



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Karin Bergelin

Förvärv av egna aktier -
En effektivitetsanalys av
gällande rätt

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Katarina Olsson

Börs- och bolagsrätt

Vt 2007

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	2
FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Introduktion	4
1.2 Bakgrund	4
1.3 Problemformulering	5
1.4 Syfte	6
1.5 Metod	6
1.6 Material	7
1.7 Avgränsningar	8
1.8 Disposition	8
2 AKTIEBOLAGETS RÄTTSLIGA UTFORMNING - BOLAGSRÄTTSLIGA UTGÅNGSPUNKTER	10
2.1 Aktiebolagets grundproblem	10
2.2 Intressekonflikter i aktiebolaget	11
3 HISTORISK TILLBAKABLICK	13
3.1 Svensk rätt	13
3.2 Internationella förhållanden	14
3.2.1 EG-rätten	14
3.2.2 USA	15
4 FÖRETAGSEKONOMISKA ARGUMENT FÖR FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER	17
4.1 Möjlighet att påverka kapitalstruktur	17
4.2 Möjlighet att distribuera överlikviditet	17
4.3 Möjlighet att påverka aktiekursen	18

4.4	Möjlighet att avvärja uppköpserbudanden	19
4.5	Övriga argument	20
5	SKYDDSREGLER VID FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER	21
5.1	Kapitalskyddsregler	21
5.2	Aktieägarskyddsregler	22
5.3	Investerarskyddsregler	23
6	GÄLLANDE RÄTT – FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER	25
6.1	Aktiebolagslagen	25
6.1.1	Allmänt undantag från förbudet att förvärva egna aktier	25
6.1.2	Förvärv av egna aktier i aktiemarknadsbolag	26
6.1.3	Överlåtelse av egna aktier	27
6.1.4	Egna aktiers ställning i bolaget	28
6.1.5	Sanktionssystemet	29
6.2	Lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.	30
6.3	Lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument	30
6.4	Börsens regler och självreglering	31
6.5	Finansinspektionens regler	32
6.6	Sammanfattning av reglerna om rapportering och anmälningsskyldighet	32
7	ANALYS	34
7.1	Är gällande rätt effektivt utformad utifrån ett företags perspektiv?	34
7.2	Är gällande rätt utformad så det upprätthåller ett effektivt skydd för borgenärer, aktieägare och övriga investerare?	41
7.2.1	Kapitalskyddsregler	41
7.2.2	Aktieägarskyddsregler	44
7.2.2.1	Principal- agentproblematiken	44
7.2.2.2	Förhållandet mellan majoritet och minoritet	48
7.2.2.3	Aktiebolagets likhetsprincip	50
7.2.3	Investerarskyddsregler	50
8	SAMMANFATTANDE SLUTSATSER	55
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	57

Sammanfattning

Förvärv av egna aktier blev, genom en lagändring våren 2000, tillåtet för svenska publika noterade aktiebolag. Genom reglerna om förvärv av egna aktier erbjuds svenska bolag många av de fördelar som företagsekonomisk argumentation menar att återköp av egna aktier ger bolag. Dessa fördelar är bland annat; möjlighet att på enkelt sätt föra överskottslikviditet till aktieägarna, optimera bolagets kapitalstruktur, använda återköpta aktier vid företagsförvärv eller vid optionsprogram. Dessutom erbjuder reglerna om återköp av egna aktier ett effektivt resursutnyttjande och möjlighet att bedriva en effektiv ekonomisk verksamhet. Med detta åsyftas bland annat att bolagen kan ta snabba beslut och konkurrera med andra bolag.

Möjligheten att förvärva egna aktier är dock inte oproblematisk. Återköp av egna aktier kan innebära risker för aktieägare, borgenärer, investerare och aktiemarknaden i stort. Dessa risker relateras framför allt till de intressekonflikter som återfinns i aktiebolaget, tydligast är konflikterna mellan bolagsledning - aktieägare och mellan majoritetsägare – minoritetsägare.

För att undanröja riskerna förknippade med dessa konflikter, stadgar aktiebolagslagen regler för detta ändamål. Regleringen utgörs av kapital- och aktieägarskyddsregler. I andra börsrättsliga lagar återfinns också regler för att upprätthålla ett skydd för investerare och för att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden. Trots en genomgripande reglering av förvärv av egna aktier, sker stundtals missbruk från bolagens sida.

Uppsatsen visar dock att gällande lagstiftning avseende förvärv av egna aktier och fördelarna som denna möjlighet ger företag, överväger de nackdelar som kan associeras med detta. Det är dock av största betydelse att diskussion angående detta missbruk förs, att media och andra bevakar börsbolagen samt att minoritetsägare i dessa bolag tar en aktiv roll i bolagens verksamhet och deltar på bolagsstämmor.

I dagsläget finns inget behov av en förändring av gällande rätt. En komplicerad lagstiftning innebär inte att missbruk förhindras. Det är dock viktigt att handlingar som är otillbörliga, ska leda till straffansvar eller höga bötesbelopp.

Förord

Efter fyra och ett halvt års studier vid Juridicum i Lund är det nu dags att lämna universitet och ta steget ut i arbetslivet. Tiden i Lund har för mig inneburit en rad härliga minnen, många fantastiska vänner och erfarenheter som jag kommer att bära med mig resten av mitt liv. Jag kommer att se tillbaka på min studietid med glädje, och alltid minnas den som en av de bästa perioderna i mitt liv.

Jag vill i detta sammanhang passa på att tacka alla som bidragit till att min studietid i Lund har varit fantastisk. Först och främst, ett tack till mina studiekamrater som har skänkt mig många härliga skratt, givande diskussioner och fina minnen från Juridicum. Till alla vänner som alltid funnits nära och stöttat mig, vill jag också rikta ett särskilt tack. Jag vill också ta tillfället i akt att tacka mamma, pappa och storebror som alltid ställt upp med stöd och hjälp då det har behövts.

Jag vill även framföra ett tack till min handledare Katarina Olsson. Med tydliga riktlinjer och bra stöd från Katarina, har skrivandet av examensarbete varit roligt och givande.

Tack!

Lund i maj 2007

Förkortningar

A.a.	Anfört arbete
ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AnmL	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
DI	Dagens Industri
DN	Dagens Nyheter
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EG	Europeiska gemenskapen
EU	Europeiska unionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
Kap.	kapitel
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets börskommitté
NGM	Nordic Growth Market
OMX	Stockholmsbörsen
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar

1 Inledning

1.1 Introduktion

Frågan huruvida det ska vara möjligt för svenska aktiebolag att förvärva och överlåta egna aktier har under lång tid varit ett omdiskuterat ämne. Än idag är huvudregeln att sådana förvärv och överlåtelser är förbjudna för svenska aktiebolag. Den 10 mars 2000 skedde en lagändring i dåvarande 1975 års aktiebolagslag i reglerna om förvärv av egna aktier. Genom lagändringen blev det tillåtet för svenska publika noterade¹ aktiebolag, att under vissa omständigheter förvärva och sedan överlåta sina egna aktier. Ett över 100 år gammalt förbud försvann därmed och öppnade nya möjligheter för svenska aktiebolag.

De skäl som åberopats för förbudet har skiftat något över tiden, men förbudets materiella innehåll har bestått i stort sett oförändrat sedan det första gången infördes i 1895 års aktiebolagslag. Det ursprungliga motivet till förbudet att förvärva egna aktier var att skydda bolagets borgenärer. Spekulation och stödköp av egna aktier, vilket kan påverka aktievärdet på ett otillbörligt sätt, har också lyfts fram som ett motiv bakom förbudet. Risken att aktieägare kan komma att behandlas olika vid förvärv och överlåtelse av egna aktier, vilket innebär ett fränsteg från den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen, har också varit ett argument.²

Mot dessa skäl står företagens önskan att utnyttja företagets kapital på mest effektivt sätt, genom ett förvärv av egna aktier kunna överföra överlikviditet till aktieägarna, effektivisera sin kapitalstruktur eller förvärva egna aktier i syfte att använda dessa vid ett framtida förvärv eller för optionsprogram.

1.2 Bakgrund

I de flesta medlemsstater inom den europeiska unionen är det sedan längre tid tillåtet för aktiebolag att förvärva egna aktier. Den tidigaste aktiebolagslagstiftningen i europeiska länder upptog dock inte några regler rörande förvärv av egna aktier. Till följd av omfattande spekulationer och stödköp av egna aktier under 1800-talets senare del och början av 1900-talet utvecklades emellertid lagstiftning och praxis i en alltmer restriktiv riktning.³ En fri rätt för aktiebolag att förvärva egna aktier ansågs medföra risker, bland annat att vissa aktieägare skulle kunna gynnas framför andra och att bolagen skulle kunna påverka sin egen aktiekurs.⁴ Förvärv av egna aktier kom därmed under en lång tid att vara en ovanlig företeelse i

¹ Med ”noterade bolag” avses bolag noterade på Stockholms börsen, NGM och Aktietorget.

² Prop. 1999/2000:34, s. 52.

³ Skog, *Aktiebolags förvärv av egna aktier*, s. 190f.

⁴ Johansson, *Nials Svensk associationsrätt*, s. 72.

europiskt näringsliv. Efter påverkan från utvecklingen i USA, där lagstiftaren såg positivt på företagens återköpsmöjligheter, skedde en liberalisering av reglerna.⁵ Enligt EG:s andra bolagsrättsliga direktiv⁶ tillåts publika aktiebolag att förvärva egna aktier, men det är upp till varje medlemsstat att själva besluta om det i det enskilda landet ska vara tillåtet. Sverige valde i och med lagändring 2000, att i enlighet med andra medlemsländer, ge publika noterade aktiebolag möjlighet att förvärva och överlåta egna aktier.⁷

I skrivande stund är förvärv av egna aktier högst aktuellt, vilket visar sig genom att rekordmånga börsbolag genomför återköp just nu. Under 2006 fördubblades bolagens återköp jämfört med 2005. Vid 633 tillfällen köpte börsbolag tillbaka sina egna aktier.⁸ I affärspressen skrivs det spaltmeter om hur företagen återköper aktier för mångmiljard belopp. Astra Zeneca har till exempel under 2006 köpt tillbaka drygt 70 miljoner aktier, vilket räknat på bolagets genomsnittliga aktiekurs under 2006 motsvarar nära 30 miljarder kronor.⁹ Många stora börsbolag har återköpsprogram, men trenden går mot att även mindre noterade bolag förvärvar egna aktier.¹⁰

Det har gått sju år sedan lagändringen i ABL trädde ikraft. Under perioden har röster höjts om att möjligheten att förvärva och överlåta egna aktier ska utvidgas till att gälla alla aktiebolag, det vill säga såväl publika som privata, och såväl noterade som icke noterade.¹¹ Andra har menat att lagstiftningen bör ses över och rätten till att förvärva egna aktier ska inskränkas.¹² Mot bakgrund av ovan anfört samt att en ny aktiebolagslag trätt i kraft utan några större materiella förändringar finns anledning att utvärdera gällande lagstiftning. Jag tycker dessutom att ämnet är intressant eftersom det belyser hur ekonomiska teorier och företags beslutsprocesser sammanfaller med juridiska frågor och frågeställningar.

1.3 Problemformulering

Uppsatsen behandlar aktiebolags möjlighet att förvärva egna aktier, utifrån ett aktiebolagsrättsligt och rättsekonomisk perspektiv. Aktiebolagsrätten syftar till att utifrån ett samhällsmässigt perspektiv driva den ekonomiska utvecklingen framåt, skapa förutsättningar för en fungerande marknadsekonomi och genom detta öka välbördet i landet. Vid sidan av detta ska aktiebolagsrätten också skapa förtroende för aktiebolagsformen

⁵ Skog, *Aktiebolags förvärv av egna aktier*, s. 190f.

⁶ Direktiv 77/91/EEG art. 19.

⁷ Se SFS 2000:66. Förarbeten till lagändring finns i SOU 1997:22 s. 245ff. och s. 388ff. och Prop. 1999/2000:34.

⁸ DI, 2006-12-28, *Wallenstam börsens flitigaste återköpare*.

⁹ Ibid.

¹⁰ DI, 2002-11-04, *Chefernas optioner tar aktieutdelning*.

¹¹ 2004/05:L326.

¹² 2004/05:Sk450 och 2004/05:Sk452.

och skydda aktiebolagets intressenter.¹³ Lagstiftaren måste därför göra en avvägning mellan skyddsregler för intressenter, såsom aktieägare, borgenärer och investerare, och näringslivets och företags effektiva resursutnyttjande. För att utreda och analysera denna konfliktsituation utgår uppsatsen från följande frågeställningar:

1. Är dagens regler om förvärv av egna aktier utformade så att:
 - reglerna dels ger de fördelar som företagsekonomisk teori argumenterar för, och dels uppfyller företagets krav på ett effektivt resursutnyttjande och bedrivande av ekonomisk verksamhet?
 - reglerna upprätthåller ett effektivt skydd för borgenär, aktieägare och investerare/aktiemarknad?
2. Bör gällande rätt förändras i något avseende?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att redogöra för och analysera dagens regler gällande förvärv och överlåtelse av egna aktier, utifrån ett effektivitetsbegrepp. Med detta åsyftas, dels huruvida reglerna möjliggör ett effektivt utnyttjande av aktiebolags resurser och bedrivande av ekonomisk verksamhet, och dels huruvida reglerna samtidigt upprätthåller ett effektivt skydd för aktiebolagets intressenter. Syftet är också att analysera huruvida dagens regler i något avseende behöver förändras.

1.5 Metod

Uppsatsen består av dels en deskriptiv del, och dels en analyserande del. Dess deskriptiva del utgår huvudsakligen från en traditionell rättsdogmatisk metod, vilket innebär att reglerna om återköp av egna aktier studeras utifrån gällande lagstiftning, förarbeten och doktrin. Då uppsatsen har en rättsekonomisk ansats kommer även ekonomiska teorier presenteras i denna del. Analysen som avser att diskutera gällande rätt utifrån uppställd problemformulering, kan även den sägas utgå från en traditionell rättsdogmatisk metod. Argumentationen bygger på slutsatser dragna från studien, rättsekonomiska argument och hänsynstaganden så som effektivitet och behov av skyddsreglering.

Eftersom förvärv av aktier inte är ett renodlat juridiskt ämne, utan även innehar en ekonomisk dimension är det nödvändigt, för läsarens förståelse för frågans komplexitet, att beskriva ekonomiska teorier kopplade till området. Av den anledningen tas i uppsatsen aspekter såsom; företagets motiv till förvärv av egna aktier, aktieägarnas intresse av vinstmaximering,

¹³ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 25.

intressekonflikter i bolaget och den klassiska principal- agent problematiken, upp. Ett rättsekonomiskt perspektiv appliceras på regleringsfrågan, vilken avser att belysa regleringens samhällsaspekt och dess effektivitet att upprätthålla förtroende för aktiemarknaden, men även om reglerna möjliggör ett effektivt resursutnyttjande för företaget.

I uppsatsen definieras begreppet effektivitet, dels utifrån aktiebolagets perspektiv och dels utifrån de grupper som aktiebolagslagen syftar till att skydda. För aktiebolagets del belyser effektivitetsbegreppet två dimensioner. Dels relaterar begreppet till, om gällande rätt avseende förvärv av egna aktier erbjuder de fördelar, vilken enligt företagsekonomisk argumentation återköp av egna aktier ska ge aktiebolag, och dels om gällande rätts materiella innehåll i tillräcklig utsträckning bidrar till ett effektivt resursutnyttjande och ett effektivt bedrivande av ekonomisk verksamhet. Detta innebär en analys av varje enskild regels materiella innehåll och dess påverkan på aktiebolagets möjlighet att bland annat fatta snabba beslut, ta risker och konkurrera med andra företag. För skyddsgruppernas del relaterar effektivitetsbegreppet till om gällande rätt upprätthåller ett tillräckligt skydd för aktieägare, borgenärer, övriga investerare och aktiemarknaden i stort. Detta skydd kan relateras till ett antal rättsliga huvudprinciper, som mer eller mindre tydligt syns i aktiebolagslagen, och vilka utgör fasta punkter kring vilken aktiebolagsrätten grupperas. Sandström beskriver dessa principer som *”ett prisma genom vilket ett aktiebolagsrättsligt problem beskådas och i grova drag penetreras”*.¹⁴

Genom användandet av en rättsekonomisk ansats, ämnar uppsatsen att få ett brett perspektiv på bekostnad av en smalare och mer djupgående analys. Valt tillvägagångssätt rättfärdigas dock av att aktuellt problem genom denna metod på bäst sätt kan besvaras.

1.6 Material

Reglerna om förvärv och överlåtelse av egna aktier utgör grunden för uppsatsen. De förarbeten som ligger bakom reglernas utformning fungerar således som underlag för presentationen av reglerna, dess bakomliggande motiv samt överväganden som lagstiftaren gjort.

Redogörelsen för ekonomiska teorier bygger på en rad vetenskapliga artiklar, skrivna av utländska författare, vilka företrädesvis publicerats i välkända ekonomiska tidsskrifter. Vanligtvis är författarna knutna till något universitet där de bedriver forskning inom ekonomins område.

Inom den juridiska doktrinen har reglerna om förvärv av egna aktier inte intagit någon betydande position. Reglerna beskrivs emellertid i de flesta aktiebolagsrättsliga arbeten, men material som belyser debatten om dess

¹⁴ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 17.

påverkan på aktieägare, borgenärer och aktiemarknaden i övrigt, är mer begränsat. Artiklar i dags- och veckopress har istället varit av intresse för att finna en sådan debatt. Juridisk doktrin har dock använts som stöd för den allmänna aktiebolagsrättsliga framställningen.

Text i doktrin och artiklar hänför sig till dess författares åsikt om ämnet, och är därför till viss del subjektiv. Detta gäller framför allt debattartiklar. Denna problematik har uppmärksammats och uppsatsen försöker beskriva en sådan objektiv bild som möjligt. Tillförlitligheten av källor är något som också bör beaktas innan dessa utnyttjas som grund för ett påstående. De vetenskapliga artiklar som används i uppsatsen är som sagt publicerade i välkända ekonomiska tidskrifter samt underbyggda av vetenskaplig forskning, varmed de bör anses vara tillräckligt tillförlitliga. Den juridiska doktrinen är uteslutande skriven av erkända författare, vilka var och en har stor kunskap om aktiebolagsrättsliga regler och problem, varför deras diskussion och argumentation kan utnyttjas i uppsatsen.

1.7 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar huvudsakligen 19 kap ABL - förvärv av egna aktier m.m. Av dessa regler fokuserar uppsatsen på de regler som ger publika noterade bolag möjlighet att förvärva egna aktier. Utanför uppsatsen faller de särskilda, och för alla aktiebolag tillämpliga undantagen i 19:5 ABL. Dessa kommer dock kortfattat presenteras, men inte vidare analyseras.

Reglerna om förvärv av egna aktier aktualiserar många intressanta frågeställningar och problemområden, inte minst inom skatte- och redovisningsområdet. Dessa frågor faller dock inte inom denna uppsats avgränsning och kommer därmed inte att behandlas och diskuteras.

