
CATARINA AF SANDEBERG

**Regeringens förslag till ny aktiebolagslag –
särskilt om minoritetsskyddet**

04-05 NR 2



SÄRTRYCK UR JURIDISK TIDSKRIFT

Regeringens förslag till ny aktiebolagslag – särskilt om minoritetsskyddet

CATARINA AF SANDEBERG*

1. Inledning

Med stor sannolikhet får vi den 1 januari 2006 för första gången på 30 år en ny aktiebolagslag. Regeringen har avlämnat en lagrådsremiss som efter sedvanlig behandling preliminärt skall träda i kraft det nämnda datumet. Regeringens digra och innehållsrika förslag till ny aktiebolagslag omfattar 893 sidor jämte bilagor, av vilket följer att endast ett urval av de nya reglerna kommenteras i denna artikel. Jag har dels sökt redogöra för vissa nyheter som kan ha ett vidare intresse för rättsvetare och praktiker som kommer i kontakt med rättsområdet, dels har jag valt att diskutera ett par frågor som jag funnit särskilt intressanta och värda att peka på, med fokus på minoritetsskyddet i samband med fusion och inlösen. Jag har sålunda avstått från att här kommentera de många turerna kring låneförbudet, och jag har heller inte gått in på de övergripande bolagsstyrningsfrågorna eftersom ändringarna redan är införda i nu gällande aktiebolagslag (1975:1385), och reglerna ifråga i huvudsak oförändrade flyttats över till förslaget till ny lag.¹ Ett specialområde – nämligen reglerna om prospekt – avser jag ägna en särskild artikel längre fram.²

Innan jag går in på själva förslaget vill jag endast helt kort nämna något om det sammanhang i vilket förslaget bör betraktas. Den nu gällande aktiebolagslagen, som trädde i kraft för cirka trettio år sedan, tillkom inom ramen för ett nordiskt samarbete. Samarbetet syftade till en modernisering och ”avbyråkratisering” av det tämligen mastiga regelverk som 1944 års lag kommit att bli. Ett annat syfte bakom 1975 års lag var att ytterligare stärka styrelsens position inom

* Juris doktor och ansvarig för kurserna i associationsrätt, företagsekonomi, börsrätt och bolagsstyrning vid Stockholms universitet.

¹ 1995 infördes i aktiebolagslagen nya regler i avsikt att tydliggöra styrelsens ansvar för aktiebolagets förvaltning, och nya krav på styrelsens arbetsordning, vd-instruktion och instruktion för ekonomisk rapportering infördes i aktiebolagslagen 1999, 8 kap. 3-4 §§. Förslaget s. 414 ff., SOU 2001:1 s. 130 f. och SOU 1997:168 s. 87 f. respektive förslaget s. 284 ff., SOU 2001 s. 12 f. och SOU 1995:44 s. 153 f.

² Författaren är förordnad som sakkunnig i prospektutredningen.

aktiebolagen.³ I ljuset av senare års fokusering på aktieägarskyddet är ett av de allmänna syftena bakom det nya förslaget att stärka aktieägarnas position. Man kan tydligt se hur pendeln är på väg tillbaka till förmån för bolagsstämman – frågor om bolagsstyrning, eller ”corporate governance”, har i den allmänna debatten på senare tid alltmer kommit att handla om aktieägarnas möjligheter att påverka och kontrollera bolagens verksamhet. Detta sammanhänger som bekant i stor utsträckning med att ägarstrukturen i det svenska näringslivet ganska påtagligt har förändrats under den tid 1975 års lag tillämpats – särskilt sedan mitten av 1990-talet: det institutionaliserade ägandet har ökat markant på bekostnad av enskilda fysiska personers ägarandel. Ett annat ”tema” som man kan se i förslaget – delvis naturligtvis parallellt med det nyss nämnda – är de mycket klara strävandena att föra svensk aktiebolagsrätt i linje med den europeiska rättsutvecklingen. Detta är dessvärre en inte alldeles enkel uppgift – rättsbildningen inom bolagsrätten på EU-nivå är nämligen just nu i ett ganska aktivt skede,⁴ och det gäller att ”anpassa sig” så att säga i fas med rättsutvecklingen; nya direktivförslag är på väg och gamla direktiv ses över. Detta gör att den proposition som väntas i december troligen inte blir det sista ordet i berörda delar (se t.ex. motiveringen till den i lagrådsremissen föreslagna regleringen av prospekt⁵). Hur som helst har statsmakterna mot denna allmänna bakgrund funnit anledning att göra en fullständig översyn av den svenska aktiebolagslagen.

Så till själva saken. Regeringen har den 6 maj 2004 överlämnat en remiss med förslag till ny aktiebolagslag till Lagrådet. Den nya lagen föreslås träda i kraft den 1 januari 2006. Aktiebolagskommittén har på regeringens uppdrag under 1990-talet arbetat med dels en EG-anpassning, dels en generell översyn av den nu gällande aktiebolagslagen (1975:1385). Resultatet av kommitténs arbete har som ovan nämnts redovisats i sex delbetänkanden och summerats i slutbetänkandet Ny aktiebolagslag SOU 2001:1.⁶ Efter remissbehandling valde man att i februari offentliggöra ett utkast till lagrådsremiss,⁷ och efter inhämtande av synpunkter har lagrådsremissen fått sin slutliga utformning. Förslaget till en ny

³ Det kan vara värt att notera att 1910 års aktiebolagslag utgick ifrån att bolagsstämman var det beslutande organet, styrelsen det verkställande och revisorerna det kontrollerande organet. Därefter kom den ekonomiska utvecklingen att medföra en väsentlig maktförskjutning från bolagsstämman till styrelsen, vilket således kom till fullt uttryck först genom 1944 års lag – som också formellt införde verkställande direktören i lagtexten. Se vidare härom Nial, Fskr Rodhe, 1976, s. 330 ff.

⁴ Jfr EU kommissionens ”Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU”, 21 May 2003, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm, samt därtill efterföljande konsultativa propåer. Det är för närvarande för tidigt att säga något om vart allt detta material är på väg (eller om det någonsin kommer fram).

⁵ Förslaget s. 350 f.

⁶ SOU 1992:13 Bundna aktier, SOU 1992:83 Aktiebolagslagen och EG, SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation, SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital, SOU 1997:168 Vinstutdelning i aktiebolag, SOU 1999:36 Likvidation av aktiebolag.

⁷ Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

aktiebolagslag innebär, i förhållande till den nuvarande aktiebolagslagen från 1975, en språklig och systematisk modernisering av den svenska aktiebolagsrätten som den kommer till uttryck i lagtext. Betydande redaktionella ändringar föreslås i syfte att göra lagen ”begriplig och så långt det är möjligt lättläst”.⁸ Bland annat har vissa kapitel delats upp och vissa kapitel tillkommit, vilket innebär att lagen utökats från att omfatta 19 kapitel till att i sin nya form omfatta hela 31 kapitel. Vidare har paragraferna i många fall gjorts kortare, och paragrafrubriker och mellanrubriker har införts i avsikt att göra det lättare att hitta i lagen. Lagförslaget innehåller som antytts ovan även en rad sakliga nyheter. De områden som jag valt att ta upp i artikeln är följande:

- Aktiers registrerade värde – från nominellt värde till kvotaktier.
- Aktiers överlåtbarhet – hembud, förköp och samtyckesförbehåll.
- Bolagsstämma – aktieägares möjlighet att rösta utan personlig närvaro.
- Bolagets organisation – tillträde och avgång som styrelseledamot.
- Kapitalökning – fria teckningsoptioner, konvertibler med konverteringsskyldighet och regler vid riktade emissioner.
- Värdeöverföringar – reglernas tillämplighet, nettometoden och koncernspärren.
- Fusion – majoritetskrav och värdering.
- Fission – delning av aktiebolag.
- Tvångsinlösen – reglernas tillämplighet och värdering.

Som framgått ovan har i förslaget ägarkretsen fått en förstärkt roll. I artikeln diskuteras huruvida behovet av minoritetsskydd i samband med sammanslagning och delning av bolag samt inlösen är tillgodosett i förslaget. I artikelns avslutande del har jag i samband härmed valt att diskutera den svårlösta frågan om beloppsbestämningen vid inlösenförfarande.

2. Aktiers registrerade värde – från nominellt värde till kvotaktier

Kravet på att det för aktierna skall anges ett nominellt belopp föreslås tas bort, och i stället för nominella värden skall aktier i fortsättningen representera en viss andel i bolaget.⁹ Detta värde skall beräknas genom att bolagets aktiekapital divideras med antalet aktier, dvs. aktiernas kvotvärde innebär den vid varje tidpunkt rådande kvoten mellan aktiekapitalet och antalet aktier i bolaget. Vid nyemission skall det vara tillåtet att bestämma att endast en del av betalningen, eller ingenting alls, skall tillföras aktiekapitalet eller annat eget bundet kapital. Aktier får inte heller fortsättningsvis ges ut till underkurs, dvs. till ett belopp som

⁸ SOU 2001:1 s. 14.

⁹ NyABL 1 kap 6 §, förslaget s. 202.

understiger aktiernas kvotvärde, vare sig vid bildandet av bolag eller vid senare emissioner. Lagförslagets underkursförbud innebär att aktier inte får ges ut mot en ersättning som understiger aktiens kvotvärde.¹⁰

3. Aktiers överlåtbarhet – hembud, förköp och samtyckesförbehåll

3.1 Hembudsklausuler

Det är som bekant en grundläggande princip inom aktiebolagsrätten att aktie är fritt överlåtbar (jfr 3 kap 2 §aktiebolagslagen 1975). Inskränkningar i denna grundläggande princip kräver lagstöd. I nu gällande aktiebolagslag finns en möjlighet för aktiebolag att genom införande av ett s.k. hembudsförbehåll i bolagsordningen införa en begränsning av akties överlåtbarhet. Hembudspunkten ligger därvid på förvärvaren, som således har att hembjuda förvärvad aktie till befintliga/övriga aktieägare efter en viss ordning. Denna möjlighet är generell oavsett bolagstyp.¹¹

De svenska aktiebolagen indelas i fyra grupper i en slags matris: dels indelningen i publika och privata aktiebolag (där publika men inte privata kan vända sig till allmänheten för sitt riskkapital), dels indelningen i s.k. avstämningsbolag och s.k. kupongbolag (där de förra, förenklat uttryckt, har en datoriserad aktiehantering utan möjlighet att utfärda fysiska aktiebrev och är avsedda för större, vanligen publika aktiebolag, medan de senare har möjlighet att utge fysiska aktiebrev och är avsedda för mindre aktiebolag, vanligen privata sådana). Härutöver brukar man tala om aktiemarknadsbolag som en slags ”högre” form av publika bolag. Enligt definitionen är i aktiemarknadsbolagen i vart fall ett av bolagets aktieslag noterat vid börs eller auktoriserad marknadsplats.¹²

¹⁰ Jfr SOU 2001:1 s.205 ff, SOU 1997:181 samt Ds 2000:15. Se även kritiska synpunkter hos Lindskog, S., Kvotaktier – och sen?, JT 2000-01 s. 846 ff. För den historiskt intresserade kan det möjligen ha sitt intresse att även här konstatera att ingenting är nytt under solen: kritiska synpunkter på kvotaktiesystemet, från ett helt annat perspektiv, levererades nämligen på sin tid i 1890 års förslag till bland annat ny aktiebolagslag: ”Det har någon gång, i synnerhet vid äldre aktiebolag, inträffat att aktie utvisat ej det inbetalade beloppet, utan allenast ägarens kvotandel i bolaget och dess tillgångar. För vinnande av reda och god ordning synes dock i lagen böra stadgas - - att aktie skall lyda å visst belopp”. (Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m. m. (Stockholm 1890) intaget i Bihang till Riksdagens protokoll vid lagtima riksdagen i Stockholm 1895, Andra samlingen, 2:dra Afdelningen, Första bandet, komitébetänkanden m.m. (citerad med normaliserad stavning),s. 109. Jfr NJA II 1895 nr. 3 Den nya bolagslagstiftningen. Lag om aktiebolag).

