att låta en majoritet av minoritetsaktieägarna godkänna affären är ett sätt att reglera närståendetransaktioner som enligt mig tar fokus från bolagets intresse till förmån för en aktieägarminoritet. Varken i AMN 2012:05 eller i artikel 9 c ställs det upp som förutsättning att transaktionen genomförs utanför bolagets normala verksamhet eller på icke marknadsmässiga villkor. Bolagets bästa kommer därmed som ett underordnat intresse eftersom bolaget inte tar skada av en transaktion endast för att det är en närstående som är dess motpart, så länge det är inom dess normala verksamhet och på marknadsmässiga villkor. En transaktion som inte innebär skada för bolaget torde inte heller innebära skada för aktieägarna. Syftet med kommissionens förslag är emellertid att *engagera aktieägarna* och ge dem bättre insyn i bolagsstyrningen, men hur det ska gynna bolaget när närståendetransaktionen är marknadsmässig har jag svårt att se. De två intressena kan dock förenas på ett sätt som redan finns i Storbritanniens regelverk: röstningskravet förses med en restriktion om att bolagsstämman endast ska godkänna transaktioner som är utanför bolagets normala verksamhet alternativt på icke marknadsmässiga villkor. På så sätt behåller bestämmelsen sitt aktieägarskydd samtidigt som bolagets intresse av att effektivt kunna genomföra affärer tillgodoses. Informationskravet ska kvarstå i sin objektiva utformning eftersom det ger

---

<sup>200</sup> Jmfr 3.1.3.

aktieägarna insyn. Problemet med en sådan utformning är dock den samma som lyfts fram både med kommissionens förslag och med regleringen av närståendetransaktioner i övrigt: vem ska då avgöra om transaktionen är inom bolagets verksamhet och om villkoren är marknadsmässiga, samt vilken tillit kan sättas till ett sådant avgörande? Den typen av frågor har inga enkla svar, men vid utformningen av regler som ska ersätta den självreglering som näringslivet redan följer i stor utsträckning anser jag att bolagets intresse måste beaktas på ett klarare sätt. En bra reglering av skadliga närståendetransaktioner består av aktieägarskydd *förenat* med bolagets bästa, endast en av de två komponenterna är inte tillräckliga.

# Källförteckning

## **Offentligt tryck**

Proposition 1973:93, *Kungl. Maj:t:s proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev.*

Proposition 1975:103, *Regeringens proposition med förslag till en ny aktiebolagslag.*

Proposition 2004/05:85, *Ny Aktiebolagslag.*

Proposition 2009/10:247, *Aktieägares rättigheter.*

SOU 1971:15, *Förslag till aktiebolagslag mm.*

Ds 2008:46 *Direktivet om aktieägares rättigheter – förslag till genomförandeåtgärder.* (R., Skog)

Faktapromemoria 2013/14 FPM:84 *Ändringar i direktivet om aktieägares rättigheter.*

## **Litteratur**

Af Sandberg, C., *Aktiebolagsrätten*, upplaga 2:1, Studentlitteratur, 2007.

Andersson, S., Johansson, J., Svante, O., Skog, R., *Aktiebolagslagen - en kommentar*, kap 1-10, Nordstedts juridik, 2015.

Bernitz, U., Kjellgren A., *Europarättens grunder*, upplaga 4, Nordstedts Juridik, 2010.

Cahn, A., och Donald, D., *Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2010.

Dotevall, R., *Aktiebolagsrätt fördjupning och komparativ belysning*, Nordstedts Juridik, upplaga 1:1, 2015.

Kershaw, D., *Company law in context*, Oxford University Press, 2012.

Johansson, S., *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, upplaga 11, Nordstedts Juridik, 2014.

Skog, R., *Rodhes Aktiebolagsrätt*, upplaga 24, Nordstedts Juridik, 2014.

## **Artiklar**

Enriques, L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, ECGI Working Paper Series in Law Paper no. 267/2014, 2014.

Grandinson, P., Grubbström, U., *Aktiemarknadsnämndens närståenderegler*, JT nr. 1 2013/14, s. 45-65.

Hopt, J., *Corporate Governance in Europe A critical review of the European Commission's initiative on corporate law and corporate governance*, ECGI Working Paper Series in Law Paper 296/2015, 2015.

Stattin, D., *Närståendetransaktioner på aktiemarknaden En analys av punkt 4.1 i NASDAQ OMX Stockholm Regelverk för emittenter*, Working Paper 2010:12 Uppsala Universitet, 2010.

### ***Aktiemarknadsnämndsuttalanden***

AMN 2008:15

AMN 2012:05

AMN 2012:30

AMN 2013:40

AMN 2014:49

AMN 2015:04

### ***Rättsfallsregister***

#### ***Svenska domar***

NJA 2000 s.404

#### ***Utländska domar***

EU-domstolen

*Commission v Netherlands*, C-144/99, ECLI:EU:C:2001:257

Storbritannien

*Menier v Hooper's Telegraph Company* (1874) LR 9 Ch App 350

#### ***Övrigt***

Aktiemarknadsnämnden. Om Aktiemarknadsnämnden. Hämtad 1/10 2015.