1.8 Disposition

I kap. 2 presenteras inledningsvis aktiebolagsrättsliga utgångspunkter, för att läsaren ska få en förståelse för aktiebolagets attribut och egenheter. Här presenteras bland annat de intressekonflikter, som till följd av principal agentförhållandet och informationsasymmetrier, återfinns i aktiebolaget. I kap. 3 görs därefter en historisk tillbakablick på den svenska rättsutvecklingen. Rättsutvecklingen inom EU och i USA beskrivs även kortfattat. I kap. 4 presenteras ekonomiska teorier relaterade till förvärv av egna aktier i syfte att för läsaren förklara företags motiv att återköpa egna aktier. I kap. 5 redogörs för de skyddsregler som lagstiftarens måste beakta vid aktiebolagsrättslig lagstiftning, i detta fall vid regler om förvärv av egna aktier.

Regler om förvärv av egna aktier återfinns såväl i aktiebolagslagen som i ett flertal andra lagar i värdepappers- och börslagstiftningen. I uppsatsens 6:e

kap. redovisas gällande lagstiftning, börsens och de auktoriserade marknadsplatsernas egna regler samt Finansinspektionens föreskrifter. I kap. 7 följer avslutningsvis analys och en sammanfattande slutsats i kap. 8. Dessa delar syftar till att fokusera på uppsatsens problemformuleringar, finna svar på dessa och presentera en slutsats.

2 Aktiebolagets rättsliga utformning - bolagsrättsliga utgångspunkter

Aktiebolaget som associationsform har funnits i Sverige sedan 1848 års aktiebolagsförordning.¹⁵ Dess popularitet har under årens lopp ökat, vilket till stor del beror på dess rättsliga utformning med aktieägarens begränsade personliga ansvar och aktiernas fria överlåtbarhet som två viktiga grundpelare.¹⁶ Aktiebolaget intar en central roll i dagens samhälle. Ett betydande antal företag bedrivs i form av aktiebolag. Aktiebolagets rättsliga utformning gynnar entreprenörskap genom möjliggörande av stora ofta riskfyllda projekt med bibehållande av personlig ansvarsfrihet.¹⁷

Aktiebolagslagen är i huvudsak uppbyggd av två typer av normer med var för sig en primär skyddsgrupp, dels normer för att skydda tredje mans intresse såsom bolagets fordringsägare och anställda, dels normer uppställda i aktieägarnas intresse, till exempel minoriteten.¹⁸ Varför dessa två grupper är särskilt skyddsvärda ska i följande framställning beskrivas.

2.1 Aktiebolagets grundproblem

Företag brukar beskrivas som ett nätverk av kontrakt mellan intressenter.¹⁹ Dessa intressegrupper har ofta motstridiga intressen, vilket kan leda till konflikter. För bolagen innebär detta kostnader, vilka skapas genom svårigheten att övervaka verksamheten.²⁰ Förhållandet mellan företags intressenter präglas ofta av ett principal agentförhållande²¹ och informationsasymmetrier.²² ²³ I teorin antas att principalen och agenten är nyttomaximerande och att det föreligger en målkonflikt dem emellan. Vidare antas att det existerar ett asymmetriskt informationsförhållande mellan parterna, där den ena parten innehar en större kunskap om verksamheten än den andra parten. I aktiebolag med ett spritt ägande accentueras principal agentförhållandet och informationsasymmetrierna, eftersom risk och kontroll inte är förenade hos ägarna. I dessa bolag

¹⁵ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 45.

¹⁶ Dahlman, Glader, Reidhav, *Rättsekonomi*, s. 186.

¹⁷ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 13.

¹⁸ Hemström, *Bolagens rättsliga ställning*, s. 28ff.

¹⁹ Alchian, Demsetz, *Production, information costs and economic organization*.

²⁰ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 22.

²¹ Ett principal agentförhållande uppstår då en uppdragsgivare (principalen) engagerar en annan person, uppdragstagaren (agenten), till att utföra arbetsuppgifter för sin räkning och där beslutsfattande delegeras till uppdragstagaren.

²² Informationsasymmetrier uppstår då agenten under kontraktets löptid tillägnar sig större kunskap om verksamheten än vad uppdragsgivaren, det vill säga principalen, har.

²³ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 22f.

försvagas aktieägarnas inflytande till förmån för ledningen som har kontrollen över företaget men som ofta inte bär någon egen ekonomisk risk. Kontrollen och informationsövertaget som ledningen har kan användas lojalt för ägarnas räkning eller i syfte att gynna sig själv.²⁴ Separation av ägande och kontroll medför således problem för aktiebolaget.

2.2 Intressekonflikter i aktiebolaget

I aktiebolag återfinns, som ovan beskrivits, intressekonflikter. Gemensamt för alla dessa är bristen på insyns- och övervakningsmöjligheter för den ena parten i relationen. Problematiken förknippas i första hand med stora börsnoterade bolag, men återfinns även i mindre och medelstora bolag och ibland även i fåmansföretag.²⁵ Orsaken till att problemen i första hand associeras med stora börsnoterade bolag, är att ägandet är spritt och att ägarna ofta inte aktivt tar del av bolagets förvaltning eller närvarar på bolagsstämman.²⁶

Tre intressekonflikter brukar nämnas i detta sammanhang:

- Bolagsledning ↔ Aktieägare
- Majoritet ↔ Minoritet
- Aktieägare ↔ Borgenärer

Den första konfliktsituationen aktualiseras mellan aktiebolagets bolagsledning och aktieägare, och bygger på följande resonemang. När aktieägare ger styrelse eller verkställande direktör i uppdrag att sköta bolagets angelägenheter, fräntas de samtidigt möjligheten att fortlöpande följa verksamheten och delta i den ekonomiska förvaltningen. Problem kan uppkomma i förhållandet mellan aktieägare och bolagsledning eftersom dessa inte alltid har samma syn på bolagets verksamhet och intressen. Dessutom har de vanligtvis två skilda riskattityder. Det finns inga garantier att bolagsledningen prioriterar vad man brukar nämna som aktieägarnas huvudsakliga intresse, nämligen vinstmaximering. Istället finns en uttalad risk att bolagsledningen, medvetet eller ej, fattar beslut som gynnar denna.²⁷

Vid sidan av denna konfliktsituation, finns den som aktualiseras mellan aktiebolagets majoritet och minoritet. Denna konflikt har sin grund i att makten i aktiebolag vilar på majoritetsprincipen. Det innebär att den som innehar en aktiemajoritet kan bestämma över bolaget. Det finns därmed risk att den som innehar aktiemajoriteten missbrukar sin position för att gynna sig själv på minoritetens bekostnad.²⁸ Aktieägare som endast innehar en liten post aktier gör vanligtvis sin investering för att få finansiell avkastning.

²⁴ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 23.

²⁵ A.a., s. 28f.

²⁶ A.a., s. 79f.

²⁷ Dahlman, Glader, Reidhav, *Rättsekonomi*, s. 188.

²⁸ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 21f.

För en sådan ägare finns inga ekonomiska incitament för att aktivt ta del i bolagets förvaltning.²⁹

Den tredje konfliktsituationen aktualiseras mellan aktieägare och borgenärer. Aktieägarnas begränsade personliga ansvar för bolagets skulder ökar risken för att borgenärer aldrig får tillbaka utlånade pengar, på grund av att ägarna inte övervakar bolagets styrning lika aktivt och omsorgsfullt som de skulle ha gjort om de riskerade att få betala fordringsägarna med pengar ur egen ficka.³⁰

Aktiebolagsformen syftar, ur ett samhällsmässigt perspektiv, till att driva den ekonomiska utvecklingen framåt genom att effektivt bidra till allokering av resurser, vilket resulterar i sänkta transaktionskostnader för aktiebolagen. Intressekonflikterna motverkar till viss del denna utveckling. En del av lösningen på detta problem är aktiebolagsrätten, vars syfte är att skapa förtroende för aktiebolagsformen, och reglera aktiebolagets verksamhet för att undanröja dessa konflikter.³¹ Investerare vill vanligtvis få ut så mycket som möjligt av satsat kapital. Detta kräver att investerare övervakar sina investeringar genom att hålla sig underrättade om hur deras företag utvecklas och försöka påverka deras verksamhet. Företagens ägare bidrar på det sättet till att resurserna i enskilda företag och i näringslivet i stort utnyttjas så effektivt som möjligt. Genom regler som främjar en aktiv ägarfunktion i företagen skapas förutsättningar för en väl fungerande marknadsekonomi, vilket är till nytta för såväl det enskilda företaget som näringslivet i stort.³² Lagen måste också utformas på ett sådant sätt att den upprätthåller en balans mellan olika ägarintressen och ger aktieägarminoriteter ett skydd mot majoritetsmissbruk. Reglerna får dock inte utformas så att minoritetsskyddet motverkar ett effektivt resursutnyttjande, vilket i slutändan drabbar samtliga aktieägare.³³

²⁹ Bergström, Rydqvist, *Marknaden för företagskontroll*, s. 25.

³⁰ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 20f.

³¹ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 25.

³² Prop. 1997/98:99, s. 75f.

³³ A.a. s. 76.

3 Historisk tillbakablick

3.1 Svensk rätt

Förbudet för svenska aktiebolag att förvärva egna aktier infördes första gången i 1895 års aktiebolagslag. Det materiella innehållet i aktiebolagslagen har varit, fram till lagändringen 2000, i stort sätt oförändrat sedan dess. I den nya aktiebolagslagen som trädde ikraft den 1 januari 2006 har det materiella innehållet i reglerna, från lagändringen 2000, i princip inte förändrats. De materiella bestämmelserna om förvärv och överlåtelse av egna aktier överfördes i allt väsentligt oförändrade till den nya aktiebolagslagen, med undantag av den nya möjligheten till förvärv och överlåtelse av egna teckningsoptioner och konvertibler. Den stora förändringen märks framför allt i reglernas struktur och språkliga utformning.

Det ursprungliga motivet till förbudet var att skydda bolagets borgenärer. I 1895 års aktiebolagslag infördes för första gången regler om nedsättning av aktiekapitalet med utbetalning till aktieägarna. För att hindra ett kringgående av detta upptogs i lagen också regler som förbjöd aktiebolag att förvärva egna aktier, vilket kan innebära samma effekter för borgenären som vid nedsättning av aktiekapitalet.³⁴ Vid utarbetandet av 1910 års aktiebolagslag sköts dessa borgenärsskyddande motiv åt sidan, istället låg motiv som risk för spekulation och stödköp av aktier bakom förbudet. När 1944 års aktiebolagslag trädde i kraft hänvisades det i förarbeten till motiv för förbudet, förutom de ovan nämnda, också av risk för aktieägarna att berövas sitt skydd för rätten till lika del i vad som återbetalas vid minskning av aktiekapitalet. I förarbetena till 1975 års aktiebolagslag upprepas endast de tidigare argumenten.³⁵

Under 1990-talet fick Aktiebolagskommittén i uppdrag av justitiedepartementet att genomföra en översyn av den svenska aktiebolagslagen. Kommitténs uppdrag omfattade två delar. Dels skulle kommittén lämna förslag till ändringar i aktiebolagslagen som föranletts av den europeiska integrationen, dels överväga en rad andra frågor som rör aktiebolagslagens utformning.³⁶ Utvecklingen från 1975 har motiverat den svenska lagstiftaren att i olika sammanhang vidta en rad ändringar i aktiebolagslagen. Det svenska näringslivet har under perioden genomgått viktiga förändringar och en ökad internationalisering. Bland förändringarna märks inte minst den ändrade ägarstrukturen i svenska börsbolag. Under slutet av 1990-talet har det utländska ägandet ökat väsentligt. Fysiska

³⁴ Tidigare kallades detta ”nedsättning av aktiekapital” och refereras så i tidigare förarbeten. Lydelsen ”minskning av aktiekapitalet” tillkom i och med 2005 års aktiebolagslag och kommer härefter genomgående att refereras så i uppsatsen.

³⁵ Prop. 1999/2000:34, s. 52.

³⁶ Se direktiv 1990:46.

personer äger allt mindre av börsbolagens aktier och deras inflytande har reducerats.³⁷

Kommittén har i arbetet att utföra en översyn av den svenska aktiebolagslagen utarbetat en rad delbetänkande, däribland SOU 1997:22 "Aktiebolagets kapital". Delbetänkandet behandlar bland annat möjligheten för svenska aktiebolag att förvärva och överlåta egna aktier. Delbetänkandet ledde fram till en lagändring år 2000 i 1975 års aktiebolagslag, vilken gav publika noterade svenska aktiebolag, under vissa förutsättningar, rätt att förvärva och överlåta egna aktier.³⁸ Andra bolag än aktiemarknadsbolag får, liksom tidigare, förvärva egna aktier enbart i vissa särskilda situationer.

Den 1 januari 2006 trädde en ny aktiebolagslag i kraft. Reglerna om förvärv och överlåtelse av egna aktier har i all väsentlighet oförändrat överförts till den nya lagen. Materiellt sett har reglerna således inte förändrats men genomgått en viss redaktionell förändring.

3.2 Internationella förhållanden

3.2.1 EG-rätten

Inom EG-rätten regleras möjligheten till återköp av egna aktier i EG: s andra bolagsdirektiv.³⁹ Det har dock inte alltid varit tillåtet för europeiska bolag att förvärva egna aktier. Under större delen av 1900-talet var det i de flesta europeiska länder förbjudet att förvärva egna aktier. I den mån det inte var förbjudet, hade ländernas lagstiftning emellertid en restriktiv inställning mot förvärvsmöjligheten. I de flesta amerikanska delstater var dock attityden från lagstiftarens sida den motsatta. Lagstiftaren menade att om företagens medel kunde betalas ut till aktieägarna i form av utdelning, kunde medlen också användas för återköp av bolagets aktier. Följden av denna liberala inställning blev att många bolag genomförde återköp. Denna utveckling gick inte det europeiska näringslivet obemärkt förbi. Röster höjdes om att det var dags att ändra reglerna, för att de europeiska bolagen skulle kunna konkurrera om kapital på lika villkor. Detta ledde fram till en liberalisering av det europeiska regelverket och unionen utfärdade år 1976 EG: s andra bolagsdirektiv⁴⁰, vilken sätter ramen för den europeiska återköpsmöjligheten.⁴¹

Direktivet brukar kallas kapitaldirektivet och syftar till att harmonisera medlemsstaternas regler rörande kapitalskyddet i aktiebolag och upptar för detta ändamål bestämmelser om bland annat förvärv av egna aktier.⁴² För

³⁷ Prop. 2004/05:85, s. 197.

³⁸ Prop. 1999/2000:34.

³⁹ Direktiv 77/91/EEG.

⁴⁰ Direktivet kompletterades 1992 genom rådets direktiv 92/101/EEG med bestämmelser rörande ömsesidigt aktieäggande mellan bolag.

⁴¹ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier*, s. 190f.

⁴² Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 27.

svensk del faller endast svenska publika aktiebolag under direktivets tillämpningsområde.

Direktivets bestämmelser rörande förvärv av egna aktier behandlas i artiklarna 19-24. Huvudfrågan, det vill säga om förvärv av aktier över huvud taget är tillåtet, överlämnas till varje medlemsstat att själva besluta om. Bestämmelserna i direktivet är utformade som minimikrav, vilka ska uppfyllas av lagstiftningen i de medlemsstater som tillåter förvärv av egna aktier. Den centrala bestämmelsen i sammanhanget är artikel 19, vilken reglerar under vilka omständigheter det är tillåtet att förvärva egna aktier.

Kortfattat ser kraven i artikel 19 ut så här:

- Förvärv av egna aktier skall kunna ske endast med tillstånd från bolagsstämman, eller genom styrelsebeslut grundat på ett bemyndigande från stämman.
- Innehavet av egna aktier får efter förvärvet inte överstiga tio procent av det totala aktiekapitalet.
- Förvärvet får inte innebära att det bundna egna kapitalet förändras.
- Förvärvet får endast omfatta aktier för vilka full betalning erlagts.

3.2.2 USA

Anledningen till varför rättsläget i USA tas upp i en uppsats som behandlar svenska regler om förvärv av egna aktier är, såsom i många andra avseenden, att USA är ett föregångsland vad det gäller förvärv av egna aktier och har således påverkat den svenska och europeiska lagstiftningen.⁴³

Redan under 1950- talet blev det i USA tillåtet för aktiebolag att förvärva egna aktier. I USA är bolagslagstiftningen en angelägenhet som faller på varje enskild delstat. Lagstiftningen i de flesta delstater utgår från att förvärv av egna aktier är tillåtet. Konflikten mellan lagstiftaren och näringslivet som präglat den europeiska och därmed också den svenska rättsutvecklingen saknar motsvarighet i USA. Lagstiftaren har sett positivt på återköp av egna aktier, vilken betraktar transaktionen som utdelning till aktieägarna och kan genomföras inom de gränser som följer av lagens utdelningsregler. Det finns således inga särskilda begränsningar i rätten att förvärva egna aktier.⁴⁴ Amerikanska aktiebolag kan återköpa aktier på tre olika sätt: genom offentliga uppköpserbjudanden, genom köp på aktiemarknaden och genom direkta förhandlingar om återköp av aktier från en eller ett fåtal ägare. Den absoluta merparten av de förvärv av egna aktier som genomförs i amerikanska börsbolag sker dock på aktiemarknaden. Förhandlade köp från en enstaka ägare i börsbolaget är däremot mycket sällsynta.⁴⁵

⁴³ Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, s. 24.

⁴⁴ Skog, *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 761.

⁴⁵ A.a. s. 773.

Den amerikanska lagstiftarens positiva inställning har påverkat näringslivets och företagens attityd gentemot återköp. Under de senaste 20 åren har det blivit allt vanligare, såväl i absoluta tal som i relation till traditionell aktieutdelning, att amerikanska företag förvärvar egna aktier och att företagen finansierar återköpen med pengar som annars skulle ha använts för utdelningar. Återköpen används idag flitigare än utdelning när det gäller överföring av likviditet till aktieägarna.⁴⁶

⁴⁶ Grullon, Michaely, *Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis*, s. 1650f.

4 Företagsekonomiska argument för förvärv av egna aktier

Vilka motiv ligger bakom ett företags beslut att återköpa egna aktier? I detta avsnitt presenteras de bakomliggande anledningar, vilka enligt ekonomisk teori förklarar varför bolag förvärvar egna aktier. Vissa motiv som presenteras i avsnittet övervägde Aktiebolagskommittén och senare lagstiftaren vid utformningen av de svenska reglerna om förvärv av egna aktier.⁴⁷ I några av följande avsnitt presenteras även kritik som föreställts mot dessa argument.

4.1 Möjlighet att påverka kapitalstruktur

Ett av de vanligast förekommande argumenten bakom förvärv av egna aktier är att företag genom det snabbt kan förändra kapitalstrukturen. Förvärv av egna aktier innebär att företaget dels kan förbättra kapitalstrukturen⁴⁸ och dels sänka den totala kapitalkostnaden.⁴⁹ Genom det kan företaget maximera vinsten samt värdet på företaget.⁵⁰ Vad det vanligen handlar om är att öka skuldsättningsgraden, genom antingen ett upptagande av nya lån eller genom minskning av bolagets eget kapital. Att minska det egna kapitalet genom återköp av aktier skapar fördelar genom att det finns möjlighet för bolaget att senare avyttra aktierna om de åter vill öka det egna kapitalet.⁵¹

4.2 Möjlighet att distribuera överlikviditet

Ett företag som saknar vinstgivande investeringsprojekt men har ett positivt kassaflöde stöter för eller senare på problemet huruvida företaget ska behålla pengarna själva eller återföra denna överlikviditet till aktieägarna. Ett effektivt utnyttjande av företagets resurser kräver att valet bestäms utifrån det alternativ som ger bäst avkastning. Om aktieägarna kan använda pengarna på ett sätt som ger bättre avkastning än genom företagets egen verksamhet, ska pengarna överföras till aktieägarna.⁵²

⁴⁷ Se SOU 1997:22 och Prop. 1999/2000:34.