¹¹ Dock att hembudsförbehåll helt naturligt inte får avse noterade aktier, jfr kravet på fri överlåtbarhet i Finansinspektionens föreskrifter i FFFS 1995:43.

¹² Se bl.a. 1 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Hembudsförbehåll förekommer i närmare 90 procent av de svenska aktiebolagen, naturligen ej i aktiemarknadsbolag. Förbehållen syftar till att göra det möjligt för aktieägarna att förhindra oönskade förändringar i ägarkretsen. Hembudsförfarandet kan emellertid leda till särskilda problem när det gäller rösträtten under hembudstiden. Rösträtten tillkommer enligt den nuvarande aktiebolagslagen den som vid tidpunkten för stämman eller, i avstämningsbolag, på dagen för utskrift av aktieboken är aktieägare och införd i aktieboken. Aktualiserat ett hembud är överlåtaren inte längre ägare till aktierna och kan därför inte längre rösta för aktierna, förvärvaren kan inte föras in i aktieboken förrän det är klarlagt att hembudsrätten inte har utnyttjats, varvid det inte finns någon som har rätt att rösta för dessa aktier under den tid lösningsfrågan inte är avgjord, rösträtten är m.a.o. passiverad under hembudstiden. Förhållandet leder till att majoritetsförhållandena i bolaget förskjuts under hembudsperioden.¹³

Regeringen har därför valt att i den nya lagen införa regler om vem som skall kunna utöva rösträtten till dess frågan om lösningsrätten är avgjord, och föreslår att man i hembudsförbehållet kan välja att ange antingen överlåtaren eller förvärvaren som berättigad att rösta under hembudstiden. Den som genom en föreskrift i bolagsordningen har fått rätt att rösta för hembudspflichtiga aktier har samma rättigheter som vanliga aktieägare i anslutning till röstningen.¹⁴ Den som i enlighet med en hembuds föreskrift utövar rösträtt utan att vara aktieägare ansvarar på samma sätt som en aktieägare för de beslut som han eller hon deltar i.

3.2 Förköp och samtyckesförbehåll

I lagrådsremissen föreslås att vid sidan av hembudsförbehållen två nya möjligheter av inskränkning i aktiers fria överlåtbarhet införs såvitt avser kupongbolagen,¹⁵ nämligen s.k. förköpsförbehåll och s.k. samtyckesförbehåll. Förköpsförbehåll innebär ett förbehåll om att den som avser överlåta en aktie först måste erbjuda den eller dem som i bolagsordningen är angivna som förköpsberättigade att förvärva aktien.¹⁶ Ett av skälen till förslaget härom är att förköpsförbehåll internationellt sett är betydligt vanligare än hembudsförbehållen.

Ett förköpsförbehåll fyller i huvudsak samma funktion som ett hembudsförbehåll, skillnaden är att rätten att i samband med aktieöverlåtelse överta aktier i förköpsfallet inträder före överlåtelsen, dvs. hembudplikten åligger den som önskar avyttra aktien, medan den i hembuds-fallet inträder efter överlåtelsen. Förköpsförbehållen har den fördelen att de inte ger upphov till de ovan nämnda

¹³ Se t.ex. NJA 1978 s. 214.

¹⁴ NyABL 4 kap. 35 §.

¹⁵ Aktiebolagskommitténs motsvarande förslag innebar att förköpsklausulerna skulle kunna införas av samtliga bolagstyper medan samtyckesförbehållen endast avsågs kunna införas av de privata aktiebolagen, jfr SOU 2001:1 s. 301 ff och SOU 1997:22s. 210 ff och 314 ff.

¹⁶ NyABL 4 kap 18 §, förslaget s. 254 ff.

rösträttsproblemen som förekommer i hembudsfallen. Reglerna om förköp är utformade på samma sätt som reglerna om hembud. En aktieägare som önskar överlåta förköpspliktiga aktier skall anmäla detta till bolagets styrelse, som i sin tur genast skall underrätta de förköpsberättigade om erbjudandet. Styrelsen skall ombesörja att en anteckning härom görs i aktieboken, samt anteckna om någon förköpsberättigad har meddelat styrelsen att han eller hon vill utnyttja sin förköpsrätt.

Vidare föreslås att kupongbolag i bolagsordningen kan ta in ett förbehåll om att en eller flera aktier får överlåtas till en ny ägare endast med bolagets samtycke, s.k. samtyckesförbehåll. Samtyckesförbehåll kan utgöra ett bra alternativ jämfört med förköpsförbehållen, eftersom de medger en större flexibilitet i och med att bolaget ges möjlighet att i det enskilda fallet pröva om en viss tilltänkt förvärvare skall godtas eller inte.¹⁷

4. Bolagsstämma – aktieägars möjlighet att rösta utan personlig närvaro

I förslaget diskuteras även frågor rörande aktieägars möjlighet att rösta på bolagsstämma.¹⁸ I linje med ökad möjlighet till inflytande för aktieägare menar regeringen att lagen bör underlätta för aktieägare, som inte har vilja eller möjlighet att personligen delta i bolagsstämma, att på annat sätt påverka innehållet i bolagsstämmans beslut. I nuvarande lagstiftning ges endast möjligheten att delta genom ombud. Denna möjlighet anses emellertid inte ge tillräckligt utrymme att påverka innehållet i de beslut som fattas på bolagsstämman i de svenska börsbolagen. Regeringen diskuterar två sätt att låta aktieägare delta i röstningen på bolagsstämma utan att närvara personligen, nämligen genom fullmakt och genom poströstning. I det första fallet befullmäktigar aktieägaren ett ombud att närvara och utöva rösträtt vid stämman, medan han eller hon i det andra fallet avger sin röst i förväg direkt till bolaget för att räknas vid omröstning på stämman. Nyligen infördes förbud mot att styrelsen samlade in fullmakter från aktieägarna på bolagets bekostnad, vilket tidigare inte var ovanligt. Genom fullmakten gav aktieägarna någon fysisk person som ingick i styrelsen eller som stod styrelsen nära i uppdrag att rösta för deras aktier i enlighet med vad ombudet fann för gott.

¹⁷ NyABL 4 kap 8 §, förslaget s. 259 f.

¹⁸ Jfr numera även ”Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights”, Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General (European Commission, Internal Market Directorate General MARKT/ 16.09.2004), http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf.

Den nu föreslagna ordningen innebär i stället att aktieägarna inte bara ställer ut fullmakter utan även lämnar detaljerade instruktioner om hur rösträtten för aktierna i varje fråga skall utövas. Aktieägare som inte kan närvara vid bolagsstämma ges sålunda en möjlighet att i förväg avge sin röst i frågor som skall avgöras på stämman genom ett särskilt system för insamlande av fullmakter inför bolagsstämman. Styrelsen får i samband med kallelse till bolagsstämma tillhandahålla ett formulär som aktieägarna kan använda för att ge en viss av styrelsen angiven person i uppdrag att företräda dem på bolagsstämman i de frågor som anges i formuläret.¹⁹

Förslaget innehåller däremot inte några bestämmelser om aktieägares rätt att delta i stämman utan att vara personligen närvarande i stämmolokalen, t.ex. genom Internetuppkoppling. Man har gjort bedömningen att sådana föreskrifter kan tas in i bolagsordningen även om det inte ges uttryckligt stöd för detta i lag.²⁰

5. Tillträde och avgång som styrelseledamot

I förslaget har intagits regler om att ändringar i sammansättningen av ett aktiebolags styrelse samt beslut att utse eller entlediga verkställande direktör och särskilda firmatecknare skall få verkan tidigast från den tidpunkt då anmälan om ändringen kom in till registreringsmyndigheten.²¹ De föreslagna reglerna innebär att den som utses till styrelseledamot får den behörighet och det ansvar som följer med uppdraget först när beslutet att utse honom eller henne registreras i registret, samt att han eller hon behåller sin behörighet och sitt ansvar till dess att avregistrering sker.

Vid vilken tidpunkt startar och avslutas ett styrelseuppdrag? Detta har blivit en praktisk angelägenhet för de brottsbekämpande myndigheterna i samband med s.k. bolagsplundring. Frågan om tidpunkten för verkan av förändringar i styrelsens sammansättning har diskuterats i en lång rad utredningar sedan åklagarväsendet 1996 konstaterade att det är vanligt att personer som är registrerade som styrelseledamöter i aktiebolagsregistret påstår att de i själva verket har avgått före en viss kritisk tidpunkt, och att de därför inte kan göras ansvariga för de handlingar som har företagits i bolagets namn.²² Bulvanutredningen föreslog

¹⁹ NyABL 7 kap. 3 §, Förslagets. 292 ff. I USA används allmänt det s.k. proxysystemet, vilket är just ett fullmaktssystem. Även i en rad europeiska länder finns sedan länge regler om sådan fullmaktinsamling.

²⁰ Förslaget s. 296.

²¹ NyABL 8 kap. 13 §, förslaget s. 306 ff.