[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden\\_25](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden_25)

Council of the European Union, 20 March 2015, 7315/15. Hämtad 25/9 2015.

<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7315-2015-INIT/en/pdf>

European Corporate Governance Forum. Hämtad 20/9 2015.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm)

ECGF Statement 10 mars 2011, Statement of the European Corporate Governance Forum on related party transactions for Listed Entities. Hämtad 20/9 2015.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf\\_related\\_party\\_transactions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf)

Europaparlamentet, Antagna texter, Företagsstyrning: aktieägares långsiktiga engagemang och insyn, 8 juli 2015. Hämtad 15/9 2015.

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A8-2015-0158&language=SV>

EU-upplysningen vid Sveriges riksdag, Från förslag till färdig EU-lag. Hämtad 4/10 2015.

<http://www.eu-upplysningen.se/Om-EU/Om-EUs-lagar-och-beslutsfattande/Sa-beslutar-EU/Fran-forslag-till-fardig-EU-lag/>

Financial Conduct Authority, List of Sponsors, 2015. Hämtad 15/11 2015.

<http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/ukla/sponsor-list>

Financial Conduct Authority, UK Listing Authority, 2015. Hämtad 15/11 2015.

<http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla>

Förslag till ändring av Europaparlamentets och Rådets direktiv om ändring av direktiv 2007/36/EU av den 9.4.2014 KOM (2014) 213 slutlig. Hämtad 10/9 2015.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014PC0213&from=SV>

Grönbok – En EU-ram för bolagsstyrning, den 5.4.2011, KOM (2011) 164 slutlig. Hämtad 23/9 2015.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_sv.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_sv.pdf)

Handlingsplan: Europeisk bolagsrätt och företagsstyrning – ett modernt regelverk för mer engagerade aktieägare och hållbara företag, den 12.2012, KOM (2012) 740 slutlig. Hämtad 5/10 2015.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=CELEX:52012DC0740>

IAS 24. Hämtad 30/9 2015.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/consolidated/ias24\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias24_en.pdf)

London Stock Exchange, Listing Regime, 2015. Hämtad 16/11 2015.

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/primary-and-secondary-listing/listing-categories.htm>

London Stock Exchange, New Sources, 2015. Hämtad 16/11 2015.

<http://www.londonstockexchange.com/news/market-news/sources/sources.htm>

Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i Europeiska unionen–Handlingsplan, den 21.5.2003, KOM (2003) 284 slutlig. Hämtad 25/9 2015.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:52003DC0284&from=SV>

Nerep, E., Adestam, J., och Samuelsson, P., Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 47 §, Lexino 2015-09-22. Hämtad 23/11 2015.

<https://pro-karnovgroup-se.ezproxy.ub.gu.se/document/2003494/1>

Samuelsson, P., Karnov, kommentaren till ABL (2005:551), not 613. Hämtad 23/11 2015.

[https://pro-karnovgroup-se.ezproxy.ub.gu.se/document/531649/4#SFS2005-0551\\_N613](https://pro-karnovgroup-se.ezproxy.ub.gu.se/document/531649/4#SFS2005-0551_N613)

Statistiska Centralbyrån, Ägandet av aktier i bolag noterade på en svensk marknadsplats, uppdaterad 150828. Hämtad 25/11 2015.

<http://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efteramne/Finansmarknad/Aktieagarstatistik/Aktieagarstatistik/6450/6457/76596/>

Sunesson, B., *Tjugo år av skandaler vi minns*, Svenska Dagbladet 29/12 2003. Hämtad 23/9 2015.

<http://www.svd.se/tjugo-ar-av-skandaler-vi-minns>

Svenska Bankföreningen, remissvar Inbjudan att lämna synpunkter på Europeiska kommissionens förslag till direktiv om ändringar i direktivet om aktieägares rättigheter, 2014-04-24. Hämtad 20/10 2015.

<http://www.swedishbankers.se/BFDokumentarkiv/Inbjudan%20att%20lämna%20synpunkter%20på%20Europeiska%20kommissionens.pdf>

Svenskt Näringsliv, remissvar EU-kommissionens förslag till direktiv om ändringar i direktivet om aktieägares rättigheter, 2014-04-24. Hämtad 20/10 2015.

<http://www.swedishbankers.se/BFDokumentarkiv/Inbjudan%20att%20lämna%20synpunkter%20på%20Europeiska%20kommissionens.pdf>

Sveriges Advokatsamfund, R-2014/0687, 2014-05-28. Hämtad 20/10 2015.

[https://www.advokatsamfundet.se/Documents/Advokatsamfundet\\_sv/Remissvar/469443\\_20140602093942.pdf](https://www.advokatsamfundet.se/Documents/Advokatsamfundet_sv/Remissvar/469443_20140602093942.pdf)

The Takeover Panel. Hämtad 15/11 2015.

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk>

Jag Anna Kristenson, registrerades på kursen första gången höstterminen 2015. Jag har inte omregistrerats någon gång och har inte deltagit i något examinationstillfälle.