⁴⁸ Företagets kapitalstruktur avser förhållandet mellan företagets egna kapital och främmande kapital, det vill säga lånat kapital.

⁴⁹ Företagets kapitalkostnad består av summan av avkastningskravet på andelen eget kapital samt avkastningskravet på andelen främmande kapital, det vill säga långivarens ränta.

⁵⁰ Miller, Modigliani, *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*.

⁵¹ Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, s. 335.

⁵² Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förslaget?*, s. 766.

Återköp av aktier, liksom utdelning, är en metod att återföra överlikviditet till aktieägarna. Det finns emellertid skäl som talar för återköp istället för utdelning. Ett sådant skäl är den skattemässiga behandlingen av respektive inkomstslag för ägarna. Om skattesatsen är lägre på realisationsvinster än på utdelningsinkomster kommer ägarna att föredra återköpsalternativet. Även vid identiska skattesatser kan återköpsalternativet vara förmånligare än utdelning. Vid utdelning beskattas hela beloppet som inkomst hos mottagaren (42:1 IL). Återförs motsvarande belopp istället genom återköp av aktier, kommer endast den del av beloppet som representerar en realisationsvinst att beskattas (41:2 och 44:13 IL).⁵³ Dessutom kan en realisationsvinst kvittas mot en realisationsförlust, vilket utdelning inte kan (44:26 IL). Ett annat skäl är att företag inte är förpliktade att återköpa. Dessutom finns inga förväntningar från marknaden att överföringen vill återkomma regelmässigt. Återköp är därför för företag ett mer flexibelt sätt att överföra kapital jämfört med utdelning.⁵⁴ Rent praktiskt går överföringen av likviditet till så att bolaget köper aktier av bolagets aktieägare, antingen via ett riktad förvärvserbjudande eller direkt på börsen där aktien är noterad. Överföringen av likviditet motsvarar således köpeskillingen för aktien.

Enligt ekonomisk teori bör företag ha en stabil och långsiktig utdelningsnivå. Variationer i företagets kassaflöde ska inte påverka nivån på utdelning. Temporära förändringar, höjningar men framförallt sänkningar i utdelningsnivå, kan sända oönskade signaler till marknaden och påverka värdet på företagets aktie.⁵⁵ En jämn och stabil nivå på utdelningen är således positivt utifrån företagets och aktieägarnas perspektiv. Börsens institutionella investerare förespråkar ofta stabil avkastning och ser därför hellre ett återköp än en förhöjd utdelning.⁵⁶

Vissa ekonomer motsätter sig dock detta resonemang. De menar att en marknad med professionella investerare förmår att korrekt tolka variationer i utdelningsnivå, under förutsättning att bolagen informerar om dess orsaker. De menar också att extrautdelningar är ett fungerande instrument för att återföra temporär överlikviditet till aktieägarna.⁵⁷

4.3 Möjlighet att påverka aktiekursen

Återköp erbjuder inte bara en flexibilitet i valet hur överlikviditet ska återföras till aktieägarna, utan också när det ska ske. Företag kan under vissa perioder vara felaktigt värderat av marknaden. Sett över lång tid och många företag, förmår en väl fungerande marknad att korrekt värdera aktier, men i enskilda fall kan tillfälliga felvärderingar förekomma. Flexibilitet vad gäller tidpunkt innebär att bolaget kan vänta med ett återköp till ett tillfälle då aktien är undervärderad. Hypotesen om undervärdering bygger på den

⁵³ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 766.

⁵⁴ Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, s. 333.

⁵⁵ Miller, Modigliani, *Dividens policy, growth and the valuation of shares*.

⁵⁶ http://www.e24.se/dynamiskt/borskommentarer/did_11004988.asp, 2007-01-30.

⁵⁷ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva beslutet?*, s. 766.

informationsasymmetri som föreligger mellan personer med insyn i bolaget och aktieägare eller marknaden i övrigt. Om insiders anser att bolagets aktie är undervärderad kan de återköpa aktier som en signal till marknaden att aktien har ett för lågt pris. Enligt hypotesen tolkar marknaden förvärvet som att aktien är undervärderad. Den positiva reaktionen på aktiepriset vid ett återköp korrigerar undervärderingen.⁵⁸ I allmänhet brukar dessutom överkapitaliserade bolag nedvärderas på aktiemarkanden⁵⁹, men med en möjlighet till förvärv av egna aktier kan detta problem undanröjas.⁶⁰

Vissa ekonomer är dock emot detta synsätt. De menar att en företagslednings syn på bolagets värde inte ska förmedlas via handlingar som innebär att företaget självt påverkar utbud och efterfrågan på sina aktier, utan genom information.⁶¹

4.4 Möjlighet att avvärja uppköpserbjudanden

En annan förklaring till varför bolag förvärvar egna aktier är att det kan förhindra ett fientligt uppköp av bolaget eller ett kontrollägarskifte. För det första kan faktumet att företaget minskar sina likvida medel och ökar skuldsättning göra att företaget blir mindre intressant som förvärvsobjekt. Men även genom en uppåtriktad utbudskurva för aktier kan ett företag, via ett återköp av egna aktier, öka kostnaderna för förvärvet. Detta bygger på ett resonemang där aktieägare som har lägst reservationsvärde⁶² för aktierna blir de första att sälja till bolaget. När utbudet på aktier minskar stiger värdet på aktien. Ett återköp av egna aktier kan således användas som en försvarsåtgärd vid ett förvärv, eftersom ett återköp höjer det lägsta pris aktien finns tillgänglig för på marknaden.⁶³ Enligt teorin är företag vilka ser en större risk att bli uppköpta mer benägna att återköpa egna aktier.⁶⁴

Även detta motiv har utsatts för kritik. Företagsuppköp och kontrollägarskiften är av stor betydelse för övervakning av företagens och

⁵⁸ Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, s. 334.

⁵⁹ Anledningen till att överkapitaliserade bolag nedvärderas är att sådana bolag vanligtvis inte har några vinstgivande investeringsprojekt. Bolag som saknar detta är inte attraktiva att investera i, då dess verksamhet och affärsidé inte kan generera framtida vinster.

⁶⁰ Nilsson, *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – ett repprick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*, s. 7.

⁶¹ Skog, *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 768.

⁶² Reservationsvärde motsvarar den nivå då en aktieägare är beredd att sälja sitt innehav. Resonemanget bygger på nationalekonomisk teori om ekonomisk nytta. Enligt teorin sker byten av varor mellan aktörer så länge båda parter ökar sin nytta genom bytet. Aktörer värderar dock nyttan olika. Då detta appliceras på aktieägarens vilja att sälja aktier till bolaget, innebär det att aktieägare avyttrar aktier vid olika prisnivåer beroende på deras ekonomiska nytta av innehavet.

⁶³ Bagwell, *Share repurchase and takeover deterrence*, s. 72f.

⁶⁴ Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, s. 335.

näringslivets effektivitet. Försvarsåtgärder i händerna på en företagsledning kan underminera en sådan övervakning.⁶⁵

4.5 Övriga argument

Det finns vid sidan av de ovan refererade, andra motiv till varför bolag genomför återköp av egna aktier.

Återköp av egna aktier kan underlätta ett utköp av ägare i fåmansföretag, om övriga ägare inte har finansiella resurser att köpa aktierna från personen som vill lämna bolaget. Det innebär också att det är lättare att genomföra generationsskiften i familjeägda bolag samt förenkla personförändringar i företag ägda av de anställda.⁶⁶

Genom återköp kan antalet aktieägare reduceras och därmed kostnader för att kommunicera med aktieägarna. Det finns också möjlighet vid ett riktat förvärvserbjudande att köpa ut en önskad aktieägare.⁶⁷

Genom förvärv av egna aktier och ett innehav av detsamma har företaget möjlighet att använda aktierna som betalning vid ett förvärv av ett annat bolag. Det betyder att bolaget inte behöver använda likvida medel eller uppta lån i samma utsträckning, utan en del av likviden erläggs med egna aktier.⁶⁸

Förvärvade aktier kan också användas i optionsprogram för företagsledning eller anställda. Genom ett förvärv egna aktier ges företagsledningen möjlighet att distribuera pengar utan en utspädning av värdet på aktien. Att bibehålla aktiepriset bör vara av särskilt intresse när ledningen innehar aktieoptionsprogram.⁶⁹

Som ovan beskrivits finns ett flertal företagsekonomiska argument för att ge företag möjlighet att förvärva egna aktier.

⁶⁵ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 119.

⁶⁶ Skog, *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 769.

⁶⁷ Ibid.

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, s. 335.

5 Skyddsregler vid förvärv av egna aktier

I aktiebolaget finns, som tidigare beskrivits, intressekonflikter mellan olika grupper. Vid sidan av lagstiftarens uppgift att utarbeta lagar som innebär att ekonomisk verksamhet kan bedrivas på ett effektivt sätt och vilka uppfyller företags krav på ett effektivt resursutnyttjande, måste hänsyn också tas till aktiebolagets intressegrupper. Vid utarbetandet av aktiebolagsrättsliga regler har lagstiftaren således att beakta i huvudsak två skyddsvärda grupper, nämligen företags aktieägare och borgenärer. Det är också viktigt att förtroendet för aktiemarknaden bibehålls genom regler som upprätthåller en god sed på aktiemarknaden och undanröjer möjligheter till otillbörligt handlande från bolag och finansiella aktörer. Den rättsliga regleringen av aktiebolaget är komplex eftersom det är svårt att finna den rätta balansen mellan å ena sidan svängrum för bolagsledningen och å andra sidan tvingande regler till skydd för bolagets intressenter.⁷⁰

För att skyddsreglerna för dessa grupper ska bli effektiva bör lagstiftaren utarbeta lagar som upprätthåller ett skydd för bolagets kapital, aktieägare, investerare och aktiemarknaden i stort.⁷¹ I detta sammanhang ska därför redogöras för de överväganden lagstiftaren måste göra vid utarbetande av aktiebolagsrättsliga regler och regler om förvärv av egna aktier i synnerhet.

5.1 Kapitalskyddsregler

Aktiebolagslagen utgår från att aktieägarna inte är ansvariga för bolagets skulder. Det är således endast bolagets tillgångar som kan användas för betalning av bolagets förpliktelser. Om bolaget fritt kan avhända sig tillgångar och/eller öka sina skulder ökar risken för bolagets borgenärer.⁷² Problemet accentueras av att utomstående part, i detta fall borgenär, inte har insyn i bolaget och kunskap om bolagets ekonomi. Det informationsövertag som bolagsledning har skulle därmed kunna utnyttjas illojalt till nackdel för bolagets borgenärer. Kapitalskyddsbestämmelserna i aktiebolagslagen är centrala för att upprätthålla skyddet för bolagets borgenärer. Aktiebolagslagen begränsar därför bolagets möjligheter att minska sina tillgångar.⁷³

⁷⁰ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 26.

⁷¹ Hemström, *Bolagens rättsliga ställning*, s. 28 och s. 31.

⁷² Det brukar sägas att ändamålet med reglerna är att borgenärer ska skyddas. Egentligen bör man söka det avgörande syftet ett steg längre bort. Med detta menar jag att reglerna måste finnas för aktieägarna själva. Utan dessa regler skulle inte bolaget kunna fortleva, exempelvis skulle bolagets kapitalanskaffning försvåras.

⁷³ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 20f.

Förvärv av egna aktier betraktas som en värdeöverföring från bolaget, vilket skulle kunna äventyra bolagets kapital om bolaget fritt kunde avhända sig tillgångar. Bolagets fordringsägare uppfattar normalt ett förvärv av egna aktier som ett hot, vilket bland annat beror på att bolagets resultat och likviditet vid förvärvet minskar.⁷⁴ Av den anledningen bör lagstiftaren utarbeta regler som skyddar bolaget från ett agerande där företagsledningen avhänder sig tillgångar eller kapital till skada för bolaget och aktieägare.⁷⁵

5.2 Aktieägar skyddsregler

När man pratar om aktieägar skydd brukar två konflikttyper tas upp, vilka lagstiftaren ska beakta vid utformandet av aktiebolagsrättsliga regler. Det är dels motsättningen mellan aktieägare och bolagsledning, principal-agentproblemet, dels konflikten mellan aktieägarmajoriteten och aktieägarminoriteten.⁷⁶ Aktieägar skyddsregler relaterar också till att aktiebolaget bygger på alla aktieägars lika rätt till bolaget, såvida det inte har stadgats ett avsteg från denna princip i ett visst fall.⁷⁷ Aktiebolagslagens likhetsprincip är en allmän associationsrättslig grundsats och fungerar som en motvikt till huvudregeln att den som har röstmajoriteten bestämmer vid bolagsstämman.⁷⁸ Förvärv av egna aktier får inte innebära att denna likhetsprincip frångås, vilket skulle kunna innebära fördel för vissa aktieägare till nackdel för andra.

Aktieägar skyddet grundar sig, som ovan presenterats, bland annat i principal-agentproblemet, vilket bygger på följande resonemang. I publika aktiebolag är ägandet ofta spritt och aktieägarna tar ingen aktiv roll i förvaltningen av bolagets verksamhet. I dessa bolag är det bolagsledningen som tar de operativa besluten. Ägaren har därmed av sagt sig den omedelbara kontrollen över företaget och intar en mer passiv roll. Ju mer utspritt ägandet är desto större makt och handlingsutrymme får bolagsledningen. Det finns därmed risk att den agerar på ett sätt som gynnar dem själva, på bekostnad av aktieägarnas intresse av vinstmaximering i bolaget.⁷⁹ Har bolagsledningen ett för stort handlingsutrymme finns risk att möjligheten att förvärva och sedan överlåta aktier utnyttjas på ett illojalt sätt. För att undvika dessa problem måste lagreglerna utarbetas så att ägarfunktionen stärks och att aktieägarna därmed ges möjlighet att övervaka ledningen.⁸⁰

⁷⁴ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 313.

⁷⁵ Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, s. 7.

⁷⁶ Se avsnitt 2.2.

⁷⁷ Johansson, *Nials Svensk associationsrätt*, s. 77 och 4:1 ABL.

⁷⁸ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 196.

⁷⁹ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 79f.

⁸⁰ Ägarfunktionen har diskuterats ibland SOU 1995:44 och Prop. 1997/98:99, vilka framhåller betydelsen av en aktiv ägarfunktion eftersom det bidrar till och är en förutsättning för ett effektivt utnyttjande av näringslivets resurser.

Aktieägarskyddet grundar sig även på konflikten som kan uppstå mellan aktiemajoritet och aktieminoritet. I ett aktiebolag med flera delägare måste det finnas en möjlighet att fatta beslut även om inte alla delägare är ense. Beslutsrätten och makten i ett aktiebolag vilar därför på majoritetsprincipen, av vilket följer att den som har röstmajoritet också har bestämmanderätten i bolaget. För att skydda minoriteten från skadliga majoritetsbeslut måste tvingande regler som inskränker majoritetens makt finnas.⁸¹ Det är emellertid viktigt att reglerna utformas på ett sådant sätt att helt obetydliga minoriteter inte kan förhindra beslut som en stor majoritet aktieägare biträder. Ett minoritetsskydd med alltför rigida regler kan motverka ett effektivt resursutnyttjande i företaget. Reglerna ska därför utformas så att majoritets- och minoritetsintressena balanseras.⁸²

Dessa problem bör vid utarbetande av lagregler om förvärv och överlåtelse av egna aktier beaktas och i största möjligaste mån undanröjas.

5.3 Investerarskyddsregler

Marknaden för finansiella instrument spelar en avgörande roll för ekonomin, eftersom de kan bidra till en ökad tillväxt. Detta gäller under förutsättning att marknaden är effektiv och likvid. Regleringen av marknader för finansiella instrument bör därför syfta till att göra marknaderna effektiva och mer likvida.⁸³ För att en marknad enligt ekonomisk teori ska betraktas som effektiv, ska bland annat aktiepriset vara korrekt i den mening att det återspeglar all information om bolaget.⁸⁴ Genom att undanröja insiderhandel, vilkas handel kan utgöra otillbörlig kurspåverkan, ges förutsättningar för detta. Det bidrar också till att förtroendet för de finansiella marknaderna upprätthålls.⁸⁵

Ett aktiebolag är vanligtvis bättre informerat om de egna förhållandena än investerare i allmänhet och har därför en särskild insynsställning i bolaget. Ett bolag kan också vara intresserat att bedriva ”kursvård”, det vill säga försöka stärka kursen avseende de egna aktierna. Dessa förhållanden kan innebära att bolag genomför återköp av egna aktier då de har bättre information än marknaden i övrigt och kan genom detta driva upp sin egen aktiekurs.⁸⁶ Överväganden rörande investerarskyddet tar därför framför allt sikte på risken för kursmanipulationer vid förvärv av egna aktier. Ur ett investerarperspektiv är det också viktigt att förvärv sker på ett sådant sätt att förtroendet för aktiemarknaden bibehålls. I propositionen till 2000 års lagändring uttalades att det är av största vikt att regler om förvärv av egna aktier förenas med regler som förhindrar kursmanipulationer.⁸⁷

⁸¹ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 21f och SOU 1995:44, s. 11.

⁸² SOU 1995:44, s. 11 och Prop. 1997/98:99, s. 76.

⁸³ Prop. 2004/05:142, s. 40.

⁸⁴ Jansson, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, s. 19.

⁸⁵ A.a. s. 20f.

⁸⁶ Prop. 2004/05:142, s. 82.

⁸⁷ Prop. 1999/2000:34, s. 77.

Aktiemarknaden har länge styrts av självreglering. Dessa regler har utarbetats av personer som är experter på området och som befinner sig i situationer där reglerna ska tillämpas. Detta innebär att missförhållanden kan undanröjas snabbt.⁸⁸ Självregleringen får sin legitimitet genom att reglerna förbättrar marknadens funktionssätt och gagnar marknadsaktörernas kollektiva intressen.⁸⁹ Av detta följer att det är viktigt att näringslivet själva utarbetar regler vilka förhindrar kursmanipulationer och andra oegentligheter vid förvärv av egna aktier. Handelplatserna ska ha regler för hur handel med egna aktier ska gå till. Självregleringen ska dock kompletteras med sanktionerade lagregler.⁹⁰

Finansinspektionen är behörig myndig för övervakning av den svenska finansiella marknaden. En nära kontakt mellan å ena sidan berörda börser och auktoriserade marknadsplatser och å andra sidan Finansinspektionen är en förutsättning för att regelsystem för att förebygga kursmanipulationer ska kunna utformas på ett effektivt sätt. Marknadsplatsernas regler ska därför utformas i nära samarbete med Finansinspektionen. För att garantera att Finansinspektionen får ett reellt inflytande av reglerna har inspektionen en föreskriftsrätt i dessa frågor, vilka marknadsplatserna måste följa.⁹¹

⁸⁸ Kågerman, *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 99.

⁸⁹ A.a. s. 94.

⁹⁰ Prop. 1999/2000:34, s. 77.