²² Åklagarväsendet; Rapport 1996:1 om bolagsplundring s. 54. Såväl Aktiebolagskommittén som Bulvanutredningen avstyrkte emellertid förslaget, SOU 1999:36 s. 83-88 resp. SOU 1998:47 63-65.

att man kunde överväga att införa en modifierad modell innebärande att styrelseledamots avgång förlorar sin verkan om den inte anmäls för registrering inom viss tid. Kommittén studerade den sistnämnda modellen men ansåg att inte heller den var ändamålsenlig. Frågan har därefter behandlats av regeringen i propositionen Likvidation av aktiebolag m.m., varvid regeringen kom fram till att de olägenheter som sådana regler skulle föra med sig skulle överväga.²³

Efter att ha konsulterat Ekobrottsmyndigheten, Riksåklagaren, Patent- och registreringsverket och Riksskatteverket konstaterar regeringen i förevarande förslag till lagstiftning att det är av stor betydelse att den nu föreslagna förändringen införs för att komma tillrätta med svårigheter i processer om företrädaransvar och vid delgivning, samt att problemen är av en sådan omfattning att särskilda lagstiftningsåtgärder är påkallade.²⁴

6. Värdeöverföringar

Den i 1975 års aktiebolagslag använda termen ”utbetalning” har i tydliggörande syfte ersatts av ett nytt begrepp, nämligen ”värdeöverföring”. Begreppet värdeöverföring omfattar exempelvis att bolaget avhänder sig egendom till underpris, förvärvar egendom till överpris, betalar ut lön eller arvode för tjänster eller arbeten som inte alls eller endast delvis motsvaras av utbetalningen, lånar ut medel till en i förhållande till marknadsräntan låg ränta eller upptar lån till en högre ränta än marknadsräntan, skriver av fordringar eller låter fordringar preskriberas m.m. Det spelar inte någon roll hur affärshändelsen har betecknats. En annan nödvändig förutsättning för att en affärshändelse skall utgöra en värdeöverföring är att den från bolagets synpunkt inte är av rent affärsmässig natur.²⁵ Begreppet ”värdeöverföring” i vid bemärkelse innefattar affärshändelser²⁶ som medför att bolagets förmögenhet, direkt eller indirekt, minskar, s.k. ”förtäckt vinstutdelning”.²⁷

²³ Prop. 2000/01:150 s. 69–72.

²⁴ Förslaget s. 307.

²⁵ NyABL 17 kap 1 §, Förslaget s. 729.

²⁶ Med affärshändelse avses alla förändringar i storleken och sammansättningen av bolagets förmögenhet som beror på företagens ekonomiska relationer med omvärlden, såsom in- och utbetalningar, uppkomsten av fordringar eller skulder samt egna tillskott till och uttag ur verksamheten av pengar, varor eller annat (jfr 1 kap. 2 § första stycket 7 bokföringslagen [1999:1078]).

²⁷ En utförlig beskrivning av begreppet ges i SOU 1997:168 Vinstutdelning i aktiebolag s 9-17, 65-89.

6.1 Reglernas tillämplighet

I 12 kap. nu gällande aktiebolagslag anges i vilka former värdeöverföring får ske från bolaget. Borgenärsskyddsreglerna i 12 kap. gäller enligt ordalydelsen endast vid vinstutdelning till aktieägare. I rättsfallet NJA 1997 s. 418 fastslog emellertid Högsta domstolen att reglerna är analogt tillämpliga vid utbetalningar till vissa andra personer, främst aktieägarna närstående fysiska eller juridiska personer.²⁸ De är emellertid inte generellt tillämpliga vid värdeöverföring till tredje man.

Om samtliga aktieägare är överens är det tillåtet att besluta om s.k. förtäckt vinstutdelning. Under samma förutsättningar kan också vissa av de formföreskrifter som gäller för värdeöverföringsbeslut åsidosättas. Detta följer av den grundläggande principen att regler som är uppställda uteslutande till aktieägarnas skydd kan åsidosättas med samtliga aktieägares samtycke. Eftersom regler som är uppställda till borgenärers skydd aldrig kan åsidosättas är en förutsättning att det sålunda överförda värdet ryms inom utdelningsbart belopp.²⁹

Regeringen menar att det från borgenärernas synpunkt måste anses likgiltigt till vem en utbetalning sker, och föreslår att borgenärsskyddsreglerna skall gälla vid varje värdeöverföring, och sålunda även vid värdeöverföring till annan än aktieägare.³⁰ I första stycket av förslagets 17 kap. 1 § anges olika slag av öppen värdeöverföring, dvs. värdeöverföring där formerna för genomförandet av värdeöverföringarna regleras på annan plats i lagen.³¹

Enligt gällande rätt, 12 kap. 5 § aktiebolagslagen, är en värdeöverföring i strid med lagens regler ogiltig, och leder till återbäringsskyldighet med bristtäckningsansvar för berörda personer. Regeringen föreslår, i motsats till kommitténs förslag, att denna rättsföljd skall bestå.³² Uppstår brist vid återbäringen, skall de som har medverkat till beslutet om värdeöverföringen vara solidariskt skyldiga att ersätta bristen. Detsamma skall gälla dem som har medverkat till att verkställa beslutet eller till att upprätta eller fastställa en oriktig balansräkning som har legat till grund för beslutet.

²⁸ I NJA 1997 s. 418 uttalade Högsta domstolen att ansvar även kunde göras gällande mot ”den vars medverkan väsentligen består i att han är mottagare, från någon som är återbetalningsskyldig, av något som härrör från en olovlig utbetalning. En förutsättning härför bör dock vara att mottagaren hade vetskap om sistnämnda förhållande” (se referatet s. 452).

²⁹ Detta angavs i lagtexten i Aktiebolagskommitténs förslag, SOU 2001:1 s. 111, 14 kap 2 § sista st., men har tagits bort i regeringens förslag. Ett påpekande om förhållandet finns i förslaget s. 729.

³⁰ Förslagets. 366, SOU 2001:1 s. 111 och SOU 1997:168 s. 72 f.

³¹ Vinstutdelning (punkten 1) regleras i 18 kap., förvärv av egna aktier (punkten 2) i 19 kap. och minskning av aktiekapitalet eller reservfonden (punkten 3) i 20 kap. Punkten 4 innehåller en erinran om bestämmelserna i 5 § om gåva för allmännyttigt ändamål.

³² Kommittén föreslog att denna rättsföljd ersätts med en skyldighet att utge ersättning med belopp motsvarande det från bolaget olagligen överförda värdet, SOU 2001:1 s. 112 och SOU 1997:168 s. 83 f.

Är fråga om vinstutdelning finns ett god tro-rekvisit, dvs. mottagaren är återbetalningsskyldig endast om bolaget visar att han eller hon insåg eller bort inse att utbetalningen stred mot aktiebolagslagen.³³ Bestämmelsen har i rättspraxis i viss mån tillämpats analogt vid s.k. förtäckt vinstutdelning, t.ex. vid penninglån till aktieägare som redan vid lånetidpunkten saknat förmåga att återbetala lånet.³⁴ Återbetalningsskyldighet har därvid i vart fall ansetts förutsätta att mottagaren insett eller bort ha insett att rättshandlingen innefattade en värdeöverföring från bolaget. Regeringen föreslår att mottagaren – när det gäller detta slag av värdeöverföring – är återbäringsskyldig om han eller hon insåg eller bort inse att den aktuella rättshandlingen utgjorde en värdeöverföring. Däremot skall återbäringsskyldigheten inte förutsätta att mottagaren även insett eller bort inse att värdeöverföringen stod i strid med beloppsspärren eller försiktighetsregeln.

6.2 Beloppsspärren avgörs med nettometoden

Regeringen har valt att behålla en beloppspärr för tillåtna värdeöverföringar från bolaget.³⁵ Med beloppsspärren avses den vedertagna grundprincipen i borgenärs-skyddet som det bundna egna kapitalet utgör, dvs. principen att det i bolaget alltid skall finnas en marginal, motsvarande aktiekapitalet och vissa andra bundna balansposter, som inte får delas ut till aktieägarna. Beloppsspärren kan emellertid utformas på två sätt, nämligen genom att värdeöverföring inte får ske om det efter överföringen inte längre skulle finnas täckning för det bundna egna kapitalet, *eller* att värdeöverföringen inte får överstiga fritt eget kapital. I det första fallet, som kommit att kallas nettometoden, skall tillgångens bokförda värde, minskat med eventuellt vederlag, ligga till grund för prövningen mot beloppsspärren. Värdeöverföringen är sålunda tillåten om det bundna egna kapitalet är intakt efter det att tillgångens bokförda värde har tagits bort från balansräkningen och eventuellt vederlag har tillagts. I det andra fallet, bruttometoden, inriktas prövningen på frågan om huruvida det verkliga värdet, dvs. marknadsvärdet till skillnad från det bokförda värdet, av den överförda egendomen ligger inom ramen för redovisat fritt eget kapital.³⁶

³³ Grundat på artikel 16 i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv 77/91/EEG, vari anges att utdelning skall återbäras av aktieägare som har mottagit den endast om bolaget visar att aktieägarna kände till att utdelningen var olaglig eller att de med hänsyn till omständigheterna inte kunde vara okunniga om det.

³⁴ Det råder delade meningar de lege lata huruvida det för återbetalningsskyldighet även krävs att mottagaren insett eller bort inse att utbetalningen överskrider utbetalningsbegränsningarna (se Nerep, Aktiebolagsrättslig analys, 2003, s. 457 och Andersson, J., Om vinstutdelning från aktiebolag, 1995 s. 694 f., dens. Kapitalskyddet i aktiebolag, 2002, s. 128 f.).

³⁵ Förslaget s. 367 ff.

³⁶ Se t.ex. Andersson, J., Kapitalskyddet i aktiebolag, 2002 s. 57 ff.

Argument som framförts för att bruttometoden skall tillämpas är att den med sin inriktning på den överförda egendomens verkliga värde ligger bäst i linje med vad som gäller vid andra snarlika prövningar. Så är det t.ex. naturligt att till grund för bedömningen av om en viss transaktion över huvud taget utgör en värdeöverföring eller om den är av annat slag fästa betydande vikt vid den överförda egendomens verkliga värde. Vidare måste det verkliga värdet av den egendom som överförs till en aktieägare läggas till grund för prövningen av om överföringen innebär att andra aktieägares rätt träds för när.³⁷ Regeringen väljer emellertid inte överraskande att förespråka nettometoden, den pragmatiska linje som Högsta domstolen slog in på i de mycket omdiskuterade nettomålen DT 231 och DT 232 1995, varav olyckligtvis endast det ena kom att refereras i NJA 1995 s. 742. Regeringen anför följaktligen att systematiska skäl inte skall vara avgörande för vilken metod som väljs, utan att det är av större betydelse vilka praktiska för- och nackdelar respektive metod, har och vilken grad av borgenärsskydd som uppnås. Man påpekar även att syftena bakom skyddet för det bundna egna kapitalet får anses väl tillgodosedda med denna metod, samt att nettometoden i vissa avseenden erbjuder en större flexibilitet än bruttometoden, exempelvis när det gäller att skapa utrymme för sådana värdeöverföringar som kan vara nödvändiga för att genomföra omstruktureringar inom koncerner.³⁸ Sker värdeöverföringen genom överföring av en sak, skall sålunda tillgångens bokförda värde, minskat med eventuellt vederlag, ligga till grund för prövningen mot beloppsspärren enligt nettometoden. Värdeöverföringen är tillåten om det bundna egna kapitalet är intakt efter det att tillgångens bokförda värde har tagits bort från balansräkningen och eventuellt vederlag har tillagts.

