



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Uppsats 20p
Tillämpade studier VT 2006
Programmet för juris kandidatexamen
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Författare: Rebecka Palmquist
Handledare: Rolf Dotevall och Rolf Skog

Förvärv av egna aktier – stora förändringar på kort tid

Sammanfattning	3
1 Inledning	4
2 Syfte och avgränsningar	5
2.1 Syfte	5
2.2 Avgränsningar	5
3 Metod och material	6
3.1 Metod	6
3.2 Material	6
4 Bakgrund	6
4.1 Historisk utveckling	6
4.1.1 Sverige	7
4.2 Det svenska reformarbetet	10
4.2.1 EG:s andra bolagsdirektiv 77/91/EEG	10
4.2.2 Motiv till lagändringen	11
4.3 Regleringens utformning	15
4.3.1 Förbudet mot förvärv av egna aktier	15
4.3.2 De allmänna undantagen	16
4.3.3 De särskilda undantagen för vissa publika bolag	16
4.3.4 Andra bestämmelser i ABL	19
4.3.6 Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument	20
4.3.7 Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet	20
4.4 Kompletterande regler	21
4.4.1 Finansinspektionens föreskrifter	22
4.4.2 Stockholmsbörsens noteringsavtal	23
4.4.3 Näringslivets börskommitté	23
5 Ny reglering	24
5.1 EG-rätt	24
5.1.1 Marknadsmisbruksdirektivet 2003/6/EG	24
5.1.2 Förordning 2273/2003 om genomförande av marknadsmisbruksdirektivet	25
5.2 Sverige	27
5.2.1 Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument	27
6 En oviss framtid	28
6.1 Förslag till ändring i EG:s andra bolagsdirektiv	28
6.1.1 Allmänt	28
6.1.2 Konsekvenser för Sverige	29
6.2 Den stympade NBK-regleringen	29
6.2.1 Allmänt	30
6.2.2 Kan man använda sig av takeover-reglerna?	30
6.3 En gemensam nordisk börslista	38
6.3.1 Allmänt	38
6.3.2 Konsekvenser för regleringen kring förvärv av egna aktier	38
7 Aktuellt	39
7.1 Återköpsprogram i hetluften	39
7.1.1 Trend på börsen	39
7.1.2 Rekordstora återköp 2006	41
8 Avslutande kommentarer	42
Källförteckning	46

Sammanfattning

Sverige har av tradition haft en restriktiv inställning till värdeöverföringen förvärv av egna aktier men denna inställning har under senare år mjukats upp. Det finns flera orsaker till den traditionella inställningen men de oftast framförda är skyddet för bolagets bundna egna kapital, risken för spekulation, risken för åsidosättande av regeln om likabehandling av bolagets aktieägare och risken för s.k. ”green-mailing”. I mars år 2000 beslutade riksdagen att svenska noterade publika aktiebolag skulle ges möjlighet att förvärva egna aktier; reglerna infördes i dåvarande aktiebolagslagen. Att endast noterade publika aktiebolag gavs denna möjlighet, trots att den utredning som föregick lagändringen ansåg att alla aktiebolag skulle ges möjlighet att förvärva egna aktier, berodde enligt regeringen på de särskilda regler som gäller för beskattningen av fåmansföretag.

Bakgrunden till den stora förändring som det innebar för svenska bolag att få förvärva egna aktier var bl.a. det svenska medlemskapet i EU där EG:s andra bolagsdirektiv hade öppnat upp för förvärv av egna aktier men också stora påtryckningar från svenskt näringsliv eftersom de flesta länder som vi i Sverige jämför oss med tillät förvärv av egna aktier. Svenska bolag ville också ha denna möjlighet för att bättre kunna använda sitt kapital och på så sätt bli mer konkurrenskraftiga. Regleringen i aktiebolagslagen innebar att noterade publika aktiebolag fick rätt att förvärva egna aktier på börs eller annan auktoriserad marknadsplats eller genom ett förvärvserbjudande riktat till samtliga aktieägare eller ägare till aktier av visst slag. För att förhindra att regleringen skulle missbrukas införde man vid samma tidpunkt kompletterande regler i den börsrättsliga lagstiftningen vilken i sin tur också kompletterades av de aktiemarknadens självreglering bl.a. i form av Näringslivets börskommittés, (NBK), regler och Stockholmsbörsens noteringsavtal. För att ytterligare minimera riskerna för missbruk vid förvärv av egna aktier finns i den nya marknadsmissbrukslagen regler om otillbörlig marknadspåverkan vilka är ett resultat av EG:s marknadsmissbruksdirektiv och den förordning som är kopplad till dess genomförande i medlemsländerna.