⁹¹ A.a. s. 78.

6 Gällande rätt – förvärv av egna aktier

6.1 Aktiebolagslagen

Bestämmelser om aktiebolags förvärv och överlåtelse av egna aktier återfinns i 19 kap ABL. Den stora förändring som skett i och med den nya aktiebolagslagen är att reglerna om förvärv av egna aktier har placerats i anslutning till reglerna om värdeöverföringar från bolaget.

Enligt 17:1 p.2 ABL anses förvärv av egna aktier, med undantag för förvärv enligt det allmänna undantaget i 19:5 ABL, som en värdeöverföring. Sådan värdeöverföring får endast ske enligt bestämmelserna om förvärv av egna aktier i aktiebolagslagen. Har så inte skett är innebörden att en otillåten värdeöverföring ägt rum.

Huvudregeln är att förvärv av egna aktier inte är tillåtet. I kapitlet finns även regler som förbjuder aktiebolag att teckna egna aktier och ta emot egna aktier som pant. Detsamma gäller dotter- moderbolagsförhållanden. Avtal om dotterbolags förvärv av moderbolagets aktier, och dotterbolags mottagande av aktier i moderbolaget som pant är ogiltigt. Inte heller är förvärv av egna aktier som görs av någon annan som handlar i eget namn men för bolagets räkning, tillåtet. Denna regel finns för att undanröja möjligheten att utnyttja ett bulvanförhållande.

Förbudet för förvärv av egna aktier har emellertid några undantag, vilka beskrivs nedan.

6.1.1 Allmänt undantag från förbudet att förvärva egna aktier

Det allmänna undantaget från förbudet att förvärva egna aktier återfinns i 19:5 ABL. Detta undantag grundar sig på situationer då ett förvärv av egna aktier är naturligt eller riskfritt för vilket bolag som helst.⁹² Undantagen i 19:5 p1-4 ABL gäller alla aktiebolag, såväl privata som publika.

För det första får aktiebolag enligt 19:5 p.1 förvärva egna aktier för vilka ersättning inte skall betalas. Enligt paragrafens p.2 har ett aktiebolag rätt att förvärva egna aktier som ingår i en affärsrörelse som bolaget övertar, om aktierna representerar en mindre andel av bolagets aktiekapital. Dessutom får ett aktiebolag, enligt p.3 och 4 lösa in egna aktier enligt 25:22 ABL respektive, på auktion ropa in egna aktier som utmåtts för bolagets fordran.

⁹² Se Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 314.

6.1.2 Förvärv av egna aktier i aktiemarknadsbolag

Marknadsnoterade bolag, det vill säga publika aktiebolag vars aktier är noterade vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad, har möjlighet att vid sidan av dessa allmänna undantag förvärva egna aktier enligt ett särskilt undantag för just sådana bolag (19:14 ABL). Förvärv enligt detta särskilda undantag är emellertid underkastat en rad olika villkor, vilka beskrivs utförligt nedan.

För det första får förvärvet bara ske över *börs*⁹³, *auktoriserad marknadsplats*⁹⁴ eller någon *annan reglerad marknad*⁹⁵ inom EES, eller utanför EES efter tillstånd av Finansinspektionen. Förvärvet får också ske i enlighet med ett erbjudande som riktats till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag (19:14 ABL).

Förvärvet får bara ske under förutsättning att bolagets innehav av egna aktier efter förvärvet inte uppgår till mer än en tiondel av samtliga aktier i bolaget. Vid beräkningen av innehavet skall samtliga aktier inkluderas, vilket innebär att sådana aktier som förvärvats med stöd av de allmänna undantagen i 19:5 och ännu ej avyttrats, skall medräknas.⁹⁶ Aktier i bolaget som innehas av dess dotterföretag skall vid beräkningen anses som bolagets. Detta betyder att bolagets totala innehav av egna aktier, oavsett hur dessa har förvärvats, under förutsättning att förvärven är giltiga, inklusive dotterföretagsaktier i bolaget, beaktas vid beräkning av hur många ytterligare egna aktier bolaget kan förvärva. Tioprocentsregel är dock endast tillämplig vid det särskilda undantaget, vilket betyder att det inte behöver beaktas av företag som genomför förvärv av egna aktier i enlighet med de allmänna undantagen i 19:5 ABL. För de allmänna undantagen saknar det således betydelse att bolaget redan innehar tio procent av samtliga aktier i bolaget.

Ett beslut om förvärv av egna aktier ska fattas av bolagsstämman. Bolagsstämman kan dock bemyndiga styrelsen att fatta ett sådant beslut. För att ett sådant beslut eller bemyndigande ska vara giltigt förutsätts att det har biträttits av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädna vid stämman (19:18 ABL).

Om bolagsstämman skall pröva en fråga om förvärv av egna aktier enligt 19:13 skall styrelsen, eller om förslaget väckts av någon annan, förslagsställaren upprätta ett förslag till beslut. Detta beslut ska bland annat

⁹³ Med ”börs” avses här företag som har fått auktorisation som börs enligt LBC eller motsvarande utländskt börsföretag, se Prop. 1999/2000:34, s. 114.

⁹⁴ Med ”auktoriserad marknadsplats” avses här marknadsplats som har fått auktorisation som marknadsplats enligt LBC, se Prop. 1999/2000:34, s. 114.

⁹⁵ Med ”annan reglerad marknad” avses, dels marknadsplatser inom EES som uppfyller kraven på reglerad marknad enligt EG: s investeringstjänstedirektiv, dels motsvarande marknader utanför EES, se Prop. 1999/2000:34, s. 114.

⁹⁶ Nerep, *Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, s. 220.

ange på vilket sätt aktierna ska förvärfas. Ska det ske via ett förvärvserbjudande till alla aktieägare ska det i förslaget anges verkställandetidpunkt, förvärvets omfattning i antalet aktier, vederlaget härför, egendomens art och mängd om ersättningen skall bestå av annan egendom än pengar, samt övriga villkor för förvärvet. För det fall aktierna skall förvärfas via börs eller auktoriserad marknadsplats skall beslutet innehålla uppgifter inom vilken tid bolagsstämman beslut ska verkställas, högsta antal aktier per aktieslag som får förvärfas, högsta och lägsta pris som får betalas för aktierna samt övriga villkor. Till förslaget skall fogas ett motiverat yttrande från styrelsen om huruvida förvärvet är försvarligt med hänsyn till försiktighetsregeln i 17:3 ABL. Försiktighetsregeln uttalar att bolaget endast får genomföra ett förvärv av egna aktier om det framstår som försvarligt med hänsyn till de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet och bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt.

I kallelsen till bolagsstämman som skall pröva ett förslag till beslut om förvärv och/eller överlåtelse av egna aktier, skall det anges förslagets huvudsakliga innehåll samt syftet med förvärvet, enligt 19:26 ABL.

Om ett förvärv enligt det särskilda undantaget i 19:13 ABL, skett i strid med regeln i 17:3 ABL om skydd för bolagets bundna kapital och försiktighetsregeln och 17:4 ABL om värdeöverföringar under löpande verksamhetsår, eller i strid med de tillåtna förvärvsmetoderna i 19:14 eller i strid med tioprocentsregeln i 19:15, skall de förvärvade aktierna avyttras inom sex månader från förvärvet. Sådana förvärv är sålunda att betrakta som otillåtna förvärv.

6.1.3 Överlåtelse av egna aktier

Ett publikt aktiebolag får, enligt 19:32 ABL, överlåta egna aktier på en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad inom EES, eller på en börs eller någon annan reglerad marknad utanför EES efter tillstånd från Finansinspektionen.

Ett beslut om överlåtelse av egna aktier skall fattas av bolagsstämman eller, efter ett bemyndigande från bolagsstämman, av styrelsen. Ett sådant beslut skall ha biträts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid stämman (19:33 ABL).

Om bolagsstämman skall pröva en fråga om överlåtelse av egna aktier eller om bemyndigande för styrelsen att fatta ett sådant beslut skall styrelsen, eller om förslaget väckts av någon annan, förslagsställaren upprätta ett förslag till beslut. Detta förslag skall innehålla samma uppgifter som vid ett förvärv av egna aktier.⁹⁷

⁹⁷ Se ovan avsnitt 6.1.3.

Överlåtelse av egna aktier kan ske på annat sätt än via börs, auktoriserad marknadsplats eller på annan reglerad marknad. Detta aktualiseras till exempel då bolaget använder aktierna som betalning vid ett företagsförvärv. Om aktierna ska överlåtas till aktieägarna eller till viss förvärvare, som till exempel betalning vid ett företagsförvärv, så kan beslutet fattas av styrelsen under förutsättning att bolagsstämman i efterhand godkänner det (19:35 och 13:31 ABL). En sådan överlåtelse är att jämföra med en nyemission och ska därför följa vad som gäller vid nyemission av aktier enligt vissa bestämmelser i 11 och 13 kap i ABL samt vad som gäller vid nyemission eller överlåtelser av aktier enligt 16 kap ABL. Här återfinns bland annat reglerna i 11 kap ABL om beslutanderätt, emissionsbevis och emissionsprospekt, i 13 kap ABL om företrädesrätt, apportegendom och om hur teckning skall ske.

6.1.4 Egna aktiers ställning i bolaget

Förvärv av egna aktier medför konsekvenser för bolaget i det avseende hur aktierna skall hanteras och redovisas i bolaget. För de egna aktier som bolaget förvärvat utövas inte de rättigheter som normalt följer av ett innehav av aktier.

Aktierna ger under innehavstiden, enligt 7:7 ABL, ingen rösträtt på bolagsstämman. En sådan aktie skall inte heller inkluderas när det i lag eller bolagsordning för giltigt beslut eller för utövande av befogenhet föreskrivs samtycke av ägare till en viss andel av aktierna. De berättigar inte heller bolaget företräde att teckna aktier vid en nyemission. Ett innehav av egna aktier ger inte heller bolaget några ekonomiska rättigheter, såsom utdelning, eller i samband med nedsättning av aktiekapitalet. Detta är naturligt då det i praktiken annars endast skulle leda till en icke avsedd återföring av vinstmedel till bolaget.⁹⁸

De förvärvade aktierna skall inte tas upp som tillgång i balansräkningen, eftersom bolagets kapital har tagits i anspråk genom förvärvet och detta måste reducera bolagets utdelningsmöjligheter.⁹⁹

För bolag som inte vill behålla de egna aktierna finns i huvudsak två alternativ. Det ena är att dra in aktierna i samband med en minskning av aktiekapitalet. Ett beslut om minskning av aktiekapitalet fattas av bolagsstämman enligt reglerna i 20 kap ABL. Det andra alternativet till att behålla aktierna är att överlåta aktierna till någon annan, till exempel som betalning vid ett företagsförvärv.¹⁰⁰

⁹⁸ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 103.

⁹⁹ af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 210.

¹⁰⁰ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 103f.

6.1.5 Sanktionsystemet

Rättsföljderna vid olika förvärv har till viss del beskrivits ovan. Detta avsnitt avser att klargöra och förtydliga sanktionssystemet ytterligare.

Vad gäller sanktioner vid förvärv av egna aktier förekommer i lagen en åtskillnad mellan olika typer av aktiebolag, nämligen marknadsnoterade och övriga aktiebolag. Med marknadsnoterade bolag avses publika aktiebolag vars aktier är noterade vid en börs, auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad.

För aktiebolag som inte är marknadsnoterat finns det allmänna förbudet mot förvärv av egna aktier i 19:4 ABL. Avtal i strid med förbudet är enligt lagrummet ogiltigt. Aktier som förvärvats i enlighet med undantagsbestämmelsen i 19:5 ABL och som inte dragits in genom minskning av aktiekapitalet skall avyttras så snart det kan ske utan förlust, dock senast tre år efter förvärvet. Aktier som inte har avyttrats inom denna tid skall av bolaget förklaras ogiltiga och aktiekapitalet ska minskas motsvarande aktiernas andel av aktiekapitalet. Minskningen av aktiekapitalet skall ske enligt reglerna i 20 kap ABL om minskning av aktiekapitalet. Förvärv som inte undantagits i 19:5 är för onoterade aktiebolag ogiltiga.

För marknadsnoterade bolag gäller inte huvudregeln om förbud och ogiltighet i 19:4 ABL. För marknadsnoterade bolag finns som ovan beskrivits särskilda bestämmelser om förvärv av egna aktier. Viktigt att framhålla är att förvärv av egna aktier av ett marknadsnoterat bolag aldrig direkt kan bli ogiltigt, såvida inte formkraven följts. Istället finns ett avyttringskrav för aktierna. Avyttringen ska ske inom sex månader från förvärvet. Aktier som inte avyttrats i tid skall av bolaget förklaras ogiltiga. Bolaget ska i sådana fall minska aktiekapitalet motsvarande aktiernas andel av aktiekapitalet i enlighet med reglerna i 20 kap ABL.

Ogiltighet kan dock föreligga på annan avtalsrättslig grund. Dessutom måste formkravet i 19:18 följas för att beslut av bolagsstämma om förvärv av egna aktier eller ett bemyndigande till styrelse om sådant beslut, ska vara giltigt. Ett förvärv utan bolagsstämmobeslut, godkännande eller bemyndigande får betecknas som behörighetsöverskridande och är i och med det ogiltigt oavsett om förvärvsmetoden i sig är tillåten eller inte.¹⁰¹ Vid beslut om förvärv av egna aktier kan även generalklausulen bli tillämplig och beslutet skulle komma att innebära en otillbörlig fördel för någon och nackdel för bolaget. Även likhetsprincipen kan bli tillämplig om aktieägarna givits olika rätt att teckna eller avyttra aktier.

Sanktionssystemet byggs ut av skadeståndsreglerna i 29 kap ABL. Enligt dessa regler blir en organledamot som åsidosatt reglerna i 19 kap ABL ytterst ansvarig för de förluster som åsamkas bolaget aktieägare eller annan.

¹⁰¹ Nerep, *Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, s. 234.

6.2 Lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Ett argument som nämnts mot att tillåta förvärv av egna aktier är att sådana förvärv medför risker för kursmanipulationer. Det är viktigt att förtroendet för aktiebolaget och marknaden bibehålls, vilket annars skulle innebära allvarliga konsekvenser för svenskt näringsliv.¹⁰²

För att i allt väsentligt undanröja riskerna för missbruk har regler införts i AnmL, vilka innebär att marknadsnoterade bolag alltid skall anmäla innehav av egna aktier och ändringar i innehavet till Finansinspektionen för anteckning i insiderregistret (4 § AnmL). Dessutom omfattar förbudet mot handel under vissa perioder i samma lag också aktiemarknadsbolags handel med egna aktier. Regeln innebär att ett aktiemarknadsbolag som innehar egna aktier inte får, under en period av trettio dagar inför en ordinarie delårsrapport offentliggörande, handla med aktier i bolaget (15 § AnmL). Detta generella förbud mot handel ersätter tidigare förbud mot korttidshandel i AnmL.¹⁰³ Finansinspektionen övervakar att bestämmelserna i lagen följs och kan enligt 20 § AnmL besluta att en särskild avgift ska tas ut vid ohörsamhet mot anmälningsskyldigheten eller det generella förbudet mot handel med aktier i bolaget enligt 15 § AnmL.

6.3 Lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Enligt 8 § i MmL är det förbjudet att vid handel på värdepappersmarknaden förfara på ett sådant sätt att det är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handel med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare och säljare av sådana instrument. Ett sådant förfarande kan innebära straffansvar och vederbörande kan dömas till fängelse i högst två år, eller om brottet är ringa till böter eller fängelse i högst sex månader. Det ligger på Finansinspektionen att övervaka att lagen följs.

På de flesta finansiella marknader förekommer förfaranden som betraktas som otillbörlig marknadspåverkan och insiderhandel, men som av olika anledningar ändå anses som legitima eller till och med önskvärda.¹⁰⁴ Därför har det i 9 § MmL tagits in en undantagsbestämmelse för vissa situationer, nämligen handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av

¹⁰² Prop. 1999/2000:34, s. 56.

¹⁰³ Prop. 2004/05:142, s. 147ff.

¹⁰⁴ A.a. s. 85.

finansiella instrument, under förutsättning att handeln skett i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 om genomförande av rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

Regleringen skiljer sig åt beroende på om förvärv och överlåtelse av egna aktier sker i enlighet med förordningen EG 2273/2003 eller om den sker utanför tillämpningsområdet för denna förordning. För att återköpsprogram ska falla inom förordningens tillämpningsområde ska programmet ha ett direkt samband med något av följande syften:

- Att nedsätta emittentens kapital
- Att uppfylla skyldigheter till följd av konvertibla skuldinstrument
- Att uppfylla skyldigheter till följd av aktieoptionsprogram för anställda och andra tilldelningar av aktier till anställda

Om återköpet har ett annat syfte är undantaget i MmL alltså inte tillämpligt.

6.4 Börsens regler och självreglering

I Prop. 1999/2000:34 ansågs det vara viktigt att näringslivet självt, börser och auktoriserade marknadsplatser, agerar för att motverka kursmanipulationer vid förvärv och överlåtelse av egna aktier.¹⁰⁵ Genom att ålägga börser och auktoriserade marknadsplatser att ta fram lämpliga regler för handel med egna aktier, skapas en självreglering vid sidan av lagregler. I noteringsavtalet för Stockholmsbörsen finns detaljerade regler för hur förvärv och överlåtelse av egna aktier får gå till.¹⁰⁶ NBK: s regler om köp och försäljning av egna aktier har i förkortad form flyttats in i noteringsavtalet.¹⁰⁷ Detsamma gäller för NGM: s noteringsavtal. NBK: s regler anses utgöra god sed på aktiemarknaden och är därmed bindande gentemot börsmedlemmar.¹⁰⁸

Bestämmelserna i noteringsavtalet innebär bland annat att bolagets beslut att förvärva eller överlåta egna aktier omedelbart skall offentliggöras. Offentliggörandet skall innehålla uppgifter om den tid inom ett beslut om köp eller försäljning av egna aktier skall verkställas, befintligt innehav av egna aktier och det högsta antal aktier som avses köpas eller säljas, högsta och lägsta pris, syftet med köpet eller försäljningen samt övriga villkor för köpet.¹⁰⁹ Vidare får bolagets köp och försäljning av egna aktier under en dag uppgå till högst tjugofem procent av den genomsnittliga

¹⁰⁵ Prop. 1999/2000:34, s. 77.

¹⁰⁶ Se Stockholmsbörsens noteringsavtal, bilaga 1, punkterna 27-31.

¹⁰⁷ http://omxgroup.com/digitalAssets/12209_Guide_till_K__p_och_f__rs__ljning_av_egna_aktier.pdf, 2007-02-19.

¹⁰⁸ Denna fråga prövades år 2003 av Stockholms disciplinnämnd, som fann att reglerna är att betrakta som ”god sed på aktiemarknaden” och därmed bindande gentemot börsmedlemmar, se Prop. 2004/05:142, s. 83.