6.3 Koncernspärren ersätts

Till skillnad från 12 kap. 2 § i den nuvarande aktiebolagslagen innehåller lagförslaget inte något krav på att värdeöverföringen i moderbolag även skall rymmas inom det belopp som redovisas som fritt eget kapital i koncernredovisningen. Regeringen föreslår att i stället större hänsyn skall tas till förhållandena i det enskilda fallet, och föreslår att den s.k. koncernspärren ersätts med en förstärkt försiktighetsregel. Det innebär att utgångspunkten för bedömningen av värdeöverföringsutrymmet är densamma för alla moderbolag, nämligen moderbolagets egen balansräkning. Därutöver skall alla moderbolag även i fortsättningen vara skyldiga att inom ramen av försiktighetsregeln beakta den samlade ekonomiska ställningen i koncernen.

En värdeöverföring skall sålunda få genomföras endast om den framstår som försvarlig med hänsyn till dels

³⁷ Förslaget s. 370.

³⁸ I överensstämmelse med kommitténs förslag, se SOU 2001:1 s. 111 och SOU 1997:168 s. 72 f.

- de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet, dels också
- bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt.

Om bolaget är ett moderbolag, skall motsvarande prövning göras även på koncernnivå. Inför ett beslut om värdeöverföring i ett moderbolag måste man göra en allsidig och nyanserad bedömning såväl av bolagets egna ekonomiska situation som av situationen inom koncernen. Regeringen menar att mervärdet av en sådan beräkning som den nuvarande koncernspärren nödvändiggör i det sammanhanget skulle vara begränsat, varför den kan tas bort.³⁹

6.4 Beslut om vinstutdelning och efterutdelning

Enligt aktiebolagslagen gäller att beslut om vinstutdelning fattas på den ordinarie bolagsstämman, årsstämman, då man fastställer resultat- och balansräkningarna och i samband därmed beslutar om dispositioner av bolagets resultat. Det är emellertid oklart huruvida det är tillåtet att besluta om vinstutdelning även på annan ordinarie bolagsstämma eller på extra bolagsstämma. Regeringen föreslår nu att beslut om värdeöverföring skall kunna fattas både på ordinarie och extra bolagsstämma, men att på extra stämma endast skall få beslutas om s.k. efterutdelning, dvs. utdelning av fritt eget kapital enligt den senast fastställda balansräkningen efter avdrag för vad som redan har delats ut.⁴⁰ S.k. förskottsutdelning respektive interimsutdelning, dvs. att bolaget delar ut under samma år upparbetade eller anteciperade vinster, skall inte heller enligt den nya lagen vara tillåtet.

För att säkerställa att aktieägarna får ett fullgott beslutsunderlag och att borgenärsskyddsreglerna iakttas skall styrelsen eller förslagställaren upprätta ett förslag till dispositioner beträffande den del av det fria kapitalet enligt den senast fastställda balansräkningen som finns kvar efter det senaste stämmobeslutet om disposition av detta kapital. Förslaget skall utformas efter samma modell som används vid ordinarie stämma. Till förslaget skall, utöver de handlingar som fanns tillgängliga vid den senaste ordinarie bolagsstämman, fogas en redogörelse från styrelsen över händelser av väsentlig betydelse för bolagets ställning som har inträffat efter det att årsredovisningen lämnades med uppgift om förändringar i det bundna egna kapitalet under denna tid. Bolagets revisor skall granska styrelsens redogörelse och yttra sig över denna, och revisorsyttrandet skall fogas till beslutsförslaget.

Borgenärsskyddet skall tillgodoses genom att utrymmet för efterutdelning begränsas på så sätt att summan av de värdeöverföringar som beslutas fram till

³⁹ NyABL 17 kap. 3 §, förslaget s. 364 f.

⁴⁰ NyABL 17 kap., förslaget s. 391 f. Kommitténs förslag överensstämmer med regeringens förslag, SOU 2001:1 s. 111 f. och SOU 1997:168 s. 69 ff.

nästa ordinarie stämma inte får överstiga vad som återstår av det fria egna kapitalet enligt den senast fastställda balansräkningen. Vinster som har upparbetats efter det att balansräkningen fastställdes får däremot inte tas i anspråk.⁴¹

7. Kapitalökning

7.1 Särskilda frågor avseende teckningsoptioner och konvertibler

Genom 1973 års reform skapades som bekant en laglig möjlighet för svenska aktiebolag att utge konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning.⁴² Bestämmelserna inarbetades senare i 1975 års aktiebolagslagen. I det nu föreliggande förslaget går regeringen ett steg vidare och föreslår att det skall vara tillåtet att ge ut fristående teckningsoptioner, dvs. optioner som redan från början saknar koppling till en skuldförbindelse. En teckningsoption skall sålunda kunna ges ut mot betalning eller gratis, och det skall vara möjligt men inte obligatoriskt att koppla en skuldförbindelse till optionen.⁴³ Enligt gällande rätt är detta inte tillåtet, men reglerna är lätta att kringgå genom att teckningsoptioner kan vara kopplade till ett skuldebrev med mycket lågt, närmast symboliskt värde, samt att det är möjligt att i emissionsvillkoren föreskriva att optionsbeviset får skiljas från skuldebrevet omedelbart efter emissionen.

Vidare föreslås att en konvertibel skall kunna utfärdas inte endast med rätt utan även med skyldighet för konvertibelinnehavaren till konvertering. Enligt gällande rätt kan utfärdaren inte kräva att konvertibelinnehavaren byter ut sin fordran mot aktier, utan innehavaren skall alltid ha möjligheten att i stället återkräva sitt sålunda utlånade belopp. Regeringen vill nu ändra på denna ordning med hänvisning till att denna typ av s.k. tvingande konvertibler, *mandatory convertibles*, är vanliga utomlands samt att investeraren inte utsätts för en större risk än vid andra affärer på riskkapitalmarknaden.⁴⁴

Teckningsoptioner och konvertibler skall kunna utfärdas antingen som löpande eller som enkla handlingar.

⁴¹ Förslaget s. 392.

⁴² Redan innan 1973 års reform trädde i kraft gav Mo och Domsjö ut ett obligationslån som enligt villkoren skulle vara utbytbar mot aktier; se om de rättsliga problemen detta medförde och även allmänt om bakgrunden till reformen Borgström, C., Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer, 1970.

⁴³ NyABL 14 kap., förslaget s. 330. Kommitténs förslag överensstämmer i huvudsak med regeringens förslag, SOU 1997:22 s. 215 och 348 f.

⁴⁴ Möjligheten att utge tvingande konvertibler upptogs inte av Aktiebolagskommittén. Jfr dock Wibom och Saidac, Preferensaktier, konvertibla skuldebrev och andra hybridinstrument i Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda (Stockholm Centre for Commercial Law 2004, red. Rolf Skog) s. 128 ff och 134y f.

7.2 Nya prospektregler skjuts upp

Inom EU har nyligen antagits ett nytt prospektdirektiv vari de tidigare gällande direktiven slagits samman.⁴⁵ Det nya direktivet skall vara genomfört i nationell rätt senast den 1 juli 2005. Aktiebolagskommittén har föreslagit att aktiebolagslagens bestämmelser om prospekt upphävs och ersätts av bestämmelser i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Eftersom de förslag som kommittén har lämnat inte är anpassade till det nya EG-direktivet vill regeringen avvakta resultatet av den s.k. prospektutredningen. Man föreslår därför att de nuvarande bestämmelserna om prospekt överförs oförändrade till den nya lagen. Förslag till nya regler kommer att lämnas i samband med genomförandet av det nya direktivet.⁴⁶ Som nämnts ovan avser jag återkomma med en artikel särskilt inriktad på de nya prospektreglerna.

7.3 Kapitalandelslån tillåts

Enligt nu gällande aktiebolagslag kan ett aktiebolag inte ge ut ett kapitalandelslån, även kallat *delägardebentures*,⁴⁷ dvs. lån för vilka det kapitalbelopp som skall återbetalas är beroende av bolagets framtida finansiella ställning. Det är däremot tillåtet att ta upp lån där räntan är helt eller delvis beroende av utdelningen till aktieägare i bolaget eller bolagets vinst, s.k. vinstandelslån. Beslut om upptagande av ett vinstandelslån får enligt gällande rätt dock fattas enbart av bolagsstämman eller, efter bolagsstämmans bemyndigande, av styrelsen.⁴⁸

Förbudet mot kapitalandelslån har sitt ursprung i Kreugerkraschen på 1930-talet. Kreugerbolagen gav ut kapitalandelslån, s.k. *participating debentures*, vilka blev värdelösa då bolagen försattes i konkurs.⁴⁹ Lagstiftaren ansåg att

⁴⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper (EGT L 184, 6.7.2001, s. 1, Celex 301L0034). Rådets direktiv 89/298/EEG av den 17 april 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten (EGT L 124, 5.5.1989, s. 8, Celex 389L0298). Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (EUT L 345, 31.12.2003, s. 64, Celex 32003L0071).

⁴⁶ NyABL 11 kap. 12 §, förslaget s. 349 f.

⁴⁷ Med *debentures* avses i amerikansk vokabulär, varifrån uttrycket för svenskt vidkommande är hämtat (se härom Borgström, a.a.), normalt skuldebrev (obligationer) utan säkerhet, då till skillnad från s.k. *bonds* (*mortgage bonds* resp. *notes* beroende på löptid) som vanligen är förenade med panträtt. Förvirrande nog avses med *debentures* i Storbritannien vanligen tvärtom just säkerställda skulder, jfr. t.ex. Arnold, G., *Corporate Financial Management*, 1998, s. 448.

⁴⁸ 7 kap. 26 § aktiebolagslagen.