I juni förra året förde Stockholmsbörsen i Noteringsavtalet in den del av NBK-reglerna angående köp och försäljning av egna aktier som gällde köp och försäljning av egna aktier över börs eller annan marknadsplats. De reglerna blev därmed en del av det avtal som de, på Stockholmsbörsen, noterade bolagen idag omfattas av. I samma stund upphörde NBK-reglerna att gälla och vi fick en lucka i regleringen. De regler som gällde då ett aktiebolag

förvärvar egna aktier genom ett förvärvs erbjudande riktat till samtliga aktieägare eller ägare till aktier av ett visst slag infördes inte i noteringsavtalet och vi saknar nu regler för hur ett sådant förfarande skall gå till. Detta är en lucka i det annars så goda självregleringssystemet och frågan uppstår om man möjligen skulle kunna använda sig av NBK-reglerna om takeovers vid erbjudande om förvärv av egna aktier.

Det händer en del kring regleringen av förvärv av egna aktier just nu och den första januari i år fick vi en ny aktiebolagslag. Lagen innebar inte några stora förändringar i sak av reglerna i den gamla aktiebolagslagen men redaktionellt har stora ändringar gjorts. Inom EU pågår för fullt en omarbetning av det andra bolagsdirektivet och när detta blir verklighet kommer vi troligen få se en, från EG:s sida, mer liberal inställning till förvärv av egna aktier vilken i sin tur med största sannolikhet också kommer att innebära mer tillåtande regler också i Sverige. Vi kommer i höst att få en gemensam nordisk börslista, vilket kan komma att få effekt på de regler om förvärv av egna aktier som idag gäller enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal.

Som det ser ut nu kommer år 2006 bli ett rekordår vad gäller de stora börsbolagens återköpsprogram och vi kan komma att få se upp emot 160 miljarder återköpta aktier i de tjugo största börsbolagen. Om detta är ett resultat av den uppköpshysteri som nu råder på Stockholmsbörsen eller kanske beror på att den svenska börsen går bra och bolagen står med stora kassor är svårt att ge något svar på. Klart är i alla fall att möjligheten till förvärv av egna aktier ger bolagen en större valfrihet än andra värdeöverföringar såsom utdelning och inlösen.

1 Inledning

När Volvo personbilar såldes till Ford uppstod en mycket riskabel situation för Volvo AB. Bolaget stod med större kassa än vad hela aktiekapitalet var värt vilket innebär att bolaget är ett lätt byte för köpare som kanske hade avsikter med förvärvet som var till gagn för bolaget. Dessa skulle t. ex. kunna köpa upp bolaget för att sedan tömma kassan på pengar. En sådan händelse måste kunna förhindras av bolaget, det måste finnas försvarsmedel mot så kallade fientliga uppköp.¹ EG:s andra bolagsdirektiv öppnar upp för förvärv av egna aktier och sedan våren 2000 står denna möjlighet till buds för svenska publika aktiebolag vars aktier är noterade på börs eller annan reglerad marknadsplats.

¹ Föreläsning 9/11-2004 av Rolf Dotevall

Regleringen var ett resultat av påtryckningar från omvärlden och inte minst från svenskt näringsliv då de flesta av de länder som vi i Sverige jämför oss med tillät förvärv av egna aktier ansåg man att en sådan ordning behövdes även här för att våra svenska bolag skulle kunna konkurrera på lika villkor. Förvärv av egna aktier ger bolagen en möjlighet att anpassa sitt kapitalbehov samt ger dem en större valfrihet än de andra till synes ganska lika värdeöverföringarna i aktiebolagslagen nämligen utdelning och inlösen. Förvärv av egna aktier kan också förbättra företagets förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna och erbjuda en bättre anpassning till aktieägarnas preferenser är exempel på andra argument som framfördes.

I denna uppsats kommer läsaren att få följa med på en historisk resa där förvärv av egna aktier behandlas både bolags- och börsrättsligt. Jag kommer att redogöra för utvecklingen av lagstiftningen, hur regleringen ser ut idag, vilka svagheter som finns i den reglering vi nu har samt aktuella spörsmål på området. Tonvikten kommer att ligga på den svenska regleringen men för att få en helhetsbild kommer jag även att redogöra kort för vad som gäller i vissa länder runt omkring oss.

2 Syfte och avgränsningar

2.1 Syfte

Syftet med denna uppsats är att söka ge läsaren en helhetsbild av lagstiftningen kring förvärv av egna aktier och belysa det faktum att regleringen har utvecklats otroligt mycket på en kort tid. Jag kommer att redogöra för de historiska förändringar som skett vad gäller regleringen kring förvärv av egna aktier, den reglering som gäller nu samt söka ge en bild av vad vi kan förvänta oss kommer att hända i den närmaste framtiden på detta område. Regler angående förvärv av egna aktier finns framför allt i de bolagsrättsliga och börsrättsliga regleringarna varför båda dessa rättsområden kommer att behandlas i uppsatsen.

2.2 Avgränsningar

Uppsatsen kommer att koncentreras kring den bolags- och börsrättsliga regleringen av förvärv av egna aktier. Sådana förvärv berör emellertid flera områden och transaktionen leder bl.a. till att regler inom såväl skatterätt som redovisning aktualiseras. Jag kommer i möjligaste mån

lämna den skatterättsliga regleringen lämnar därhän och även detaljerade beskrivningar av redovisnings karaktär lämnas utanför uppsatsen.