¹⁰⁹ Stockholmsbörsens noteringsavtal, Bilaga 1, p. 27.

dagsomsättningen under de fyra kalenderveckor som närmast föregått den vecka under vilket köpet eller försäljningen sker.¹¹⁰ Bolaget får vidare endast lägga order eller genomföra avslut avseende egna aktier inom det på börsen gällande kursintervallet, den så kallade *spreaden*. Kursintervallet avser intervallet mellan högst köpkurs och lägst säljkurs. Spreaden för bolagets aktier framgår av löpande information som finns tillgänglig i börsens handelssystem. Bolaget måste, så snart det kan ske, anmäla alla förvärv och överlåtelser av egna aktier som ägt rum.¹¹¹ Denna regel överensstämmer med regeln i 4 kap. 6 § LHF om att ett bolag som förvärvar eller överlåter egna aktier ska anmäla förvärvet eller överlåtelser till marknadsplatsen där bolaget är noterat. Utöver denna anmälningsskyldighet skall bolagen enligt AnmL till Finansinspektionen anmäla all handel med egna aktier.¹¹²

I LBC finns regler som bland annat syftar till att undanröja riskerna med otillbörlig kurspåverkan. Enligt lagen åligger det börser och auktoriserade marknadsplatser att ha ändamålsenliga regler för hur handeln vid börsen eller den auktoriserade handelsplatsen ska gå till samt att övervaka att handel och kursbildning vid marknadsplatsen sker i överensstämmelse med författning och god sed på värdepappersmarknaden. Börsen är skyldig att på begäran av Finansinspektionen ge inspektionen terminalåtkomst till sitt system för övervakning av handel och kursbildning (4:2 LBC).

6.5 Finansinspektionens regler

Finansinspektionen är behörig myndighet för övervakning av den svenska finansiella marknaden samt den handel som sker på den. Finansinspektionen ansvarar för föreskrifter, tillsyn och sanktioner för bolag.

Förutom de lagregler som ålägger bolag en anmälningsskyldighet till myndigheten vid förvärv av egna aktier har Finansinspektionen själva utfärdat föreskrifter som föreskriver bolaget en sådan anmälningsskyldighet.¹¹³

6.6 Sammanfattning av reglerna om rapportering och anmälningsskyldighet

Reglerna om rapportering av förvärv och överlåtelse av egna aktier finns som framgått ovan på flera ställen och kan säkerligen uppfattas som snåriga.

¹¹⁰ Stockholmsbörsens noteringsavtal, Bilaga 1. p. 28.

¹¹¹ A.a. p. 29.

¹¹² Se avsnitt 6.2.

¹¹³ FFFS 2005:6.

Rapportering och anmälningsskyldigheten för förvärv och överlåtelse av egna aktier kan beskrivas på detta sätt:

- Handel med egna aktier i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 om genomförande av rådets direktiv 2003/6/EG:
 - Anmälan till Finansinspektionen enligt LHF och AnmL
 - Anmälan till marknadsplatsen enligt noteringsavtalet

- Handel med egna aktier utanför förordningen:
 - Anmälan till Finansinspektionen enligt AnmL
 - Anmälan till marknadsplatsen enligt LHF samt enligt noteringsavtalet
 - Regeln om otillåten marknadspåverkan i Marknadsmisbrukslagen kan aktualiseras

7 Analys

Erbjuder dagens regler de fördelar, vilken enligt företagsekonomisk argumentation återköp av egna aktier ska ge bolag? Uppfyller gällande rätt om förvärv och överlåtelse av egna aktier företags krav på ett effektivt resursutnyttjande och ett effektivt bedrivande av en ekonomisk verksamhet? Har lagstiftaren utarbetat regler som samtidigt upprätthåller ett effektivt skydd för aktieägare, borgenärer och andra aktörer på kapitalmarknaden? Bör reglerna om förvärv och överlåtelse av egna aktier förändras på något sätt?

I detta avsnitt ska dessa frågor behandlas och analyseras.

7.1 Är gällande rätt effektivt utformad utifrån ett företags perspektiv?

Den första dimensionen i uppsatsens effektivitetsbegrepp relaterar till om gällande rätt erbjuder de fördelar, vilken enligt företagsekonomisk argumentation återköp av egna aktier ska ge aktiebolag. Företagsekonomisk teori argumenterar för att återköp av egna aktier bland annat ger företag möjlighet att påverka sin kapitalstruktur, skapa aktieägarvärde, överföra likviditet till aktieägarna, påverka sin aktiekurs, hindra uppköpserbjudanden, förenkla utköp av ägare i fåmansföretag, genomföra optionsprogram samt använda aktierna som betalning vid exempelvis företagsförvärv.

I kallelser till vårens bolagsstämmor syns det tydligt att förvärven vanligtvis sker i syfte att uppfylla något av ovanstående argument. De vanligast förekommande motiven är att aktierna ska användas vid optionsprogram/förvärv av bolag och/eller för att bolaget vid behov ska kunna påverka kapitalstrukturen. Ibland förekommer dock i princip alla av ovanstående argument, i syftet för förvärvet.¹¹⁴

Nedan följer en redogörelse för de fördelar som gällande rätt ger företagen och som är kopplade till dessa företagsekonomiska teorier om förvärv av egna aktier.

Reglerna avseende förvärv av egna aktier ger aktiebolag möjlighet att använda förvärvade aktier som betalningsmedel vid företagsförvärv eller för att genomföra optionsprogram. Enligt 19:35 ABL kan aktiebolag överlåta egna aktier till ett företag eller annan. Enligt paragrafen ska överlåtelsen

¹¹⁴ Informationen är hämtad från kallelser till bolagsstämmor publicerade i DN och DI under våren.

följa regler om nyemission i kap 11 och 13 ABL.¹¹⁵ Alternativet till att använda egna aktier som likvid vid ett företagsförvärv eller vid optionsprogram är att genomföra en riktad nyemission till målbolaget¹¹⁶ eller de som omfattas av optionsprogrammet. En sådan transaktion innebär dock en utspädning av aktiekapitalet med följd att aktiekursen sjunker. Genom en nyemission drabbas bolaget också av transaktionskostnader och hanteringsproblem, såsom bland annat utfärdande av nya aktier och befintliga aktieägares företrädesrätt.¹¹⁷ Den sänkta aktiekursen och transaktionskostnaderna påverkar befintliga aktieägare negativt.¹¹⁸ Betalning med egna aktier har inte samma effekt på aktiekursen. Genom en sådan transaktion är det möjligt att distribuera pengar, i form av aktier, till målbolaget eller optionsinnehavaren utan en utspädning av värdet på aktien.¹¹⁹

En annan fördel är att överkapitaliserade bolag genom reglerna om förvärv av egna aktier kan överföra likviditet till aktieägarna.¹²⁰ Enligt ekonomisk teori bör bolaget, när överlikviditet inte kan utnyttjas på ett effektivt sätt, föra tillbaka pengar till aktieägarna som ges möjlighet att investera pengarna i ett annat bolag eller konsumera pengarna på annat sätt. På det sättet allokeras kapitalet till de bolag, vilka mest effektivt kan utnyttja det.¹²¹ Förespråkare menar att såväl återköp av egna aktier som utdelningar ökar tillväxten och kan på så sätt komma att gynna hela den svenska ekonomin. Istället för att pengar låses in i bolag som historiskt sett varit lönsamma, kan pengar genom sådana transaktioner styras till framtidens tillväxtbolag.¹²²

I förhållande till utdelning och minskning av aktiekapitalet med utbetalning till aktieägarna, vilket också är två sätt att föra överskottslikviditet till aktieägarna, menar vissa att förvärv av aktier är att föredra.¹²³ Motståndare menar dock att utdelning och minskning av aktiekapitalet är fullgoda möjligheter att uppnå samma resultat, och att de påstådda fördelarna inte nödvändigtvis överväger nackdelarna.¹²⁴ Förespråkarna menar emellertid att återköp är ett mer flexibelt redskap för att överföra likviditet till ägarna och sänder inte ut felaktiga signaler till marknaden om en förändrad utdelningspolicy, vilken en temporär förändring i utdelningsnivån skulle

¹¹⁵ Eftersom en överlåtelse av aktier får samma praktiska effekter som en nyemission menade regeringen att reglerna om överlåtelse av egna aktier skall överensstämma med reglerna vid nyemission, Prop. 1999/2000:34, s. 62.

¹¹⁶ Med målbolag avses det förvärvade bolaget.

¹¹⁷ Nilsson, *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – reptrick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*, s. 7.

¹¹⁸ Se Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 56ff.

¹¹⁹ En liknande diskussion om möjligheten för aktiebolag att behålla förvärvade aktier för att senare användas som exempelvis betalning vid ett företagsförvärv har förts av Skog i *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva beslutet?*, s. 778.

¹²⁰ Prop. 1999/2000:34, s. 55.

¹²¹ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förslaget?*, s. 766.

¹²² http://www.foretagarna.se/sverige/newspage__3095.aspx, *Höjda utdelningar ökar tillväxten*, 2007-04-24.

¹²³ Detta var ett av regeringens skäl till att tillåta förvärv av egna aktier i Prop. 1999/2000:34, s. 55.

¹²⁴ Se bland annat det särskilda yttrandet av Lars Milberg, SOU 1997:22, s. 428.

kunna göra.¹²⁵ Argumentet har dock ifrågasatts. Alla vet att ett återköp hade kunnat ersättas med en utdelning, och motståndare menar att aktieanalytiker borde kunna genomskåda en sådan transaktion.¹²⁶ Ett bärande argument är dock att återköp jämfört med utdelning erbjuder en bättre anpassning till aktieägarnas preferenser genom att aktieägare som önskar en hög direktavkastning kan sälja aktier till bolaget medan aktieägare som föredrar en låg direktavkastning avstår från att sälja.¹²⁷ I förhållande till utdelning kan förvärv av egna aktier dessutom göras under hela året och inte bara i samband med bolagsstämma.¹²⁸

Överföring av likviditet till aktieägarna, genom förvärv av egna aktier, innebär också att bolaget kan påverka sin kapitalstruktur. Förvärv av egna aktier bidrar därför till att bolaget effektivt utnyttjar sina resurser genom att optimera sin kapitalstruktur och sänka kapitalkostnaden. Genom att gällande rätt ger företag möjlighet att behålla aktierna, kan bolaget om förhållandena ändras, senare sälja aktierna.¹²⁹

Till de ofta anförda motiven för att förvärva egna aktier hör möjligheten att genom ett sådant förvärv avvärja oönskade uppköpserbjudanden eller kontrollägarskiftet. De mest renodlade exemplen på förvärv av egna aktier i försvarssyfte erbjuder så kallade riktade återköp där bolaget förvärvar samtliga aktier från en eller flera ägare som har ett visst aktieinnehav och som tillkännagivit sin avsikt att genom förvärv av resterande aktier i bolaget ta kontrollen över bolaget.¹³⁰ Gällande rätt ger dock inte företag möjlighet att rikta ett förvärvserbjudande mot en enskild aktieägare.¹³¹ Dessutom kan förvärv av egna aktier från viss eller vissa aktieägare stå i strid med likhetsprincipen i 4:1 ABL eller i vart fall generalklausulerna i 7:47 och 8:41 1st ABL. Huruvida en sådan möjlighet skulle innebära fördelar i form av ett effektivt resursutnyttjande har också ifrågasatts av bland annat Aktiebolagskommittén.¹³² Istället menar många att företagsuppköp och kontrollägarskiftet bidrar till ett effektivare resursutnyttjande.¹³³ Emellertid kan även generella återköpserbjudanden, som riktas till alla aktieägare, fungera som ett försvar mot uppköp. Även det faktum att bolaget genom återköp reducerar sina likvida medel och ökar skuldsättningen kan göra bolaget mindre intressant som förvärvsobjekt. Återköp resulterar också vanligtvis i en förskjutning uppåt av aktiepriset vilket höjer kostnaden för ett uppköp.¹³⁴ Enligt gällande rätt är ett sådant scenario fullt möjligt, eftersom

¹²⁵ Aktiebolagskommittén och sedermera Prop. 1999/2000:34 uttalade detta som ett argument för att tillåta förvärv av egna aktier. I ekonomisk teori finner detta stöd i Miller och Modigliani, *Dividends policy, growth and the valuation of shares*.

¹²⁶ Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, s. 25.

¹²⁷ SOU 1997:22, s. 248 och Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, s. 26.

¹²⁸ SOU 1997:22, s. 248.

¹²⁹ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förslaget?*, s. 767.

¹³⁰ A.a. s. 768.

¹³¹ Se 19:14 p.3 ABL e contrario.

¹³² Se bland annat SOU 1997:22 s. 249, och Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva beslutet?*, s. 768 och 775.

¹³³ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva beslutet?*, s. 768. Se också SOU 1988:38, s. 23f.

¹³⁴ SOU 1997:22, s. 249.

de är en naturlig följd av förvärv av egna aktier, och kan därmed innebära ett hinder mot företagsuppköp och kontrollägarskiften.

Ett motiv som framhållits är företags möjlighet att påverka sin aktiekurs genom förvärv av egna aktier. Den svenska lagstiftaren ogillar detta argument som stöd för att genomföra återköp och reglerna försöker istället motverka handel med egna aktier som innebär en otillbörlig kurspåverkan.¹³⁵ En sådan ordning skulle också kunna äventyra rollfördelningen mellan företagen och aktiemarknaden. Företagsledningens syn på företagets värde ska förmedlas genom information till aktiemarknaden, inte genom att företaget självt styr utbud och efterfrågan på företagets aktie.¹³⁶ Gällande rätt ger bolag möjlighet att i viss utsträckning påverka sin aktiekurs genom förvärv av egna aktier, men den ämnar stoppa sådan handel som anses otillbörlig, vilken kan skada förtroendet för aktiemarknaden med allvarliga konsekvenser för svenskt näringsliv som följd.¹³⁷

Ett annat motiv som anförts är att förvärv av egna aktier skulle underlätta utlösen av ägare i fåmansföretag. Dessa bolag är normalt inte noterade på någon börs. Aktiebolagskommitténs utredning lämnade som förslag att rätten att förvärva egna aktier också skulle omfatta onoterade bolag.¹³⁸ Kommittén menar att en sådan rätt skulle innebära stora fördelar för dessa bolag, i många fall skulle fördelarna med förvärv av egna aktier vara större för dessa bolag än för noterade bolag. Det gäller framför allt deras behov av enkla regler för att genomföra ett generationsskifte i familjeföretaget eller att underlätta övergången från ett ägande av en riskkapitalist till ett traditionellt ägande över börsen.¹³⁹ Inte heller är risken för kursmanipulationer lika stor, då handeln med aktier i privata bolag inte sker på aktiemarknaden. Eftersom dessa bolag inte vänder sig till marknaden för kapitalförsörjning utövas i praktiken oftast ägar- och företagsledningsfunktionen av samma personer. Det finns därför inte samma möjlighet att utnyttja och missbruka en sådan position, som det finns i noterade bolag.¹⁴⁰ Aktiebolagskommitténs utredning ledde dock inte fram till någon lagstiftning. Än idag är det förbjudet för onoterade bolag att förvärva egna aktier, såvida de inte görs i enlighet med det allmänna undantaget i 19:5 ABL. Troligen kommer inte behovet av enkla regler vid ägarförändringar i sådana bolag att minska framöver. Debatten för att tillåta förvärv av egna aktier för dessa bolag har dock under senare år inte varit särskilt intensiv, vilket möjligen tyder på att det inte finns ett behov för sådana regler just nu.

¹³⁵ SOU 1997:22, s. 249 och Prop. 1999/2000:34, s. 56.

¹³⁶ SOU 1997:22, s. 249.

¹³⁷ Prop. 1999/2000:34, s. 56.

¹³⁸ SOU 1997:22, s. 248.

¹³⁹ Ibid.

¹⁴⁰ Till kommitténs förslag reserverade sig tre ledamöter, dessa ställde sig dock positiva till möjligheten för privata bolag att återköpa egna aktier på ovan refererade grunder, se SOU 1997:22, s. 425f.

Sammanfattningsvis kan sägas att gällande rätt avseende förvärv av egna aktier i princip ger de fördelar som företagsekonomisk teori argumenterar för. Reglerna är i det avseendet effektivt utformade. Emellertid har bolag enligt gällande rätt inte möjlighet att genomföra riktade uppköpserbjudanden, vilket enligt företagsekonomisk argumentation kan användas för att förhindra ett oönskat uppköp. Den svenska lagstiftaren motsätter sig detta scenario och erbjuder därför inte den möjligheten. Inte heller erbjuder reglerna möjligheten för onoterade bolag att genomföra återköp av egna aktier för att underlätta exempelvis ett generationsskifte i ett familjeföretag.

Den andra dimensionen i effektivitetsbegreppet relaterar till reglernas materiella innehåll, och hur dessa påverkar bolagets möjlighet till ett effektivt resursutnyttjande och bedrivande av en effektiv ekonomisk verksamhet. I denna effektivitetsanalys beaktas bland annat företagets möjlighet att ta snabba beslut, ta risker och konkurrera med andra företag.

Syftet med aktiebolagets verksamhet är att bereda aktieägarna vinst. Vinstsyftet innebär dock inte att aktieägarna kan förfoga över bolagets förmögenhet hur som helst. En kategori av intressenter som är måna om att bolagets förmögenhet bibehålls och disponeras under ordnade former är bolagets borgenärer. Borgenärernas intresse att bolaget har tillgångar som motsvarar bolagets skulder, och lite till, tillgodoses genom kapitalskyddsreglerna i ABL.¹⁴¹ Skyddet för det bundna egna kapitalet kan inte ses som en begränsning för företagen, då det ligger i aktiebolagets natur att ha och bibehålla detta under bolagets livstid.¹⁴² Inte heller bör försiktighetsregeln vålla några diskussioner från bolagets sida. Vid utdelning, som är en liknande transaktion som förvärv av egna aktier, ska försiktighetsprincipen också tillämpas (17:2 p.1 och 17:3 2st. ABL). Regeln syftar till att bolaget inte ska ta i anspråk likvida medel så att bolaget inom kort hamnar i en likviditetskris. Innebörden av regeln och dess tillämpning är dock inte alltid enkel, vilket möjligen kan innebära att regelns kapitalskyddande syfte försvagas.¹⁴³ Kapitalskyddet i reglerna om förvärv av egna aktier innebär heller inte några ytterligare betungande konsekvenser i förhållande till andra kapitalskyddsbestämmelser i aktiebolagslagen. Jag anser att dessa regler är utformade på sådant sett att bolaget, trots begränsningar i möjligheten att föra pengar från bolaget, kan bedriva en effektiv verksamhet. Reglerna syftar ju faktiskt till att bibehålla bolagets kapital, vilket är en nödvändighet för att bolaget ska bestå och inte tvingas likvideras (se 25:13 ABL). Det är också väsentligt att bibehålla det egna kapitalet för att kunna ha en så pass hög kreditvärdighet att bolaget beviljas krediter.¹⁴⁴ Motsvarande kapitalskyddsregler finns i EG:s andra bolagsdirektiv¹⁴⁵ som reglerar möjligheten till förvärv av egna aktier, vilket innebär att andra medlemsstaters lagregler har liknande utformning. Den

¹⁴¹ Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolaget*, s. 7.

¹⁴² Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 34.

¹⁴³ A.a. s. 86.

¹⁴⁴ A.a. s. 21.

¹⁴⁵ Se direktiv 77/91/EEG art. 19.

svenske lagstiftaren valde emellertid, i jämförelse med direktivet, att gå ett steg längre i skyddet för bolagets kapital i och med kravet på att försiktighetsregeln ska tillämpas. Motsvarande regel finns inte i direktivet.¹⁴⁶ Jag tror dock inte detta har någon hämmande effekt på svenska aktiebolag eller påverkar svenska bolags möjlighet att konkurrera om exempelvis riskkapital med andra europeiska bolag.