⁴⁹ Se vidare af Sandeberg, C., *Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor*, bl.a. s. 270 ff.

debentures bar för stora likheter med rösträttslösa aktier, som ju inte är tillåtna, och beslöt förbjuda utgivande av kapitalandelslån. Förbudet överfördes till nu gällande aktiebolagslag på samma grund som ursprungligen anförts, dvs. att långivaren vid ett kapitalandelslån i realiteten intar samma ställning som en aktieägare, men utan att kunna delta i bolagets förvaltning och utan att kunna åberopa några av de rättigheter som gäller för aktieägare. Han eller hon har sålunda inte rösträtt för sina aktier, och kan inte heller klandra bolagsstämmobeslut, vilket ingav betänkligheter.⁵⁰

Regeringen har emellertid beslutat ta bort förbudet mot kapitalandelslån, och nya regler om utgivande av kapitalandelslån återfinns i lagförslaget.⁵¹ De argument som anförs härför är desamma som vid förändringen av möjligheten till att utge olika typer av fondpapper. Man anser sålunda att bolagen bör få använda sig av de finansieringsformer som de finner lämpliga så länge bolagets aktieägare, borgenärer och andra intressenter inte utsätts för några oacceptabla risker eller olägenheter, och att det åligger parterna att väga eventuella risker som är förenade med avtalet – t.ex. bristen på inflytande i bolaget – mot det förväntade ekonomiska utbytet. Vidare påpekas att kapitalandelslån är tillåtna i de länder Sverige normalt jämförs med.

7.4 Förändringar i regler om riktade emissioner

Regeringen föreslår att den år 1988 införda Leo-lagens⁵² regler om riktade emissioner förs över till aktiebolagslagen.⁵³ Bestämmelserna i Leo-lagen syftar till att säkerställa att aktieägarna har det avgörande inflytandet vid beslut om emission som riktas till ledande befattningshavare eller anställda. Reglerna innebär att sådana beslut skall fattas av bolagsstämman med mycket kvalificerad majoritet, nämligen nio tiondelar av såväl avgivna röster som företrädde aktier. I lagen uppställs vidare ett krav på att emissionsbeslut av de aktuella slagen som fattas i ett dotterbolag som inte är ett aktiemarknadsbolag, skall godkännas av bolagsstämman i ett aktiemarknadsbolag som är moderbolag i koncernen. Vidare innehåller lagen bestämmelser om bl.a. den information som aktieägarna skall ha tillgång till inför ett beslut om en riktad emission. I lagförslaget finns även bestämmelser om överlåtelser av aktier eller skuldebrev som har givits ut av ett bolag inom samma koncern. Dessa bestämmelser är avsedda att hindra att bestämmelserna om emissionsbeslut sätts ur spel genom att emissionen riktas

⁵⁰ Prop. 1975:103 s. 221.

⁵¹ NyABL 11 kap 11 §, förslaget s. 357 ff., SOU 1997:22 s. 231 f.

⁵² Lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. Lagen, som kom att kallas för Leo-lagen, gäller fortfarande. (Se om bakgrunden Ds Fi 1986:21).

⁵³ NyABL 16 kap., förslaget s. 352 f. Förslaget överensstämmer i huvudsak med regeringens förslag, SOU 1997:22 s. 217 f., kommitténs förslag innehöll emellertid inte särskilda regler vid upptagande av kapital- respektive vinstandelslån.

till ett aktiebolag i samma koncern som i sin tur överlåter de emitterade värdepapperen till någon av de ovan angivna personerna.⁵⁴ Ett beslut i ett dotterbolag om en sådan emission skall dessutom godkännas på bolagsstämman i moderbolaget.

Leo-lagen omfattar endast aktiemarknadsbolag och dotterbolag till sådana bolag. De nya reglerna har emellertid utsträckts till att omfatta alla publika bolag, samt dotterbolag till sådana bolag. Skälet för detta är att regeringen menar att lagen bör omfatta även bolag som har en ägarspridning som är jämförbar med den som normalt förekommer i aktiemarknadsbolag, såsom bolag vars aktier är föremål för handel på någon av de olika marknadsplatser som finns för onoterade aktier. Såväl i betänkandet som i utkastet till lagrådsremiss⁵⁵ gjordes bedömningen att bestämmelserna lägger onödiga hinder i vägen för ett moderbolag att avyttra aktier i dotterföretag till dotterföretagets ledning eller andra anställda, s.k. *management buyouts*. Vissa remissinstanser invände mot detta undantag, varvid man pekade på att med hänsyn till vikten av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden det är olämpligt med en sådan uppmjukning av regelverket som förslagen innebär.⁵⁶ I regeringens förslag görs emellertid inte undantag för *management buyouts*. De argument som anförs härför är att det är av största vikt att regelverket förmår minimera risken för missbruk och risken för att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden rubbas. Man påpekar vidare att det inte kan uteslutas att ett undantag av detta slag skulle kunna missbrukas för olämpliga transaktioner, och att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden därmed skulle kunna komma att rubbas.⁵⁷

Leo-lagens regler omfattar nyemission av aktier samt emission av teckningsoptioner eller konvertibler. Regeringen har emellertid som ovan nämnts föreslagit att enligt den nya aktiebolagslagen bolag skall tillåtas uppta kapitalandelslån. Varken i betänkandet eller i utkastet föreslogs att reglerna skulle omfatta beslut om kapitalandelslån eller vinstandelslån, men även i denna fråga har regeringen beaktat remissvaren.⁵⁸ Regeringen instämmer i att riskerna för ett otillbörligt gynnande i princip är desamma om styrelseledamöter eller någon annan närstående erbjuds att teckna ett kapitalandelslån eller ett vinstandelslån som när en sådan person erbjuds att teckna aktier vid en riktad emission.⁵⁹

Även i fråga om sanktionen vid beslut som strider mot reglerna skiljer sig regeringens förslag mot betänkandet. Har en styrelse genomfört en överlåtelse som omfattas av bestämmelserna utan att bolagsstämman över huvud taget har fått ta ställning till överlåtelsen, har styrelsen överträtt sin legala behörighet,⁶⁰

⁵⁴ Se vidare förslaget s. 351.

⁵⁵ Justitiedepartementets utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

⁵⁶ Se t.ex. Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09 s. 2.

⁵⁷ Förslaget s. 356.

⁵⁸ Aktiespararnas Riksförbund och Fjärde AP-fonden.

⁵⁹ Förslaget s. 360.

⁶⁰ Se 8 kap. 35 § aktiebolagslagen.

varvid av allmänna aktiebolagsrättsliga regler följer att överlåtelsen inte blir gällande mot bolaget, oavsett om bolagets medkontrahent var i god tro om behörighetsöverskridandet eller inte. Av 8 § Leo-lagen följer att detsamma gäller om en överlåtelse av angivet slag visserligen grundar sig på ett stämmobeslut men detta av någon anledning är ogiltigt. Även i dessa fall är överlåtelsen alltså ogiltig, oavsett medkontrahentens goda tro. Kommittén föreslog emellertid en ändring på denna punkt, nämligen att en sådan överlåtelse i fortsättningen skall kunna bli gällande mot bolaget om förvärvaren varit i god tro beträffande beslutet, dvs. varken insåg eller borde ha insett att den grundades på ett ogiltigt stämmobeslut.⁶¹ Regeringen menar att för att syftet med reglerna inte skall förfelas det är nödvändigt med en kraftfull sanktion, och föreslår att det även i den nya lagen tas in en bestämmelse om att en överlåtelse i strid med lagen är ogiltig. Regeringen påpekar att en ogiltighetsregel av detta slag inte utgör något hinder mot godtroförvärv av tredje man.⁶²

8. Sammanslagning och delning av aktiebolag

8.1 Fusion

En fusion enligt aktiebolagslagen innebär att ett eller flera aktiebolags samtliga tillgångar eller skulder genom universalsuccession överförs på ett annat bolag samtidigt som de förstnämnda bolagen upplöses utan likvidation, s.k. absorption. Fusion kan även ske genom s.k. kombination, vilket innebär att två eller flera överlåtande bolag förenas genom att de bildar ett nytt aktiebolag, det övertagande bolaget. De överlåtande bolagen upplöses samtidigt som deras tillgångar och skulder övergår på det övertagande bolaget. Regeringen föreslår att de nuvarande bestämmelserna om fusion mellan aktiebolag i huvudsak oförändrade förs över till den nya lagen.⁶³ Enligt nu gällande rätt finns en särskilt sträng majoritetsregel i de fall beslutet ”rubbar rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier”. Regeln aktualiseras bl.a. om det i en fusionsplan har föreslagits att innehavare av aktier, som inte skiljer sig åt ifråga om andel i bolagets tillgångar eller vinst, inte skall få lika stort fusionsvederlag.⁶⁴ Då fordras, med ett par undantag, att beslutet biträds av samtliga vid stämman närvarande aktier och att dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av aktierna i bolaget. Enligt regeringens

⁶¹ SOU 1997:22 s. 220 f.

⁶² Förslaget s. 356 med hänvisning till 6 kap. 4 § lagen [1998:1479] om kontoföring av finansiella instrument, även 14 § lagen [1936:81] om skuldebrev.

⁶³ NyABL 23 kap, förslaget s. 465 ff., överensstämmer i huvudsak med kommitténs förslag, SOU 2001:1 s. 379 f.

⁶⁴ Se Andersson, S., Johansson, S., Skog, R., Aktiebolagslagen, en kommentar, 14 kap. 11 § p. 3, SOU 1992:83 s. 175 f., prop. 1993/94:196 s. 188.

mening gör emellertid bestämmelsen det onödigt besvärligt att genomföra en fusion. Bestämmelsen tillkom som ett led i EG-anpassningen av den svenska aktiebolagslagen till EG:s fusionsdirektiv,⁶⁵ men går längre än vad direktivet kräver. Direktivet fordrar i stället att det, om det finns aktier av olika aktieslag i bolaget, sker en omröstning i varje aktieslag. Regeringen föreslår därför att den särskilt stränga majoritetsregeln utmönstras och att det i stället införs en regel om omröstning inom varje aktieslag.⁶⁶

Fusioner har tills nyligen – till följd dels kulturella skäl, dels av numera avskaffade ofördelaktiga skatteregler – varit en relativt outnyttjad möjlighet i aktiebolagslagen. Emellertid har en ökning av fusioner på senare tid ägt rum i noterade bolag. Den vanligaste typen av fusion är när ett helägt dotterbolag går upp i moderbolaget. Vid fusionen upprättar styrelserna i de båda bolag som vill gå samman en gemensam plan, och fastställer därmed bland annat fusionsvederlaget, det vill säga det vederlag aktieägarna ska erhålla i fusionen. Fusionsplanen ska granskas av minst en revisor och godkännas av bolagsstämman. Reglerna skiljer sig härmed från reglerna vid inlösenförfarande, där värderingen skall göras av skiljemän. Fusionsvederlaget kan bestå av utbytesaktier men även av kontanter, vilket gör fusionen mycket lik ett vanligt uppköp. Skillnaden är att aktieägarna inte, som vid ett uppköp, kan ta ställning till vederlaget och enskilt besluta om han eller hon vill sälja sina aktier. För stämmobeslut om fusion krävs att två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädare vid stämman röstar för beslutet. Även på denna punkt skiljer sig kraven från reglerna för tvångsinlösen, där det krävs att inlösande moderbolag (självt eller tillsammans med dotterföretag) innehar mer än nio tiondelar av aktierna med mer än nio tiondelar av röstetalet för samtliga aktier.⁶⁷ Vid fusion kan således en aktieägarmajoritet i princip frånta minoriteten deras aktier till ett av styrelsen i förväg fastställt pris. Samtidigt skall dock erinras om möjligheten för samma majoritet att genomdriva en ändring av bolagets verksamhetsföremål på ett sådant sätt som tillåter en utförsäljning av hela inkråmet, vilket ju till sin slutliga effekt är samma sak.