Till kapitalskyddsreglerna kan även tioprocentregeln i 19:15 ABL räknas. Hur påverkar denna regel bolaget? Denna regel motsvarar kravet i EG: s andra bolagsdirektiv att bolagets innehav av egna aktier inte får överstiga tio procent av det totala aktiekapitalet.¹⁴⁷ Det är dock mer restriktivt än amerikanska regler där det inte finns några begränsningar i rätten att förvärva aktier.¹⁴⁸ Ett återköp av tio procent av bolagets totala antal aktier innebär att det avgörande inflytandet över ett företag kan följa av de aktier som företaget självt innehar. I börsbolag med spritt ägande uppnår ibland ingen ägare, inte ens den största aktieägaren, ett innehav på tio procent.¹⁴⁹ Ett tioprocentigt ägande¹⁵⁰ utlöser ibland minoritetsskyddsregler. Rösträtten för egna aktier kan dock inte utövas av bolaget under innehavstiden. Inte heller ska dessa aktier räknas med när det i lag eller bolagsordning för giltigt beslut eller för utövande av befogenhet föreskrivs samtycke av ägare till viss andel av aktierna i bolaget. Innehavet av egna aktier ska också räknas bort vid tillämpning av bestämmelser i lag eller bolagsordning som förutsätter att någon eller några innehar en viss andel av aktierna eller rösterna i bolaget. Trots detta kan det egna innehavet effektivt eliminera andras kontrollmöjlighet över bolaget.¹⁵¹ Ett alltför stort självägande är varken bra för ledningen, aktieägarna eller bolaget i sig. Ett bolag ska därför aldrig få tillåtas att fullständigt äga sig självt. Om bolaget skulle få köpa 100 procent av den egna aktiestocken, skulle den verkställande företagsledningen i praktiken bli oavsättlig. Någon ägare av företaget skulle inte kunna identifieras, vilket medför en rad formella juridiska komplikationer. Formellt finns ju ingen som kan utöva rösträtt på bolagsstämman eftersom egna aktier förlorar rösträtt. Även med mindre ägarandelar än 100 procent i bolaget kan svårhanterliga situationer uppstå.¹⁵² Det är från effektivitets synpunkt därför viktigt att ett bolag inte äger för stor del av sin egen aktiestock. I de börsbolag som idag beslutar att genomföra återköp eller bemyndigar styrelsen att löpande under verksamhetsåret återköpa aktier, är det normalt att återköpen omfattar ca 2-6 procent av det totala antalet aktier. Vill bolag emellertid genomföra större återköp än tio procent förhindrar inte dagens regler att bolaget, genom att makulera tidigare innehav av egna aktier, köpa ytterligare aktier. En sådan makulering kräver dock stämmobeslut i enlighet med reglerna i 20 kap ABL.

¹⁴⁶ Prop. 1999/2000:34, s. 65.

¹⁴⁷ Se art 19 direktiv 77/91/EEG.

¹⁴⁸ Skog, *Förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 761f.

¹⁴⁹ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 200.

¹⁵⁰ Eventuella skillnader i röstvärde har alltså ingen betydelse.

¹⁵¹ Se särskilt yttrande av Lars Milberg, SOU 1997:22, s. 429.

¹⁵² Nilsson, *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – repprick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*, s. 8.

Reglerna ger vidare företagen möjlighet till olika förvärvsmetoder, dels via börser och dels via förvärvserbudanden riktade till samtliga aktieägare. Handel via börser innebär att bolaget som vilken annan aktör köper och säljer aktier på marknadsplatsen. Handeln sker enligt marknadsplatsernas regler för handel med egna aktier. En sådan förvärvsmetod är effektiv och relativt billig i jämförelse med förvärv som sker genom ett riktat förvärvserbudande, eftersom transaktionskostnaderna kan reduceras. Vid ett förvärvserbudande måste till exempel bolaget utforma ett prospekt, vilket är både tids- och kostnadskrävande. Tanken med att handel får ske över en börs är också att trygga ett rimligt pris för aktien. Vid förvärv över börser är det marknaden, och inte bolaget, som sätter priset på aktien.¹⁵³ Genom att bolagen har olika handlingsalternativ kan bolaget välja det som passar bolaget bäst vid varje förvärvstillfälle. Jag anser att detta bidrar till att bolaget kan bedriva sin verksamhet på ett effektivt sett. Detta kräver dock att bolagsstämmans beslut eller styrelsens bemyndigande innehåller en möjlighet till handel på båda sätten (se 19:20 ABL). Gällande rätt ger även bolag rätt att handla med egna aktier på reglerade marknader inom EES och utanför EES under förutsättning att Finansinspektionen godkänt sådan handel.

Att bolaget efter ett förvärv, enligt gällande rätt har möjlighet att behålla aktierna för att senare kunna överlåta aktierna, innebär en rad fördelar för bolaget ur effektivitetssynpunkt. Bland annat kan förvärvade egna aktier användas som likvid vid företagsförvärv eller vid optionsprogram. Det innebär att bolaget har möjlighet att snabbt distribuera pengar till målbolaget eller optionsinnehavaren, samtidigt som de undviker en utspädning av aktiekapitalet med en sänkt aktiekurs som följd, vilket hade varit följden om de var tvungna att genomföra en nyemission i samma syfte.¹⁵⁴ Genom att bolaget dessutom har möjlighet att överlåta aktierna direkt på värdepappersmarknaden ges bättre möjligheter att anpassa försäljningen till de villkor som vid varje tillfälle gäller på marknaden. En sådan överlåtelse innebär också fördelen att bolaget snabbt får tillgång till likvida medel.¹⁵⁵

Beslut om förvärv av egna aktier ska fattas av bolagsstämman eller, efter stämmans bemyndigande, av styrelsen. Stämmans beslut är giltigt om det biträts av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna (se 19:17 och 19:18 ABL). Därutöver måste beaktas att stämman inte får fatta beslut som är ägnat att bereda otillbörlig fördel åt viss eller vissa aktieägare till nackdel för bolaget eller andra aktieägare (se 8:41 ABL). Genom att lagen uppställer en möjlighet för stämman att bemyndiga styrelsen att under löpande verksamhetsår genomföra återköp, kan dessa förvärv göras då styrelsen anser det nödvändigt eller lämpligt. Eftersom styrelsen vanligtvis har en bättre insyn i bolagets verksamhet har de också en bättre möjlighet att bedöma huruvida det är fördelaktigt att genomföra ett återköp eller inte. Detta innebär en

¹⁵³ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 315.

¹⁵⁴ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 769.

¹⁵⁵ Prop. 1999/2000:34, s. 62f.

flexibilitet och medför fördelar både för aktieägarna och bolaget.¹⁵⁶ Jag menar att detta innebär att bolaget på effektivt sätt kan utnyttja sina resurser och bedriva en ekonomisk verksamhet.

Sammanfattningsvis anser jag att gällande rätt avseende förvärv av egna aktier erbjuder bolag en möjlighet att effektivt utnyttja sina resurser och bedriva en effektiv verksamhet. Reglerna innehåller vissa begränsningar i möjligheten att förvärva egna aktier, men dessa är inte så omfattande att de bör anses hindra bolagen. Att Sverige numera har regler som överensstämmer med övriga europeiska länders samt USA:s regler innebär också att svenska bolag kan konkurrera om kapital på lika villkor.

7.2 Är gällande rätt utformad så den upprätthåller ett effektivt skydd för borgenärer, aktieägare och övriga investerare?

I detta avsnitt analyseras effektivitetsbegreppet avseende skyddet för borgenär, aktieägare och övriga investerare. Denna fråga kan relateras till tre olika regelkomplex, vilka var och en syftar till att skydda var sin av dessa grupper. Skyddet kan vidare knytas till ett antal rättsliga huvudprinciper, som mer eller mindre tydligt syns i aktiebolagslagen, och vilka utgör fasta punkter kring vilken aktiebolagsrätten grupperas. Först finns de regler som benämns kapitalskyddsbestämmelser, vilka syftar till att skydda bolagets borgenärer. Därefter aktieägarskyddsreglerna, vilka som namnet tyder på, syftar till att skydda aktieägarna. Sist i detta regelkomplex har vi investerarskyddet, vars regler avser skydda investerare på aktiemarknaden samt upprätthålla ett förtroende för kapitalmarknaden i stort. I varje avsnitt presenteras dels de risker som associeras till varje avsnitt, dels de skyddsregler som ska motverka dessa risker samt andra regler relaterade till varje regelkomplex. Riskernas effekt analyseras, för att belysa dess inverkan på borgenärer, aktieägare och övriga investerare. Vidare undersöks skyddsreglernas effektivitet att motverka dessa risker.

7.2.1 Kapitalskyddsregler

Aktiebolagslagen utgår från att aktieägarna inte är ansvariga för bolagets skulder i större utsträckning än att det motsvarar deras ägarandel (1:3 ABL). Det är således bara företagets tillgångar som kan tas i anspråk för betalning av dess förpliktelser. Om bolaget har rätt att avhända sig tillgångar utan några restriktioner ökar risken för bolagets borgenärer.¹⁵⁷

¹⁵⁶ Prop. 1999/2000:34, s. 69.

¹⁵⁷ Se bland annat Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 20f.

Förvärv av egna aktier betraktas som en värdeöverföring från bolaget. Värdeöverföring i form av förvärv av egna aktier är dock tillåten om den följer bestämmelserna om förvärv av egna aktier i aktiebolagslagen (se 17:1 och 17:2 ABL). Förvärv av egna aktier förutsätter således att bolagets bundna egna kapital inte påverkas, och att det finns full teckning för detta efter förvärvet. Det bundna kapitalets funktion är att tvinga kvar förmögenhet i bolaget så att borgenärerna får en buffert vid ekonomiska svårigheter i bolaget. Med andra ord är det bara det fria egna kapitalet som kan utnyttjas vid ett förvärv av egna aktier. Vid ett sådant förvärv krävs också att försiktighetsprincipen i 17:3 ABL iakttas. Försiktighetsprincipen avser att utöka borgenärsskyddet ytterligare. Den föreskriver att även om en värdeöverföring inte inkräktar på det bundna egna kapitalet får bolaget genomföra en värdeöverföring till aktieägarna eller annan, endast om den framstår som försvarlig med hänsyn till de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet och bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt. Att försiktighetsregeln enligt svensk lagstiftning måste iakttas är ett strängare krav än de som föreskrivs i EG: s andra bolagsdirektiv.¹⁵⁸

Kapitalskyddsreglerna vid förvärv av egna aktier överensstämmer med reglerna vid vinstutdelning, vilket lagstiftaren ansåg vara en förutsättning för att förvärv av egna aktier ska vara tillåtet.¹⁵⁹ Förvärven kommer således inte att kunna användas för mer omfattande utbetalningar till aktieägarna än vad som är möjligt enligt reglerna för vinstutdelning, där beloppsbegränsningarna relateras till företagens fria egna kapital. Borgenärsskyddet för de båda handlingarna är i det avseendet lika. Att sådan stor vikt lagts vid att förvärv av egna aktier ska överensstämma med reglerna om vinstutdelning är i viss utsträckning egendomligt, då en vinstutdelning och förvärv av egna aktier i realiteten inte är samma sak. Betalningen för aktien och utflödet av pengar från bolaget motsvarar ett reellt värde hos den förvärvade aktien, även om det enligt svensk rätt är förbjudet att ta upp egna aktier som en tillgång i balansräkningen. En vinstutdelning är i motsats till detta, de facto, ett utflöde av kapital från bolaget, om än sanktionerat genom stämmobeslut. Så länge aktien inte är förvärvad till ett överpris har det vid förvärv av egna aktier således inte skett något faktiskt utflöde av kapital från bolaget. En förvärvad aktie har normalt också ett marknadsvärde, till vilket aktien kan säljas vidare av bolaget.¹⁶⁰ Att reglerna rörande förvärv av egna aktier, trots dessa ovan beskrivna olikheter, följer utformningen av reglerna för vinstutdelning, anser jag innebära ett starkt borgenärsskydd. Att försiktighetsprincipen vid sidan av detta skall iakttas stärker skyddet ytterligare.

Enligt svensk rätt ska inte egna aktier tas upp som en tillgång i balansräkningen, inte heller får förvärv, som sagt, ske i större utsträckning än det motsvarar det fria egna kapitalet. Motiven bakom reglerna är att undvika att borgenärsskyddet urholkas, vilket hade kunnat vara fallet om

¹⁵⁸ Jämför direktiv 77/91/EEG art. 19.

¹⁵⁹ Prop. 1999/2000:34, s. 57.

¹⁶⁰ Andersson, *Kapitalskyddet i aktiebolaget*, s. 28.

aktierna upptogs som en tillgång i balansräkningen. Följande resonemang belyser detta. Vid förvärvstillfället finns en icke realiserad förlustrisk som kan komma att realiseras i framtiden. Egna aktier som upptas som en tillgång i balansräkningen motsvaras delvis av skulderna, aktiekapitalet, övriga bundna poster samt fria poster på skuldsidan i balansräkningen. Om företagets aktier sjunker i värde så minskar samtidigt det egna kapitalet på skuldsidan. Om egna aktier skulle få tas upp som en tillgång i balansräkningen, skulle det således innebära en risk för att borgenärsskyddet försvagas. Genom förbud att uppta aktier som en tillgång undanröjs denna risk.¹⁶¹

Aktiebolagslagen förbjuder bolag att förvärva mer aktier än att de efter förvärvet innehar aktier motsvarande en tiondel av det totala antalet aktier i bolaget. I förarbetena till bestämmelsen hänvisar lagstiftaren till EG:s andra bolagsdirektiv och menar att lagen ska innehålla samma restriktioner som direktivet.¹⁶² Ett något oklart syfte bakom en regel vars egentliga ändamål lämpligen bör vara att säkra borgenärsskyddet samt förhindra att bolag ska vara "självägande".^{163 164}

Hur pass effektiv och ändamålsenlig är tioprocentsregeln för att upprätthålla borgenärsskyddet? Vid en första anblick kan det tyckas vara en regel som på ett effektivt sätt skyddar borgenären, eftersom den begränsar bolagets möjligheter att förvärva egna aktier och därmed utflöde av likvida medel. Det finns dock inget som hindrar bolaget att omedelbart efter ett förvärv makulera dessa aktier. Efter en makulering kommer en ny tiondel av det totala antalet aktier kunna förvärfas. Jag anser att en möjlighet att makulera aktier på detta sätt innebär en betydande risk för ett utflöde av likvida medel, till skada för både borgenär och aktieägare. Bolaget får dock inte genomföra större återköp än att det efter förvärvet har teckning för det bundna egna kapitalet. Återköp i all oändlighet genom makulering av tidigare återköpta aktier har således en bortre gräns i det bundna egna kapitalet. Detta innebär att när det fria kapitalet är slut finns ingen ytterligare möjlighet att återköpa aktier. Makulering av aktier kräver även stämmobeslut, vilket begränsar bolagets möjlighet att missbruka detta.¹⁶⁵ Trots att tioprocentsregeln i ett kapital skyddsperspektiv har vissa brister, tjänar regeln som ett hinder mot att bolaget vid ett tillfälle genomför massiva återköp. Jag anser därför att bestämmelsen även kan anses utgöra en investerarskyddsregel, som förhindrar stora återköp i syfte att tillfälligt höja aktiens kurs.

Sammanfattningsvis kan konstateras att borgenärsskyddet vid förvärv av egna aktier i stora delar motsvarar andra kapital skyddsbestämmelser i aktiebolagslagen. Som visats ovan, innebär ett förvärv av egna aktier inte ett

¹⁶¹ Andersson, *Kapital skyddet i aktiebolaget*, s. 28.

¹⁶² Prop. 1999/2000:34, s. 65.

¹⁶³ Ett av motiven, dock sällan åberopat, bakom tidigare förbud att förvärva egna aktier, se Andersson, *Kapital skyddet i aktiebolag*.

¹⁶⁴ Se diskussion om detta i avsnitt 7.1.

¹⁶⁵ Makulering av aktier ska ske i enlighet med 20 kap ABL.

reellt utflöde av kapital från bolaget eftersom bolaget i utbyte erhåller aktier till motsvarande värde. Trots detta upprätthåller aktiebolagslagen ett starkt skydd för bolagets bundna egna kapital, vilket får sägas utgöra ett effektivt borgenärsskydd. Borgenärerna skyddas vidare genom att aktierna inte får tas upp som tillgång i balansräkningen, vilket annars hade kunnat innebära ett urholkat borgenärsskydd. Tioprocentsregeln förhindrar bolag att genomföra större återköp än att de vid varje förvärvstillfälle innehar mer än en tiondel av bolagets totala antal aktier. Regeln hindrar dock inte att bolaget makulerar aktierna och sedan vidtar ytterligare återköp. Dock finns en yttersta gräns för förvärven, det bundna egna kapitalet, vilket omfattas av betydande skyddsregler.

7.2.2 Aktieägarskyddsregler

7.2.2.1 Principal- agentproblematiken

Möjligheten till förvärv av egna aktier kan medföra en konkret risk för en maktförskjutning från aktieägare till bolagsledning. Aktiekursen som till viss del speglar företaget och ledningens prestationer, kan komma att medvetet manipuleras av bolagsledningen själva.¹⁶⁶ Det kontrollvakuum som existerar i publika aktiebolag samt avsaknad av ekonomiska incitament för aktieägarna att övervaka ledningen, ökar bolagsledningens handlingsutrymme. Detta kan mycket väl utnyttjas av bolagsledningen för att återköpa aktier i syfte att till exempel höja värdet på optionsprogram, eller i andra sammanhang i syfte att öka värdet på aktien.

Att genom förvärv av egna aktier stärka aktiekursen i syfte att öka värdet på optionsprogram kan uppfattas som ett otillbörligt handlande från bolagsledningens sida. Detta anser också riksdagsledamöter som i en motion till riksdagen menar att rätten för publika noterade bolag att förvärva och överlåta egna aktier bör omprövas. De menar att rätten på ett allvarligt sätt rubbar balansen mellan ägare och styrelse och öppnar upp för styrelserna att påverka aktievärdet på otillbörligt sätt på marknaden.¹⁶⁷ Eftersom ett resonemang om otillbörlig kurspåverkan snarare faller under en diskussion om investerarskyddet och förtroendet för aktiemarknaden kommer en vidare analys om detta inte göras här. Problemet kommer emellertid lyftas fram i avsnittet som benämns just investerarskyddsregler. Emellertid bör det i detta sammanhang diskuteras om det andra problem som tas upp i motionen, nämligen balansen mellan ägare och styrelse och det allt större handlingsutrymme som många börsbolags styrelser har fått.

Enligt dagens regler om förvärv och överlåtelse av egna aktier ska ett beslut på bolagsstämman eller ett bemyndigande för styrelsen att fatta ett sådant beslut biträts av två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid stämman (se 19:17 och 19:18 ABL). Även om regeln

¹⁶⁶ Se bl. a särskilt yttrande av Lars Milberg, SOU 1997:22, s. 427ff, reservation i SOU 1997:22, s. 425, Motion 2004/05:Sk450, s. 491.

¹⁶⁷ Motion 2004/05:Sk450, s. 491.

ger bolagsstämman möjlighet att bemyndiga styrelsen att fatta ett beslut om förvärv av egna aktier under löpande verksamhetsår, så ligger det yttersta beslutet hos bolagsstämman och således hos aktieägarna.¹⁶⁸

Ett beslut på bolagsstämman om förvärv av egna aktier eller ett bemyndigande till styrelsen att fatta ett sådant beslut, skall i kallelsen till bolagsstämman föregås av en redogörelse av förvärvets syfte samt huvudpunkter hur förvärvet ska gå till (se 19:19 ABL). I en sådan kallelse ska det följaktligen framgå om förvärv av egna aktier syftar till att till exempel täcka företagets åtaganden i optionsprogram, syftar till att ge företaget möjlighet att påverka sin kapitalstruktur, eller kanske att aktierna ska användas som betalning för framtida företagsförvärv. Styrelsen är således tvingad att redogöra för vad förvärvet av egna aktier syftar till och aktieägare har därmed möjlighet att ta del av vad styrelsen ämnar göra. Aktieägarna kan således utvärdera styrelsens förslag, samtidigt som de ges möjlighet att närvara på bolagsstämman för att göra sin röst hörd.

Den möjlighet som getts bolagsstämman att bemyndiga styrelsen att fatta beslut om förvärv och överlåtelse av egna aktier medger en större flexibilitet för bolaget. Denna flexibilitet kan dock innebära risker för aktieägarna om bemyndigandet missbrukas av styrelsen. Styrelsen har emellertid genom sitt arbete en bättre insyn i bolaget och har därav möjlighet att vid varje tidpunkt ta hänsyn till olika omständigheter som avgör om ett förvärv eller överlåtelse av egna aktier är fördelaktigt för bolaget eller ej. Bolagsstämman har av naturliga skäl inte tillgång till samma information och har inte heller praktiska möjligheter att kontinuerligt kontrollera om villkoren för planerade förvärv fortfarande består eller om förvärven bör avbrytas. Möjligheten att bemyndiga styrelsen att fatta beslut om förvärv av egna aktier kan därför innebära fördelar för bolaget och aktieägarna.¹⁶⁹

Ett sådant bemyndigande är inte, enligt min mening, något egentligt förskjutande av makten från aktieägarna till styrelsen, eftersom avgörandet för bemyndigandet ligger hos bolagsstämman. För att ytterligare garantera att bolagsstämman får ett reellt och bestämmande inflytande över de efterföljande förvärven innefattar ett sådant bemyndigande till styrelsen instruktioner om på vilket sätt aktierna skall få förvärvas, det antal aktier som ska förvärvas och den högsta och lägsta ersättning som ska lämnas för aktierna (se 19:20 ABL). Sådana föreskrifter är ägnade att stärka bolagsstämmans och därmed aktieägarnas kontroll över förvärven och minimera riskerna för att styrelsen missbrukar bemyndigandet. För att ytterligare stärka kontrollen över styrelsen ska sådana instruktioner utformas på ett tydligt sätt och inom relativt snäva ramar.¹⁷⁰

Lagstiftaren har särskilt uppmärksammat problematiken kring maktförskjutningen från aktieägare till företagsledning vid utformningen av dagens regler, och ansett att regler om förvärv av egna aktier ska utformas

¹⁶⁸ Prop. 1999/2000:34, s. 69.

¹⁶⁹ Liknande diskussion har förts i förarbetena till lagen, se Prop. 1999/2000:34, s. 69.

¹⁷⁰ Ibid.

på ett sätt som förbehåller aktieägarna det avgörande inflytandet över frågan om förvärv ska ske.¹⁷¹ Jag anser att problemet med obalans mellan styrelse och aktieägare och det kontrollvakuum som följer därav inte kan relateras enbart till reglerna om förvärv av egna aktier utan snarare till fenomenet att minoritetsaktieägare inte är tillräckligt aktiva ägare i börsbolagen. Med kunskap om detta, vilket diskuterats otaliga gånger i såväl media och offentliga utredningar¹⁷² som vetenskapliga undersökningar och litteratur¹⁷³, argumentera att reglerna om förvärv och överlåtelse av egna aktier inte upprätthåller ett effektivt skydd för aktieägarna, tycker jag inte är relevant och genomtänkt. Jag anser istället att diskussion bör föras huruvida det finns möjlighet att få dessa personer att bli aktiva aktieägare, där de aktivt tar del i förvaltningen av bolaget och bildar en motvikt till större majoritetsägare som ofta innehar styrelseposter.

En annan risk som kan relateras till principal- agentproblematiken och förvärv av egna aktier är när en bolagsledning genomför återköp i annat syfte än vinstmaximering för aktieägarna. Förvärv av egna aktier kan skada aktieägarna genom att bolaget i och med en sådan transaktion avhänder sig tillgångar. Om förvärvet görs av bolagsledningen i syfte att gynna sig själva, vilket innebär att återköpets främsta syfte är något annat än vinstmaximering, finns risk att marknaden uppfattar transaktionen som något negativt och bidrar till att aktiekursen efter förvärvet sjunker. Om kursen sjunker innebär det att företaget innehar en tillgång som inte är värd lika mycket som de ursprungliga likvida medlen. Ett sådant scenario urholkar aktieägarvärden, eftersom det hindrar en långsiktig värdetillväxt i bolaget och innebär en kostnad för aktieägarna. För aktieägarna hade det varit bättre att återinvestera dessa medel i företagets verksamhet.

Jag vill i detta sammanhang också lyfta fram en risk som också kan knytas till ovan förda resonemang. Jag syftar på risken att företag genom förvärv av egna aktier tömmer sina kassor under konjunkturstarka tider, vilket långsiktigt kan påverka aktieägarna negativt. I många av börsbolagens kallelser till bolagsstämma som offentliggjorts under våren, återfinns en punkt vilken behandlar förvärv av egna aktier.¹⁷⁴ Organisationen Aktiespararna, vilka representerar de små aktieägarna, höjer ett varningens finger och ifrågasätter såväl höjda utdelningar som återköp av aktier, vid vårens bolagsstämmor. Anledningen till detta är att de är rädda för att bolagen tömmer sina kassor. Organisationen vill ha svar på vilka planer bolagen har för sina långsiktiga investeringar för att få en uppfattning om pengarna räcker i en eventuellt kommande lågkonjunktur.¹⁷⁵

¹⁷¹ Prop. 1999/2000:34, s. 57f.

¹⁷² SOU 1988:38 *Ågarutredningen* och SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation*.

¹⁷³ Diskussion om detta har förts av bland annat Bergström och Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*.

¹⁷⁴ Se bland annat kallelse till bolagsstämma i Handelsbanken, Addnode AB, Fagerhult, Atlas Copco, publicerade i DN och DI under våren 2007.

¹⁷⁵ DN, 2007-03-21, *Utdelningar het fråga på bolagsstämmorna*, s. 2.

Ett liknande resonemang har förts av Investors Marcus Wallenberg som menar att: *”Investors generella syn är att en stark finansiell ställning i första hand bör användas till lönsamma investeringar i den egna verksamheten... Den senaste börs- och konjunkturbedgången har också visat att det är viktigt att ha balansräkningar som klarar perioder av svag efterfrågan och illikvida finansmarknader. När dessa faktorer tagits i beaktande bör bolagen utvärdera möjligheten att föra över eventuell kvarvarande överkapitalisering till aktieägarna”*.¹⁷⁶

Jag anser dock att det inte ligger på lagstiftarens bord att utarbeta lagar som styr bolagens beslut i detta avseende, trots att det skulle innebära ett skydd för aktieägare. Aktiebolagslagens regler innehåller idag begränsningar¹⁷⁷ för hur bolagen kan agera vid förvärv av egna aktier. Att inskränka dagens regler ytterligare skadar troligen bolagen mer än vad vinsten blir för aktieägarna. De strategiska besluten, vilka påverkar bolaget långsiktigt, ska alltid tas av bolagets stämma och ledning, men jag anser att det kan vara nyttigt att som Aktiespararna uppmärksamma problematiken.

Diskussionen ovan visar att förvärv av egna aktier kan innebära en kostnad för aktieägarna och/eller ett sänkt aktieägarvärde. Det är dock inte bara förvärv av egna aktier som kan leda till ett sådant resultat. När förvärv av egna aktier inte var tillåtet, genomfördes istället vanligtvis nyemissioner för att täcka exempelvis optionsprogram.¹⁷⁸ Nyemission innebär, oavsett vad den är ämnad för, en kostnad för aktieägarna eftersom den medför en utspädning av det egna kapitalet, såvida nyemissionen inte görs med företrädesrätt för de gamla aktieägarna.¹⁷⁹ Oavsett om emissionen görs i syfte att utgöra likvid för exempelvis ett företagsförvärv, eller i syfte att täcka ett optionsprogram, innebär det precis som vid förvärv av egna aktier en kostnad för aktieägarna. Jag anser att en argumentation mot utformningen av dagens regler på grunden, att en sådan handling kan innebära en kostnad för aktieägarna, är motsägelsefull, då liknande konsekvenser följer av accepterade aktiebolagsrättsliga handlingar. Det finns dock en betydande skillnad mellan dessa båda handlingar. Ett agerande från en bolagsledning, för att gynna sig själva, vilket leder till att aktiekursen sjunker, bör inte likställas med en nyemission där det sänkta aktiepriset inte går att relatera till ett otillbörligt agerande, utan är en naturlig följd av fler utställda aktier.

Ett stort antal studier på amerikanska data visar emellertid att återköp som sker genom offentliga uppköpserbjudanden eller genom köp på aktiemarknaden vanligtvis resulterar i en positiv kursreaktion.¹⁸⁰ Detta innebär att aktiernas värde vid transaktionstillfället normalt motsvarar det bolaget betalar för dem och att förvärv av egna aktier vanligtvis innebär en

¹⁷⁶ DN, 2004-11-06, *Återköp – en märklig modevåg på aktiemarknaden*.

¹⁷⁷ Bland annat skyddet för de bundna egna kapitalet, försiktighetsregeln och tioprocentsspärren.

¹⁷⁸ DI, 2002-11-04, *Chefernas optioner tar aktieutdelning*.

¹⁷⁹ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s. 54ff.

¹⁸⁰ Skog, *Förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva beslutet?*, s. 774.

stärkt aktiekurs. I sådant fall innebär inte förvärv av egna aktier en kostnad för aktieägarna, utan kan utgöra ett bättre alternativ än nyemission för att utgöra likvid vid företagsförvärv eller vid optionsprogram, eftersom transaktionskostnaderna är lägre och processen mindre tidskrävande.¹⁸¹

7.2.2.2 Förhållandet mellan majoritet och minoritet

Enligt aktiebolagsrätten är det majoriteten som har beslutsrätten i aktiebolaget. I vilket avseende kan förvärv av egna aktier påverka förhållandet mellan minoritet och majoritet i aktiebolag och innebära risker för minoriteten?

Ett exempel där majoriteten, genom förvärv av egna aktier, utnyttjar sin makt vanligtvis till nackdel för minoriteten är vid, vad man kan kalla, bolagsfinansierade maktövertaganden. Sådana maktövertaganden kan ske genom att majoritetsägare som äger mer än två tredjedelar av rösterna genom att rösta för återköp på bolagsstämman får igenom en rad återköp. För att undvika publicitet görs dessa återköp under en relativt lång tid. Om bolaget efter återköpen makulerar aktierna, ökar successivt majoritetsägarens innehav av det totala antalet aktier.¹⁸² Samtidigt ökar hans eller hennes makt i bolaget utan att han eller hon måste investera några pengar. Finansieringen av maktövertagandet sker istället av bolaget självt genom förvärven av de egna aktierna. För majoritetsägaren är förvärven en strålande affär eftersom den inte behöver betala någon budpremie¹⁸³ utan kan köpa hela bolaget med stor rabatt. En lägre likviditet i bolaget kan innebära att institutioner och mindre aktieägare tröttnar på majoritetens agerande och säljer sina aktier. När majoritetsägaren ett innehav på över nittio procent av rösterna och kapitalet, kan ägaren göra vad den vill med bolaget, eftersom ägaren då har rätt att tvångsinlösa resterande minoritetsaktier och därmed uppnå ett hundra procentigt ägande (22:1 ABL).¹⁸⁴ Ägaren kan då välja att driva verksamheten vidare, sälja eller avnotera bolaget.

Detta är ett sätt för en stark majoritetsägare att köra över en aktieminoritet och skapa aktieägarvärde för sig själv. Ett scenario som det ovan beskrivna följer aktiebolagslagens regler om förvärv av egna aktier och är således

¹⁸¹ Prop. 1999/2000:34, s. 56.

¹⁸² Makulering av aktierna är nödvändigt för att genomföra ett sådant maktövertagande. Utan makulering hade regeln i 19:15 ABL om tioprocentsspärren aktualiserats, vilken innebär att bolaget inte får återköpa mer aktier än att bolagets innehav av egna aktier efter förvärvet inte uppgår till mer än en tiondel av samtliga aktier i bolaget.

¹⁸³ Vid ett offentligt uppköpserbjudande brukar en budpremie läggas till en genomsnittlig aktiekurs för en viss fastställd period. Budpremien brukar ligga på ca 130 procent av den aktuella aktiekursen. Eftersom återköp av egna aktier i detta fall sker via börsen köps aktien tillbaka till ett pris som motsvarar aktuell aktiepris. Den som genomför köpen kan således handla aktierna utan att betala denna budpremie och genomför därmed en affär till ett lägre pris än om den skett som ett offentligt uppköpserbjudande riktat mot aktieägarna.

¹⁸⁴ Ett liknande scenario som genomförts av Fredrik Lundberg beskrivs i artikeln. DI, 2001-05-30, *Missbruket av återköp ökar – Mats Qvibergs affärer med TMT senaste exemplet.*

tillåtet. Är ett sådant missbruk så allvarligt eller vanligt att reglerna om beslutanderätt och majoritetskrav bör förändras?

I propositionen till lagändringen i 1975 års aktiebolagslag diskuterades utformningen av reglerna om beslutanderätt för stämman.¹⁸⁵ Både Aktiebolagskommittén och regeringen föreslog, med reglerna om minskning av aktiekapitalet som förebild, att beslut om förvärv av egna aktier ska vara giltigt om det har biträttts av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. De nämnde dock att majoritetskrav utformat på detta sätt möjligen kunde vara otillräckligt för att skydda en aktieägarminoritet i de fall då bolag innehar aktier av olika aktieslag. Ett för lågt ställt majoritetskrav ökar riskerna för att en majoritet driver genom ett beslut som gynnar aktieägarna inom ett visst aktieslag på bekostnad av aktieägarna inom ett annat aktieslag. Riskerna blir extra påtagliga då olika aktieslag innehar olika röstvärden.¹⁸⁶

Regeringen i likhet med utredningen kom dock fram till att ett krav på kvalificerad majoritet som rubbar rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier, vilket gäller vid minskning av aktiekapitalet, inte ska införas.¹⁸⁷ Ett sådant strängt majoritetskrav vid minskning av aktiekapitalet är betingat av EG:s andra bolagsdirektiv, vilket saknar motsvarighet såvitt gäller förvärv av egna aktier. Regeringen ansåg det inte nödvändigt att införa ett sådant strängt majoritetskrav och nämnde som grund för detta att ett krav på två tredjedels majoritet motsvarar vad som krävs vid ändring av bolagsordningen. Vidare uttalades att förvärv av egna aktier som innebär en otillbörlig fördel åt aktieägare alltid kan angripas enligt generalklausulen i 8:41 ABL. Ett så strängt majoritetskrav som gäller vid minskning av aktiekapitalet skulle dessutom göra det svårt för aktiebolag att utnyttja reglerna om förvärv av egna aktier.¹⁸⁸

Reglernas effektivitet i detta hänseende kan, med hänvisning till ovan beskrivna maktövertagande, ifrågasättas och är ytterligare ett exempel på den komplicerade balansgången mellan majoritetens respektive minoritetens rättigheter i aktiebolagslagen. Jag anser dock att enskilda missbruk som det ovan beskrivna, inte ska resultera i att reglerna om förvärv av egna aktier blir så komplicerade att inga bolag genomför sådana transaktioner. Då förlorar reglerna sitt syfte och lagstiftaren misslyckats i sitt uppdrag. Jag menar att problematiken även i detta sammanhang kan relateras till börsbolagens fragmentiserade ägarbild. Med aktiva minoritetsägare försvåras ett handlande där majoritetsägare kör över en minoritet, även om beslutanderätten de facto ligger hos den som innehar majoriteten.

¹⁸⁵ Se Prop. 1999/2000:34, s. 68ff.

¹⁸⁶ Prop. 1999/2000:34, s. 70.

¹⁸⁷ SOU 1997:22 och Prop. 1999/2000:34.

¹⁸⁸ Prop. 1999/2000:34, s. 70.

7.2.2.3 Aktiebolagets likhetsprincip

I diskussionen som förts runt regleringen av förvärv av egna aktier har åsikter höjts om att det finns en risk för att den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen kan åsidosättas, vilken bygger på alla aktieägares lika rätt till bolagets vinst.¹⁸⁹ Argumentationen bygger på att det finns en uppenbar risk att bolaget genom riktade förvärvserbudanden till vissa aktieägare åsidosätter likhetsprincipen genom att övriga aktieägare inte blir behandlade likvärdigt med de aktieägare som förvärvserbudandet riktas mot. Risken för detta har eliminerats genom att det i svensk rätt inte är tillåtet att rikta ett förvärvserbudande till enbart vissa aktieägare. Ska ett bolag genomföra ett förvärv av egna aktier utanför en börs eller auktoriserad marknadsplats måste förvärvserbudandet riktas till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag (se 19:14 p.3 ABL). Bestämmelsen är således avsedd att förhindra brott mot generalklausulen i 8:41 ABL. Erbjudandekravet följer också den aktiebolagsrättsliga likhetsgrundsatsen i 4:1 ABL. Reglerna omöjliggör ett tillvägagångssätt där bolaget förhandlar med en enskild aktieägare om förvärv av bolagets egna aktier. En sådan ordning hade kunnat ge just den aktieägaren ett väldigt högt och icke marknadsmässigt pris för aktierna.

7.2.3 Investerarskyddsregler

Marknader för finansiella instrument brukar sägas ha tre uppgifter; att underlätta kapitalbildning i ekonomin genom att vara en källa till kapital för företagen, att underlätta riskhantering genom att ge investerare möjlighet att hantera sina risker och att etablera priser som fungerar som bärare av information vilka underlättar för ekonomiska aktörer att fatta korrekta beslut om investeringar.¹⁹⁰

Det är troligen omöjligt att undanröja alla former av missbruk avseende illojalt beteende vid handel på den finansiella marknaden. Att så långt som möjligt upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden är dock av yttersta betydelse för näringslivet. Utan en väl fungerande kapitalmarknad kommer bolag att ställas inför kapitalanskaffningsproblem och se tillväxtmöjligheter gå om intet.¹⁹¹ Efter att löpande i uppsatsen ha understrukt betydelsen av att marknaden fungerar väl, finns anledning att försöka förklara vad som avses med begreppet. För att förklara detta brukar teorin relatera till ord som effektivitet. Som ett kriterium för effektivitet brukar finansiell teori bland annat relatera till att aktiepriset ska vara korrekt i den mening att det avspeglar all information om bolaget.¹⁹²

Det som tydligast märks i debatten om återköp av egna aktier kan relatera till det ovan beskrivna. Det är just risken för insiderbrott och att

¹⁸⁹ Se bland annat SOU 1997:22, s. 246.