Även om man beaktar att en inkråmsförsäljning kan genomdrivas med samma lägre majoritetskrav och att korrigeringsmöjligheterna genom general-klausulerna är tillämpliga är jag inte helt övertygad om att samtliga minoritets-

⁶⁵ Art 7.2 i EG:s tredje bolagsdirektiv; Rådets direktiv 90/434/EEG av den 23 juli 1990 om ett gemensamt beskattningssystem för fusion, fission, överföring av tillgångar och utbyte av aktier eller andelar som berör bolag i olika medlemsstater, se prop. 1993/94:196 s. 96.

⁶⁶ Förslaget s. 465 f.

⁶⁷ Se avsnitt 9.4. Aktieägarna ges visst skydd genom de s.k. generalklausulerna i 8 kap. 34 § första stycket och 9 kap. 37 § aktiebolagslagen, dvs. förbudet för styrelsen eller bolagsstämman att företa rättshandlingar eller andra åtgärder respektive fatta beslut som kan ge någon en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller aktieägare. Enligt 15 kap. 1 § samma lag skall styrelseledamot, som vid fullgörande av sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar aktieägare eller annan genom överträdelse av aktiebolagslagen eller bolagsordningen, ersätta skadan, till allt detta se det s.k. Swedewings-fallet, NJA 2000 s. 404.

aktieägarsynpunkter blivit tillräckligt diskuterade i samband med majoritetskraven vid fusion, särskilt som det mesta talar för att fusioner kommer att blir allt vanligare. En förutsättningslös jämförelsestudie med situationen vid tvångsinslösningen kanske inte vore förfelad?⁶⁸

8.2 Fission

Ett nytt förfarande som reglerar delning av aktiebolag föreslås.⁶⁹ Med fission, eller spaltning, avses ett förfarande där ett aktiebolag delas upp genom att dess egendomsmassa helt eller delvis överförs på ett eller flera bolag genom univeralsfång.⁷⁰

Delning skall kunna ske genom att

1. ett bolags samtliga tillgångar och skulder övertas av två eller flera andra bolag, varvid det överlåtande bolaget upplöses utan likvidation,
2. en del av ett bolags tillgångar och skulder övertas av ett eller flera andra bolag utan att det överlåtande bolaget upplöses.

Skälen för att dela upp den verksamhet som bedrivs i ett aktiebolag på två eller flera bolag kan vara organisatoriska, dvs. man behöver sära på olika verksamhetsgrenar, eller praktiska, dvs. man vill driva en mer riskfylld verksamhet i ett särskilt bolag. Ett annat skäl till uppdelning kan vara att det råder oenighet mellan aktieägarna om hur verksamheten skall bedrivas, varvid en delning av bolaget kan vara ett alternativ till att vissa aktieägare löses ut, eller att hela bolaget säljs. Bildandet av de nya bolagen har förenklats något jämfört med vanlig bolagsbildning, bl.a. kan delningsplanen utgöra stiftelseurkund.

Delning av ett bolag innebär att det överlåtande bolaget upplöses eller att dess förmögenhetsmassa minskas, varvid aktieägarna i det överlåtande bolaget skall kompenseras med ett ”delningsvederlag”. Delningsvederlaget får lämnas antingen i form av aktier i det eller de övertagande bolagen och/eller som pengar. Det är däremot inte möjligt att betala aktieägarna i överlåtande bolaget med aktier i ett icke-övertagande bolag, och inte heller går det att låta en del av vederlaget bestå av exempelvis konvertibler eller andra värdepapper som givits ut av övertagande bolag.

Samma skyddsintressen som vid fusion gör sig gällande vid fission, varvid en rad regler till skydd för aktieägare och borgenärer föreslås införas. Eftersom

⁶⁸ Exempel på aktuella fall är Hoist-fallet, där fusion används som ett substitut för uppköp, och Connecta-fallet som f.n. prövas i Stockholms tingsrätt. Se även Aktiemarknadsnämndens uttalande 2004:23.

⁶⁹ NyABL 24 kap, förslaget s. 468, SOU 2001:1 s. 274 och 385 f.

⁷⁰ Regler om fission finns i EG:s sjätte bolagsrättsliga direktiv, fissionsdirektivet; Rådets direktiv av den 17 december 1982 grundat på artikel 54.3 g i Romfördraget om delning av aktiebolag.

förekomsten av olika redovisningsvalutor försvårar bedömningen av om fusionsvederlaget i fusionsplanen bestämts på ett riktigt sätt skall de bolag som deltar i delningen ha samma redovisningsvaluta. Varje bolag som deltar i delningen måste vara representerat i granskningen genom minst en revisor. Revisorererna skall granska bolagen och de konsekvenser en delning kan komma att få för olika parter, och över sin granskning avge ett skriftligt yttrande

Delningsplanen skall underställas bolagsstämman i det överlåtande bolaget, och om ägare till minst fem procent av samtliga aktier i ett övertagande bolag begär det, skall delningsplanen underställas även bolagsstämman i det övertagande bolaget. Vid delning som berör endast privata bolag ges vissa förenklade särregler.

I syfte att garantera rättighetsinnehavare i det överlåtande bolaget skydd mot att deras rättigheter tunnas ut eller upphör till följd av delningen anges att innehavare av aktier, teckningsoptioner, konvertibler eller andra värdepapper med särskilda rättigheter i det överlåtande bolaget skall ha minst motsvarande rättigheter i det övertagande bolaget.⁷¹ Detta gäller dock inte om de enligt delningsplanen har rätt att få sina värdepapper inlösta av övertagande bolag.⁷²

Om en skuld som åvilar det överlåtande bolaget inte behandlas i delningsplanen, svarar samtliga övertagande bolag och, vid delning enligt punkten 2, det överlåtande bolaget för skulden solidariskt och utan begränsning.

Med risk för upprepning kan man slutligen konstatera att den i avsnitt 8.1 nämnda minoritetsaktieägarproblematiken aktualiseras även vid delning av aktiebolag.

9. Inlösen

9.1 Bakgrund

I samband med inlösen av aktier diskuteras en rad delfrågor i lagrådsremissen. Den mest omdiskuterade frågan rör värdebestämningen, dvs. hur värdet på de aktier som skall lösas in skall bestämmas. Andra delfrågor som kan nämnas rör vilka bolag som skall omfattas av reglerna, huruvida indirekt innehav och aktie som innehas genom aktielån skall medräknas i aktieinnehav, jämkning, räntebekräkning, kungörelse och utseende av god man samt kompetenskrav härvid. Nedan har jag valt att diskutera reglernas tillämplighet och värderingsproblematiken.

⁷¹ NyABL 24 kap. 6 §. Värdepapperens innehavare kan också välja att erhålla kontant ersättning mot att de avstår från sina särskilda rättigheter.

⁷² Grundat på artikel 13 i fissionsdirektivet.

Reglerna om inlösen i 14 kap. 1975 års aktiebolagslag innebär, som nämnts ovan, att ett moderbolag som äger mer än nio tiondelar av aktierna med mer än nio tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i dotterbolaget har rätt att lösa in resterande aktier från övriga aktieägare i bolaget. Bestämmelsen är tillämplig inte bara om moderbolaget självt innehar en majoritetspost av angiven storlek utan också om en sådan post innehas av moderbolaget tillsammans med dotterföretag. Den vars aktier kan lösas in har vidare rätt att få sina aktier inlösta av moderbolaget. Vid införande av regler om inlösen vid tillkomsten av 1944 års aktiebolagslag utgjorde majoritetsägarnas behov av att kunna lösa ut minoriteten ett viktigt argument. De fördelar som ett hundraprocentigt ägande innebar betonades, och man pekade på de risker utestående minoritetsaktier kunde komma att medföra, såsom att minoritetsaktieägarna vägrade sälja sina aktier eller utnyttjade situationen för att kräva ett överpris för sina aktier.⁷³ Med den ökande spridningen av aktieägandet har avvägningen mellan majoritetsintresset och minoritetsskyddet alltmer kommit att stå i fokus. Rätten för moderbolag att begära inlösen har införts i första hand för att underlätta fusion av moderbolag och dotterbolag. Minoritetsaktieägarnas rätt att påkalla inlösen av sina aktier är däremot motiverad av att de inte kan samla den andel av dotterbolagets aktier som i allmänhet erfordras för utövande av minoritetsrättigheter enligt aktiebolagslagen. Genom reglerna om rätt att begära inlösen har minoriteten givits en möjlighet att ta sig ur den utsatta position som detta innebär.

Regeringen föreslår att nu gällande regler om tvångsinlösen införs i den nya aktiebolagslagen med vissa förtydliganden och förändringar. De föreslagna ändringarna är relativt omfattande. Bl.a. införs ändringar beträffande vilka rättssubjekt reglerna skall omfatta, huruvida indirekta innehav av aktier och innehav genom aktielån skall omfattas av regelverket, samt det omdebatterade sätt på vilket värdering av lösenbeloppet skall ske.⁷⁴

9.2 Reglernas tillämplighet

Aktiebolagslagens föreskrifter om koncerner utgår från att moderbolaget är ett svenskt aktiebolag.⁷⁵ Härav följer att endast svenska aktiebolag kan påkalla inlösen enligt 14 kap. 31 § aktiebolagslagen, och att minoritetsaktieägarna endast kan rikta begäran om inlösen mot sådana bolag. Regeringen menar att behovet av att kunna begära inlösen för minoritetens del är detsamma oavsett om majoritetsposten innehas av ett svenskt aktiebolag eller av någon annan. Man föreslår därför att inlösenreglerna skall utvidgas till att gälla för varje aktieägare som uppnår en viss majoritetsställning i ett svenskt aktiebolag. Utvidg-

⁷³ Svensson, L., Om tvångsinlösen av aktier, 1999, s. 8.