¹⁹⁰ Prop. 2004/2005:142, s. 40.

¹⁹¹ Jansson, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, s. 17.

¹⁹² A.a. s. 19f.

bolagsledning genom förvärv av egna aktier kan manipulera aktiekursen som talar emot en sådan rätt.¹⁹³ Även om ett förvärv av egna aktier normalt innebär en höjning av aktiekursen och kortsiktigt en positiv nyhet för aktieägarna, kan detta i ett långsiktigt perspektiv skada bolaget och aktiemarknaden om det sker på illojala grunder. Aktiekursen används ofta för att utvärdera företagsledningen, det är därför inte lämpligt att ge ledningen möjlighet att manipulera detta kriterium och påverka betygssättningen. Kortsiktiga kursmanipulationer från företagsledningens sida kan även förhindra strukturella affärer som ägarna kan anse önskvärda.¹⁹⁴

Ett exempel på risk med kursmanipulationer går att finna i detta exempel som är hämtat från ett verkligt scenario.

Ett företag, X, lägger bud på ett annat bolag, Y. Bolaget X: s aktiekurs faller sedan budet offentliggörs och bolaget Y: s ägare anser att budet är för snålt. I det läget börjar bolaget X göra stora återköp motsvarande nästan halva handelsvolymen under perioden ifråga. Återköpen hjälper bolaget X: s aktiekurs att återhämta sig och nå upp till den ursprungliga nivån som gällde när budet lades. Bolaget X menar att de återköp som skett inte alls motsvarar halva handelsvolymen, men kan inte förneka att det är en markant ökning från tidigare återköpsnivå. Det är inte svårt att tolka dessa handlingar som strategiska återköp för att höja bolaget X: s aktiekurs och skymma det verkliga marknadsvärdet på aktien. I och med ett sådant handlande finns det risk att köpet går igenom och att Y: s aktieägare därmed får betalt i felvärderade aktier.¹⁹⁵

Det finns också fall där återköp görs för att hindra ett uppköp av bolaget. Genom att förvärva egna aktier pressas aktiepriset upp. Det innebär att kostnaden för förvärvet ökar. En ökad kostnad kan innebära att uppköpet inte längre är attraktivt. Genom återköp som pressar upp aktiepriset kan således ett uppköpsshot undanröjas.¹⁹⁶ Så länge återköpen ryms inom tioprocentsspärren, inte påverkar bolagets bundna egna kapital och sker i enlighet med ett bemyndigande till styrelsen, kan dessa agerande inte angripas enligt reglerna i aktiebolagslagen. Det är dock två tydliga exempel på kursmanipulation, som inte gynnar kapitalmarknaden och investerare, utan snarare urholkar förtroendet för aktiemarknaden.

En annan risk i detta sammanhang är utbredningen av incitaments- och optionsprogram i börsbolagen. En undersökning som Dagens Industri genomförde under 2002 visar, att det var regel snarare än undantag, att bolag som genomförde återköp av aktier hade incitaments- eller

¹⁹³ Se Prop. 2004/05:142, s. 82.

¹⁹⁴ Se särskilt yttrande av Lars Milberg i SOU 1997:22 och Nilsson, *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – reptrick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*, s 8.

¹⁹⁵ Exemplet hämtat ur DI, 2001-05-30, *Missbruket av återköp ökar – Mats Qvibergs affärer med TMT senaste exemplet.*

¹⁹⁶ Bagwell, *Share repurchase and takeover deterrence*, s. 72f.

optionsprogram för ledande befattningshavare. Studien visar att av de 55 bolag som hade genomfört återköp av egna aktier sedan våren 2000, hade två tredjedelar av bolagen också optionsprogram för cheferna. I flera fall hade dessutom bolagen genomfört återköp samtidigt som de slopat utdelningar, även om majoriteten av börsbolagen under samma tid höjt aktieutdelningen eller låtit den vara oförändrad.¹⁹⁷

Det faktum att majoriteten av bolag som genomför återköp också har optionsprogram för chefer, ökar misstron till ledningarna och frågan, om vad som är ledningens verkliga agenda, aktualiseras. Undersökningar gjorda i USA visar att bolagsledningars val av återköp framför utdelning kan kopplas till bolagens optionsprogram, och att optionsprogrammen är en förklaring till den dramatiska ökningen av återköp i USA.¹⁹⁸ Vad finns det då för risker med denna koppling?

Jag anser att en betydande risk är stödköp i syfte att pressa upp aktiekursen under en begränsad tid. Då det finns ett bemyndigande från bolagsstämman till styrelsen, vilken ger styrelsen rätten att genomföra återköp under löpande verksamhetsår, finns risk att den i samband med utbetalningar av optionsprogram genomför återköp av egna aktier för att pressa upp aktiekursen, höja värdet på optionen och därmed gynna sig själva.

Som ovan redogjorts för finns regler utplacerade i flera av de börsrättsliga regelsystemen, vilka syftar till att motverka ett missbruk av handel med egna aktier. För det första finns en anmälningsskyldighet för innehav och förändringar i detta innehav, och ett generellt förbud mot handel med egna aktier under 30 dagar innan en ordinarie delårsrapports offentliggörande i AnmL. Därtill finns förbud mot otillbörlig kurspåverkan, vilket är straffsanktionerat enligt MmL, samt ett krav på offentliggörande av förvärv av egna aktier, enligt LHF. Krav på offentliggörande av förvärv av egna aktier följer även vanligtvis av börsens eller den auktoriserade marknadsplatsens noteringsavtal, vilka normalt sett också har tydliga regler för hur sådan handel får ske. Köp- och försäljningsordrar får endast läggas inom det aktuella köpintervallet, dessutom finns begränsningar i den handelsvolym som får ske under en dag. Lagreglerna är dock snåriga och troligen inte alltid lätta att följa eller kontrollera.

Otillbörlig kurspåverkan är som sagt straffsanktionerat. Att säkert veta hur pass ofta ett handlande som skulle klassas som otillbörlig kurspåverkan sker, är svårt att säga eftersom all sådan handel troligen inte upptäcks. Statistik från Finansinspektionen visar att det inte är många fall av misstänkt otillbörlig kurspåverkan som uppmärksammas av inspektionen, och säkerligen än mindre som går att relatera till handel med egna aktier. Från åren 2000-2006 finns följande statistik för fall av misstänkt otillbörlig kurspåverkan för respektive år: 18, 12, 16, 10, 3, 9 och 6 fall per år.¹⁹⁹ Kan anledningen till att så få fall upptäcks vara att det inte förekommer något

¹⁹⁷ DI, 2002-11-04, *Chefernas optioner tar aktieutdelning*.

¹⁹⁸ Fenn, Liang, *Corporate payout policy and managerial stock incentives*.

¹⁹⁹ http://www.fi.se/Templates/Page___3009.aspx, 2007-03-22.

utbrett missbruk, att resurser för att upptäcka sådana handlingar saknas eller att straffbudet verkar avskräckande? Enligt min mening är det troligen svårt att i varje enskilt fall avgöra och visa att någon haft avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av aktier. Denna bevissvårighet påverkar bedömningen av reglernas effektivitet att upprätthålla ett skydd för investerare negativt. Jag anser dock att det är svårt att utforma reglerna på ett sätt, så att de bättre upprätthåller ett skydd för investerare i detta avseende. Jag menar emellertid att straffbudet kan ha en preventiv verkan och det är därför viktigt att en sådan påföljd är så pass betungande att den verkar avskräckande.

Det är inte heller enkelt att veta var gränsen mellan det som är tillåten kursvård och det som utgör straffbar kursmanipulation går. I viss utsträckning kanske det är nödvändigt för företag att ha en möjlighet att påverka aktiekursen utan att ett sådant handlande är att betrakta som en straffvärd handling. Trots detta argumenterar många emot en sådan ståndpunkt. De anser att kurserna vårdas bäst genom att företagsledningen driver företagen effektivt och lämnar fullödlig information varefter marknadsaktörer sköter prisbildningen.²⁰⁰ Jag anser att laglig påverkan av aktiekursen kan försvåra tillämpningen av reglerna om otillbörlig kurspåverkan och riskerar att göra straffbudet ineffektivt.

Till otillbörlig kurspåverkan räknas inte handlande som faller under undantagsregeln i 9 § MmL, nämligen handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av finansiella instrument, under förutsättning att handeln skett i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 om genomförande av rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument. Detta innebär att ovan beskrivna stödköp för att stärka kursen inför en utbetalning av ett optionsprogram troligtvis inte kan angripas utifrån regeln om otillbörlig kurspåverkan. Det kan vara svårt att bevisa att återköpet inte skett i enlighet med förordningen, och har ett direkt samband med att uppfylla skyldigheter till följd av aktieoptionsprogram för anställda och andra tilldelningar av aktier till anställda, utan gjorts enbart för att otillbörligt pressa upp aktiekursen. Oavsett krävs dock att sådan handel anmäls till Finansinspektionen samt till marknadsplatsen, vilket bör, anser jag, underlätta en extern kontroll av handeln och möjligen sätter press på bolagen att inte agera otillbörligt.

Sammanfattningsvis anser jag att det finns vissa brister i investerarskyddet och tänkbara sätt för bolaget att medvetet påverka sin aktiekurs, vilket har visats i ovan redogjorda scenarion. Många av de fördelar som lyfts fram utifrån företagets perspektiv, kursvårdsargumentet, underlätta köp och försäljning av aktier, underlätta optionsprogram, har också en baksida. Det underlättar inte heller att tillämpningen av gällande skyddsregler i detta sammanhang är svårtydbara och relativt uddlös. Jag menar trots detta att utformningen av dagens regler inte bör förändras. Aktiemarknadens

²⁰⁰ Skog, *Aktiebolagsförvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, s. 768.

självreglering, genom börsens regler för handel med egna aktier, anser jag utgör ett nödvändigt och bra komplement till lagregleringen. I effektivitetshänseende är det också viktigt att straffbudet vid otillbörlig kurspåverkan verkligen efterlevs, särskilt då det kan ha en preventiv verkan på andra bolag. Bötesbeloppen bör vidare vara så höga att de har en märkbar effekt på bolagen. På detta sätt kan man verka för att reglerna efterföljs. I detta sammanhang är även medias bevakning av börsbolagen betydelsefull. Den värsta domen ett bolag kan få är många gånger att hängas ut i media som en lagbrytare.

8 Sammanfattande slutsatser

Möjligheten för bolag att återköpa aktier utnyttjas idag frekvent av börsbolagen. När förbudet mot sådana förvärv, för marknadsnoterade bolag, försvann öppnades nya möjligheter för bolagen att återföra överskottslikviditet till aktieägarna, stärka aktieägarvärdet, optimera sin kapitalstruktur, använda aktierna för att betala företagsförvärv eller i samband med optionsprogram. Som framställningen visar skapar gällande rätt många av de fördelar som förvärv av egna aktier enligt företagsekonomisk teori ger bolag. Reglernas utformning ger vidare bolagen möjlighet att på ett effektivt sätt utnyttja sina resurser och bedriva en ekonomisk verksamhet.

Det har dock i uppsatsen påvisats risker med sådana förvärv. Aktiebolagslagen upprätthåller regler för att minska risker för borgenärer, aktieägare och investerare. Den största risken är troligen då företagsledningen eller majoritetsägare genomför förvärv av egna aktier i syfte att gynna sig själva, på bekostnad av övriga aktieägare. Det handlar framför allt om stödköp och kursmanipulationer, som i ett längre perspektiv är värdeförstörande för både bolag och aktieägare och vilket riskerar att urholka förtroendet för aktiemarknaden.

Är gällande rätt effektiv att motverka dessa risker eller kan nuvarande lagstiftning bli bättre för att förhindra detta missbruk? En del av svårigheten har sin grund i det i aktiebolaget existerande principal- agentproblemet, vilket är en problematik som är svår att undanröja. Det kanhända vara så, att missbruk inte helt går att lagstifta bort. Vanligtvis finner bolag kryphål oavsett hur strikta regler lagstiftaren skapar. Därtill ska läggas att alltför komplicerade regler kan få en kontraproduktiv effekt, vilket kan innebära att de inte utnyttjas på grund av sin invecklade natur.

Missbruket kan möjligen stävjas genom medias bevakning av börsbolagen. Debatten i media har under senare tid ofta aktualiserat rekryteringen till börsbolagens styrelser, dess icke oberoende ställning och styrelseledamöter som representerar majoritetsägarna. Genom att sådana frågor synliggörs och att styrelserna ligger under ständig bevakning, kan de inte agera hur som helst. Dagens aktieägare blir alltmer aktiva, kräver ett större inflytande, trygghet och mer information. Om de inte kan bestämma i varje enskilt beslut så vill de åtminstone försäkra sig om att besluten är resultat av rationella tankeprocesser hos ledningen. Stämman kontrolleras fortfarande ytterst av de ägare som sitter på majoriteten av rösterna. Men ägare och företagsledning utsätts numera för öppen granskning och kritik, vilket kanske är det mest effektiva sättet att undanröja missbruk av aktiebolagsrättsliga regler.

Än så länge överväger de positiva aspekterna med förvärv av egna aktier och gällande rätt ger företagen möjlighet att utefter deras krav förvärva egna

aktier samtidigt som reglerna upprätthåller ett tillräckligt effektivt skydd för aktieägare, borgenärer och investerare. Även om risken finns, att förvärv av egna aktier sker på illojala grunder, tror jag inte att majoriteten av bolagen som utnyttjar chansen, gör det för att medvetet missbruka ett sådant bemyndigande. Det krävs dock en kontinuerlig debatt där frågan lyfts fram och får näring. Diskussionen om aktieägare, som aktivt tar del i bolagets verksamhet och deltar på bolagsstämmor, bör också intensifieras. Dessa åtgärder ger styrelser ett mindre utrymme att missbruka reglerna.

Gällande rätt bör inte förändras i dess materiella utformning. Jag anser att reglerna upprätthåller ett tillräckligt bra borgenärs-, aktieägar- och investerarskydd. Emellertid har uppsatsen påvisat vissa brister i skyddet. Trots detta tror jag inte lösningen är en förändring av dagens regler. Däremot anser jag att aktiva ägare, tuffa sanktioner tillsammans med hård kontroll från medias sida, motverkar att bolagen på ett negativt sätt utnyttjar förvärvsmöjligheten. Jag är därför varken främmande för straffansvar eller stora bötesbelopp vid handlanden som räknas som otillbörlig kurspåverkan, framför allt då dessa kan ha en preventiv verkan.

Käll- och litteraturförteckning

Doktrin:

Af Sandeberg, Catarina, Studentlitteratur, 2006, *Aktiebolagsrätten*

Andersson, Jan, LitteraturCompagniet AB, 3:e upplagan, 2000, *Kapitalskyddet i aktiebolag – en lärobok*

Bergström, Clas, Samuelsson, Per, Norstedts Juridik, 2:a upplagan, *Aktiebolagets grundproblem*

Bergström, Clas, Rydqvist, Kristian, SNS Förlag, 1:a upplagan, 1992, *Marknaden för företagskontroll – en analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag*

Dahlman, Christian, Glader, Marcus, Reidhav, David, Studentlitteratur, 2002, *Rättsekonomi – en introduktion*

Hemström, Carl, Norstedts Juridik, 5:e upplagan, 2002, *Bolagens rättsliga ställning – om enkla bolag, handelsbolag, kommanditbolag och aktiebolag*

Johansson, Svante, Norstedts Juridik, 8:e upplagan, 2001, *Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag*

Jansson, Per-Ola, Juristförlaget, 1995, *Regelbildning på värdepappersmarknaden – Ett samspel mellan dynamik och stabilitet*

Kågerman, Pontus, Norstedts Juridik, 2001, *Värdepappersmarknadens regelsystem – lagreglering, självreglering och etik*

Nerep, Erik, MercurIUS, 2003, *Aktiebolagsrättslig analys. Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*

Rodhe, Knut, Norstedts Juridik, 19:e upplagan, 2002, *Aktiebolagsrätt*

Sandström, Torsten, Norstedts Juridik, 2:a upplagan, 2007, *Svensk aktiebolagsrätt*

Artiklar:

Alchian, A, Demsetz, Harold, American Economic Review, 1972, vol. 62, s. 777-795, *Production, information costs and economic organization*

Dittmar, Amy, Journal of Business, 2000, vol. 73, no. 3, s. 331-355, *Why do firms repurchase stock?*

Bagwell, Laurie Simon, The RAND Journal of Economics, 1991, vol. 22, no. 1, s. 72-88, *Share repurchases and takeover deterrence*

Grullon, Gustavo, Michaely, Roni, The Journal of Finance, 2002, vol. 57, no. 4, s. 1649-1684, *Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis*

Fenn, George W., Liang, Nellie, Journal of Financial Economics, 2001, vol. 60, s. 45-72, *Corporate payout policy and managerial stock incentives*

Miller, Merton H., Modigliani, Franco, The Journal of Business, 1961, vol. 34, no. 4, s. 411-433, *Dividend policy, growth and the valuation of shares*

Miller, Merton H., Modigliani, Franco, The American Economic Review, 1958, vol. 48, no. 3, s. 267-297, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*

Nilsson, Stellan, Balans, 1996 nr 6-7, *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – repprick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*

Skog, Rolf, Juridisk Tidsskrift, 1995/96, nr 3, *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*

Skog, Rolf, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 2000:2, *Aktiebolags förvärv av egna aktier*

Tidningsartiklar:

Benson, Peter, Dagens Industri, 2001-05-30, *Missbruket av återköp ökar – Mats Qvibergs affärer senaste exemplet*

Gripenberg, Pia, DN, 2007-03-21, Ekonomidelen, *Utdelningar het fråga på bolagsstämmorna*

Lucas, Dan, DN, 2004-11-06, Börskrönika, *Återköp – en märklig modevåg på aktiemarknaden*

Dagens Industri, 2002-11-04, *Chefernas optioner tar aktieutdelning* (Ingen författare angiven)

Dagens Industri, 2006-12-28, *Wallenstam börsens flitigaste återköpare* (Ingen författare angiven)

Offentligt tryck:

Motion 2004/05:L326

Motion 2004/05:Sk450
Motion 2004/05:SK452

Prop. 1997/98:99 *Aktiebolagets organisation*
Prop. 1999/2000:34 *Förvärv av egna aktier*
Prop. 2004/2005:142 *Marknadsmisbruk*

SOU 1988:38 *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*
SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation*
SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapital*

Direktiv:

Direktiv 77/91/EEG *EG:s andra bolagsdirektiv - kapitaldirektivet*

Noteringsavtal och föreskrifter:

FFFS 2005:6

Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext gällande from den 1 juli 2006, finns att hämta på Stockholmsbörsens hemsida

Internetkällor:

E24 Näringsliv:
http://www.e24.se/dynamiskt/borskommentarer/did_11004988.asp, 2007-01-30

Finansinspektionen:
http://www.fi.se/Templates/Page_____3009.aspx, 2007-03-22

Företagarna:
http://www.foretagarna.se/sverige/newspage__3095.aspx, *Höjda utdelningar ökar tillväxten*, 2007-04-24

OMX:
http://omxgroup.com/digitalAssets/12209_Guide_till_K__p_och_f__rs__l_jn_ing_av_egna_aktier.pdf, 2007-02-19