⁷⁴ NyABL 22 kap.

⁷⁵ Prop. 1975:103 s. 278 f. och prop. 1995/96:10 del II s. 110 och s. 288.

ningen av kretsen av inlösenberättigade tillgodoser även EG-rättens krav på etableringsfrihet, eftersom även såväl privatpersoner som utländska rättssubjekt kan begära inlösen eller bli ålagda lösenskyldighet. De nya reglerna ger sålunda minoritetsaktieägare rätt att begära inlösen också av utländska majoritetsaktieägare.

9.3 Indirekt innehav, lånade aktier och skuldebrev förenade med rättigheter

Regeringen föreslår att vid tillämpningen av reglerna om tvångsinlösen en majoritetsaktieägars indirekta aktieinnehav skall jämföras med direkta aktieinnehav, och att detta skall gälla även när majoritetsaktieägaren inte är en juridisk person.⁷⁶ Regeringen anför att det är svårt att se varför en enskild näringsidkares indirekta aktieinnehav skall behandlas på annat sätt än t.ex. ett handelsbolags motsvarande innehav. Man menar att minoritetens situation i princip är densamma i det fall då moderbolaget utövar kontrollen endast genom indirekt aktieinnehav som när en del av aktieinnehavet innehas direkt av moderbolaget. I avsikt att undvika oklarheter när det gäller vem som i dessa fall skall vara inlösenberättigad och lösningsskyldig har en särskild regel om detta tagits in i lagen, med innebörden att inlösenrätten och lösningsskyldigheten skall gälla det närmast överordnade moderbolag som genom direkt och/eller indirekt aktieinnehav når upp till gränsen för inlösen.⁷⁷ Med moderbolag likställs andra juridiska personer än svenska aktiebolag, och fysiska personer som utövar kontroll över underordnade företag på motsvarande sätt som inom en koncern. En majoritetsaktieägare som själv innehar 60 procent av aktierna i ett bolag är alltså berättigad och förpliktad till inlösen, om han eller hon även har dotterföretag som tillsammans innehar mer än 30 procent av aktierna i bolaget. En nyhet är att även den som enbart genom ett indirekt aktieinnehav når upp i den för inlösen erforderliga nivån har rätt respektive skyldighet till inlösen. Ett moderbolag som har tre dotterföretag, vilka tillsammans äger mer än 90 procent av aktierna i ett aktiebolag, är alltså inlösenberättigat och lösningsskyldigt även om moderbolaget självt inte innehar några aktier i det berörda bolaget.

Med s.k. aktielån avses vanligen ett förvärv av aktier där förvärvaren är förpliktad att återställa aktier av motsvarande antal och beskaffenhet till överlåtare. I lagrådsremissen föreslås att även ett på aktielån grundat innehav kan ligga till grund för lösningsrätt. Man påpekar emellertid att omständigheterna kring ett aktielån i det enskilda fallet kan motivera undantag från denna huvudregel,

⁷⁶ Förslaget s. 430. Regeringen frångår härmed betänkandet där man föreslog att indirekta innehav inte skall beaktas när den indirekta ägaren är en fysisk person, SOU 2001:1 s. 133 och SOU 1997:22 s. 259 f.

⁷⁷ NyABL 22 kap. 1 §.

såsom t.ex. när aktielånet uppenbarligen är avsett att bestå enbart under inlösenförfarandet.⁷⁸

Till skillnad från gällande rätt föreslås att i den nya aktiebolagslagen en majoritetsägare som utnyttjar sin rätt att lösa in minoritetens aktier också skall ha rätt att lösa in teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev. I samklang härmed skall innehavaren av konvertibel eller teckningsoption ha rätt att få denna inlöst om majoritetsaktieägaren innehar så många aktier som krävs för inlösen, oavsett om majoritetsaktieägaren har utnyttjat sin lösningsrätt eller inte. Den som har rätt att lösa in teckningsoptioner skall däremot inte också ha rätt att lösa in de skuldförbindelser som har givits ut tillsammans med optionerna.⁷⁹ De problem inlösenförfarandet har skapat ifråga om andra fondpapper än aktier skall sålunda lösas lagstiftningsvägen – det har varit oklart huruvida aktier, som har tillkommit genom konvertering eller nyteckning under pågående inlösenförfarande, skall omfattas av förfarandet. Problem kan uppstå såväl för innehavare av instrument av ifrågavarande slag som för ett moderbolag som begär inlösen. För den som innehar ett sådant instrument kan ett inlösenförfarande leda till att värdet på konverterings- eller teckningsrätten reduceras eller helt bortfaller. Efter ett fullbordat inlösenförfarande har ju moderbolaget fria händer att, med de begränsningar som följer av borgenärsskyddsreglerna, tömma bolaget på tillgångar. För moderbolaget kan instrument av detta slag vålla problem i de fall då konvertering eller teckning sker sedan ett inlösenförfarande har inletts. De s.k. utspädnings effekter som en sådan konvertering eller teckning kan ge upphov till kan medföra att moderbolagets aktieinnehav i dotterbolaget kan komma att underskrida den majoritetsgräns som krävs för inlösen.

Sedan majoritetsaktieägaren har begärt att tvisten prövas av skiljemän, får bolagets konvertibler och teckningsoptioner inte längre utnyttjas för förvärv av aktier förrän inlösenförfarandet har avslutats.

9.4 Fastställande av lösenbeloppet

9.4.1 Regeringens förslag

I nu gällande aktiebolagslag ges endast anvisningar om hur lösenbeloppet vid inlösen av minoritetsaktier skall bestämmas för den situationen att ett bolag har offentliggjort ett erbjudande att köpa aktier i ett annat bolag för ett visst pris, och detta pris har accepterats av en överväldigande majoritet av aktieägarna i det bolag som erbjudandet avser. Om större delen av moderbolagets aktieinnehav har förvärvats genom ett sådant erbjudande, skall lösenbeloppet även för de

⁷⁸ Förslaget s. 791.

⁷⁹ Förslaget s. 443. Man har således valt att bryta kopplingen mellan teckningsoptioner och skuldförbindelser, jfr avsnitt 7.1.

aktieägare som inte har accepterat erbjudandet utgöras av det erbjudna vederlaget. Undantag kan göras om det finns särskilda skäl.⁸⁰

I avsaknad av preciserade lagbestämmelser på området har principerna om hur lösenbeloppet skall bestämmas kommit att utvecklas i skiljemanna- och domstolspraxis. Två principiella synsätt för hur aktien skall värderas kan urskiljas, dvs. valet står mellan att acceptera marknadens prissättning, dvs. börskursen, och att göra en värdering av bolaget. Aktierna kan således dels värderas i enlighet med sitt marknadsmässiga försäljningspris, dels på grundval av en företagsvärdering. Enligt en undersökning av skiljedomar som meddelades under tiden 1948–1976 var det under denna tidsperiod en förhärskande uppfattning bland skiljemännen att lösenbeloppet skulle bygga på värdet av det bolag, vars aktier skulle lösas in.⁸¹ Det värde som därvid skulle användas ansågs vara det högsta av avkastnings- och likvidationsvärdet. I rättsfallet NJA 1996 s. 293, det s.k. Balken II målet, avgjorde emellertid Högsta domstolen att ifråga om noterade bolag marknadspriset, dvs. börskursen skall utgöra grund för värderingen, i fråga om icke noterade bolag bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga. Regeringen påpekar att det är angeläget att lagtexten i fortsättningen ger så tydliga besked som möjligt i frågan, och såväl Aktiebolagskommittén som regeringen har valt att gå på Högsta domstolens linje. I 22 kap. 2 § NyABL anges sålunda att om lösenbeloppet är tvistigt, lösenbeloppet skall bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas *vid en försäljning under normala förhållanden*. Är aktien noterad skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl motiverar något annat. Den s.k. särregeln behålls, vilket innebär att är fråga om ett offentligt erbjudande och erbjudandet har antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat. Särregelns tillämpningsområde har emellertid utvidgats på så vis att till skillnad från vad som hittills har gällt förutsätter regeln inte att majoritetsaktieägaren har förvärvat större delen av sina aktier genom det offentliga uppköpserbjudandet. Regeln är alltså tillämplig även då majoritetsaktieägaren redan före erbjudandet innehade hälften eller mer av aktierna i bolaget. Erbjudandet måste dock ha omfattat alla återstående aktier.

Regeringen anför att när det gäller aktier som är föremål för omfattande och regelbunden börshandel framstår det som lämpligt att tillmäta aktiernas marknadsvärde avgörande betydelse när lösenbeloppet bestäms. Att börskursen inte reflekterar bolagets verkliga värde, utan att det i bolagen kan finnas övervärden som inte återspeglas i börskursen anser man komma aktieägarna till godo endast i samband med bolagets upplösning och följaktligen som regel inte vara åtkomligt för en minoritetsaktieägare. Det faktum att innehavare av aktiepost kan tillmäta sitt innehav ett annat värde än det rent ekonomiska diskuteras inte i försla-

⁸⁰ Bestämmelsen, den s.k. särregeln, återfinns i 14 kap. 31 § tredje stycket aktiebolagslagen.

⁸¹ Flodhammar, G., Företagsvärdering vid tvångsinlösen, 1980, s. 202.

get. Man har i stället valt en praktisk lösning, och påpekar att en regel om att lösenbeloppet skall fastställas efter aktiernas marknadsvärde är betydligt enklare att tillämpa och leder till en bättre förutsebarhet än en regel som bygger på en mer teoretiskt orienterad värderingsmodell. Regleringen är emellertid avsedd att medge en viss flexibilitet såväl i fråga om värderingsmetod som i fråga om värderingstidpunkt, se härom nedan.

9.4.2 Invändningar mot förslaget

Högsta domstolens fastställande av börskursen som värderingsgrund i Balken II-målet är emellertid inte invändningsfri. En rad remissinstanser har invänt mot att börskursen skall utgöra grund för lösenbeloppet.⁸² Vidare anförs att särregeln bara skall vara tillämplig ifråga om noterade bolag, och inte i de fall majoritetsägaren före offentliggörandet av det offentliga erbjudandet är eller har varit innehavare av så stort antal aktier och/eller röster i bolaget att denna/e utövade ett bestämmande inflytande över bolaget.⁸³

En invändning mot att använda börskursen är att principen skulle komma att stå i strid mot den ovan nämnda likhetsprincipen i 3 kap. 1 § första stycket aktiebolagslagen. Enligt likhetsprincipen är en aktieägare i alla situationer tillförsäkrad att hans aktier ger rätt till den andel av bolagets nettotillgångar som följer av bolagsordningen. Tvångsinlösenreglernas expropriationsliknande karaktär utgör extra starka skäl för att upprätthålla likhetsprincipen vid fastställande av lösenbeloppet, och att säkerställa att minoritetsaktieägarens förmögensställning efter inlösenförfarandet är densamma som om inlösen inte hade ägt rum.⁸⁴

Förslaget rymmer en viss flexibilitet, på så vis att lösenbeloppet skall motsvara det noterade värdet, om inte *särskilda skäl* motiverar något annat. Som

⁸² Fjärde AP-fonden, Sveriges Aktiesparares Riksförbund och Svenska Revisorsamfundet SRS, har menat att en värdering enligt börskursen ofta innebär ett gynnande av majoriteten på minoritetens bekostnad. Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Fondbolagens förening och Svenska Revisorsamfundet SRS har menat att förslaget leder till omotiverade skillnader mellan värderingen av aktiemarknadsbolag och värderingen av andra bolag. Flera remissinstanser, bl.a. Grosistförbundet Svensk Handel, Sveriges advokatsamfund och Fondbolagens förening, har ansett att det bör finnas ett större utrymme för alternativa värderingsmetoder än vad som följer av förslaget. Se vidare remissen s. 436.

⁸³ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09s. 5.

⁸⁴ Se vidare Hager, R., Värdering av minoritetens aktier – finns det en korrekt metod? I Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Red. Skog s. 79 ff. Även i förslaget anförs att för den enskilde aktieägaren ett tvångsvis frånhållande av aktier inom ramen för ett inlösenförfarande i praktiken ofta torde ha samma innebörd som om hans eller hennes egendom tas i anspråk genom expropriation, se s. 437 f. Remissinstanserna har även anförut att införandet av en lagregel som står i strid med likhetsprincipen skulle strida mot egendomsskyddsreglerna i 2 kap 18 § regeringsformen och Artikel 1 första tilläggsprotokollet till Europakonventionen.

exempel på situationer då det kan finnas sådana skäl anges att kursen har manipulerats eller är vilseledande genom brottsliga eller andra förfaranden, eller när börskursen är en direkt följd av det belopp som majoritetsaktieägaren har erbjudit för aktierna vid ett offentligt uppköpserbud som har föregått inlösenförfarandet. En annan situation är när aktiekursen på ett märkbart sätt har påverkats av att majoritetsaktieägarens aktieinnehav har nått upp i en nivå som berättigar till tvångsinlösen.⁸⁵ Trots detta kan konstateras att ägande i förslaget ses endimensionellt på ett sätt som inte överensstämmer med verkliga förhållanden i vårt näringsliv, där skillnader föreligger i fråga om bl. a. ägande, vinstmaximering, utdelningspolitik. I noterade bolag av midre storlek, där antalet ägare är relativt de större begränsat sker inte omsättning av aktier på samma sätt som i de större, vilket bidrar till att kursen inte återspeglar bolagets verkliga värde. Vidare är skillnaderna i börskurs mellan olika aktieslag, t.ex. A- och B-aktier normalt sett inte stora, men A-aktieägaren besitter de facto ett ägande som bl.a. ifråga om rösträtt överstiger B-aktieägarens med upp till tio gånger.

En enskild minoritetsaktieägare kan visserligen inte genomdriva en likvidation av dotterbolaget och därigenom komma i åtnjutande av hans/hennes aktiers andel av bolagets substansvärde. Motsvarande gäller för övrigt avseende beslut om vinstutdelning eller nedsättning och utskiftning av aktiekapitalet. Om majoritetsaktieägaren beslutar om en sådan åtgärd skall dock, i enlighet med likhetsprincipen, alla aktier erhålla samma andel av likvidationslikviden eller vinstutdelningen, om inte annat följer bolagsordningen. Lösenförfarandet kan emellertid innebära att han/hon förlorar i förmögenhet. I Balken II-domen anför Högsta domstolen att för minoritetsägarna aktierna endast är ”en finansiell tillgång”. Emellertid är detta inte fallet i de mindre noterade företagen där de anställda ofta är ägare av aktier i företaget och ser sitt innehav som mer än endast en finansiell tillgång. För dessa aktieägare ses ofta inlösen som ren konfiskation, och det individuella värdet av innehavet långt högre än börskursen.⁸⁶ Att bl.a. denna typ av minoritetsaktieägare blir inlösta till lösenbelopp som uppfattas som lägre än bolagets verkliga värde skadar förtroendet för marknaden, och står därmed i strid med regleringens skyddsobjekt. Den föreslagna regeln står härmed även i strid med de tendenser ifråga om ersättning som blivit mer och mer framträdande under de senaste decennierna. Av praxis framgår tydligt att möjligheterna till ersättning vid exempelvis skada och expropriation ökat, och att ersättningsnivåerna höjts.⁸⁷ På en effektiv marknad skall vidare teoretiskt sett all informa-

⁸⁵ Förslaget s. 793.

⁸⁶ Teoretiskt sett måste ju innehavaren anse det individuella värdet av innehavet vara högre än börskursen så länge han/hon behåller aktien...

⁸⁷ Se t.ex. NJA 1991 s. 269, NJA 1992 s. 213. Se även den av Norges Højesterett avgivna domen Rt. 2003-713 Norway Seafoods ang. värdebestämningen vid inlösen. I Norway Seafoods domen fastställer Høyesterett tidigare gällande underrättspraxis, varvid lösenbeloppet vid tvångsinlösen beräknas på bolagets underliggande värde vid inlösentidpunkten. Den beräkningsmetod som skall användas, avkastningsvärde, substansvärde, marknadsvärde eller annan metod skall avgöras

tion om ett bolag återspeglas i bolagets börskurs.⁸⁸ Emellertid är verkligheten inte alltid i överensstämmelse med de teorier man skulle vilja kunna applicera. Bland de på Stockholmsbörsen noterade bolagen finns sålunda en rad bolag vars aktie handlas med en substansrabatt, dvs. börsvärdet är mindre än värdet av bolagets tillgångar, respektive bolag vars aktie i stället handlas med en premie, dvs. börsvärdet är större än tillgångarna.⁸⁹

Lösenbeloppet skall bestämmas med hänsyn till förhållandena vid den tidpunkt då begäran om prövning av skiljemän gjordes. Finns särskilda skäl, får beloppet i stället bestämmas med hänsyn till förhållandena vid en tidpunkt som infaller tidigare.⁹⁰ Som exempel på tillfällen då huvudregeln skall frångås nämns fall när börskursen just på påkallandedagen framstår som en olämplig värdemätare, t.ex. om börskursen vid den tidpunkten kraftigt avviker från den aktiens ”normala” kurs. Frågan är emellertid om börskursen per påkallandedagen i något fall är ett rättvisande värde. Per påkallandedagen genomförs få frivilliga försäljningar, då moderbolagets stora ägarandel medför att endast ett fåtal aktier finns tillgängliga för omsättning. Har påkallelsen föregåtts av ett offentligt erbjudande är vidare kursen påverkad av budet eftersom den enda reella köparen är moderbolaget, som på grund av reglerna om budplikt⁹¹ inte kan betala ett högre pris än budet. Utöver börskursen borde sålunda ett antal i tiden närliggande transaktioner i aktien tillmätas betydelse vid värderingen.

9.5 Slutord

Innan Balken II domen avgjordes var tvångsinlösenprocesserna omfattande beroende på att utlåtanden från olika värderingsmän skulle värderas och bemötas. Det sålunda beräknade värdet uppvisade ofta stora variationer, och på grund av variationen i den omfattande skiljedomspraxisen kunde inblandade parter finna stöd för sina respektive ståndpunkter. Regeringens intention att förenkla tillämpningen av regelverket och förbättra förutsebarheten är sålunda vällovlig. Den av regeringen föreslagna värderingsregeln kan emellertid komma att försämrade minoritetsaktieägarnas rätt vid tvångsinlösen, och behovet av flexibilitet, som regeringen uttryckligen säger sig vilja beakta, är större än vad som ryms i

i det enskilda fallet. Domen ålägger moderbolaget en tyngre bevisbörda ifråga om upplysnings-skyldighet rörande det uppköpta bolaget än tidigare praxis.

⁸⁸ Efficient Capital Market Hypothesis, ECMH, se Fama, E., The Behaviour of Stock Market Prices; Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance vol 25 1970, s. 383. ff. Se även af Sandeberg, a.a. s. 138 ff.

⁸⁹ I första fallet t.ex. Investors aktie, på samma sätt som i de flesta av de stora investmentbolagen, i andra fallet t.ex. undantaget från detta, nämligen Öresunds aktie.

⁹⁰ Förslaget s. 441, SOU 2001:1 s. 134 och 1997:22 s. 280 f.

⁹¹ Regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, Näringslivets Börskommitté 2003-09-01.

förslaget. Olika värderingsmetoder är normalt sett lämpliga för olika typer av värdepapper, och det är viktigt att alla på finansmarknaden generellt accepterade värderingsmetoder skall kunna beaktas av skiljenämnden/domstolen. En alltför kategorisk koppling till börskursen kan vidare leda till en slags logisk motsägelse där skiljenämndens beslut skall präglas av marknadens förväntningar om vilket lösenbelopp som skiljenämnden eller domstolen – på grundval av aktiens börskurs – kommer att fastställa.

Regeringens förslag synes i denna del mer beakta majoritetsintresset av möjligheten till tvångsinlösen än minoritetsaktieägarnas intressen. Denna avvägning må vara den ur samhällsekonomisk synpunkt optimala, men personligen lutar jag åt uppfattningen att den här diskuterade inlösenrätten, som må vara nationalekonomiskt aldrig så välmotiverad, likväl typiskt sett innebär ett så pass kvalificerat ingrepp i den enskildes äganderätt att det inte är meningsfullt att jämställa detta med en frivillig överlåtelse (där aktien som en del i bolagets värde eller en börskurs med visst ”djup” över tid och volym utgör en självfallen utgångspunkt), utan snarare med en slags fingerad partiell likvidation där lika naturligt det verkliga värdet i form av en substansvärdering bildar utgångspunkten. Majoritetsnyttan är legitim, men med ett dylikt expropriationsliknande förfarande bör följa en utökad skyldighet att utge rätt ersättning till den drabbade. Regeringen lovar uttryckligen att hålla just denna fråga under särskilt uppsikt framöver,⁹² och det om något är väl ett uttryck för regeringens egen tveksamhet om saken fått sin bästa lösning.

⁹² Förslaget s. 440.