3 Metod och material

3.1 Metod

Jag har i mitt informationssökande använt mig av en traditionell rättsdogmatisk metod. Jag har hämtat information från de aktuella lagreglerna och förarbetena till dessa men jag har även sökt information hos aktiemarknadens självregleringsorgan. Doktrinen på området är relativt tunn och i många delar inaktuell, varför det varit svårt att få tag på relevant information till vissa avsnitt i uppsatsen.

3.2 Material

Förvärv av egna aktier är ingen ny företeelse på den bolags- eller börsrättsliga arenan men därmed inte sagt att det finns mycket skrivet om denna typ av värdeöverföring från ett bolag till dess aktieägare. Den litteratur som finns på området är inaktuell då det mesta som är skrivet härrör från tiden innan det i Sverige blev tillåtet för vissa publika aktiebolag att under vissa omständigheter förvärva egna aktier. Av denna anledning har jag utöver att studera äldre litteratur och tidskriftsartiklar till stor del använt mig av förarbeten, propositioner, lagtext och olika webbsidor. Med anledning av det stora inflytande som EG-rätten numera har på sina medlemsländers lagstiftning har slutligen gemenskapsrätlig lagtext i form av förordningar och direktiv använts som underlag.

4 Bakgrund

4.1 Historisk utveckling

Frågan om ett aktiebolag skall få förvärva egna aktier har i de flesta länder i Europa föregåtts av en lång kamp mellan å ena sidan lagstiftaren, som velat förhindra sådana förvärv, och å andra sidan näringslivet som kämpat för att få till stånd en tillåtande reglering. Näringslivet

har i dessa sammanhang ofta hänvisat till förhållanden i USA där man, liksom i t.ex. vårt grannland Danmark, alltid haft en liberal syn på ett aktiebolags rätt att förvärva egna aktier.

4.1.1 Sverige

I aktiebolagslagen har av tradition funnits ett generellt förbud mot förvärv av egna aktier. Förbudet infördes redan i 1895 års aktiebolagslag och behålls nästintill oförändrat i de därefter följande aktiebolagslagarna fram till i mars 2000 då riksdagen beslutade att ändra lagen.² Motståndet till att införa en möjlighet för aktiebolag att förvärva egna aktier har således varit stort och de motiv som framförts har varierat en del under åren. Då 1895 års aktiebolag infördes var det skyddet för bolagets borgenärer som stod i centrum, mycket på grund av att man genom denna lag för första gången fick regler angående nedsättning av aktiekapitalet. Genom 1910 års aktiebolagslag hamnade istället risken för spekulation och stödköp i egna aktier i fokus. Under förarbetena till 1944 års aktiebolagslag anfördes, förutom de två nyssnämnda, ytterligare ett argument mot förvärv av egna aktier nämligen att förvärv av egna aktier skulle kunna medföra att aktieägarna förlorade sitt skydd för rätten till lika del i vad som återbetalas vid nedsättning av aktiekapitalet. I förarbetena till 1975 års aktiebolag anfördes inga nya argument man återupprepade endast de tidigare.³ I 7 kap. 2 § ABL (1975) föreskrevs således att ett aktiebolag ej fick förvärva egna aktier. Bestämmelsen var sanktionerad med ogiltighet.⁴

4.1.2 En internationell utblick

Den allra första europeiska lagstiftningen innehöll inte några bestämmelser om ett aktiebolags rätt att förvärva egna aktier. Under slutet av 1800-talet och början av 1900-talet förekom både spekulationsaffärer och stödköp i egna aktier och som en följd av detta utvecklades till en början praxis men senare också lagstiftning på flera håll i Europa till att innehålla restriktiva bestämmelser om ett aktiebolags rätt att förvärva egna aktier. I vissa länder valde man ett strängt förbud medan man i andra länder valde olika kompromisslösningar där man tillät förvärv av egna aktier under förutsättning att det skedde enligt de villkor som ställdes upp i lagen.⁵

Tyskland lagfäste ett förbud mot förvärv av egna aktier redan år 1870 och var det första land i Europa med denna typ av reglering. Till en början var förbudet undantagslöst

² Andersson, "Kapitalskyddet i aktiebolag", s 91

³ SOU 1997:22, s 246

⁴ Andersson, "Kapitalskyddet i aktiebolag", s 91

men redan år 1884 infördes ett undantag som i vissa situationer berättigade ett aktiebolag att förvärva egna aktier, det blev då till exempel fullt lagligt att återköpa egna aktier i syfte att stabilisera kursen. Detta undantag ledde med tiden till ett missbruk av institutet och i september 1931 infördes återigen ett principiellt förbud, denna gång med det undantaget att bolaget, i den mån det var nödvändigt, fick förvärva egna aktier i syfte att avvärja en svår skada för bolaget. Man begränsade dock, efter förebild i dansk lagstiftning, innehavet till att max få utgöra tio procent av nominella värdet av bolagets samtliga aktier. När EG år 1976 utformade sitt andra bolagsdirektiv skedde det med den tyska lagen som modell varför direktivets tillkomst inte resulterat i några större ändringar i den tyska lagen. För den andra aktiebolagsformen i Tyskland GmbH gäller, till skillnad från för ett AG, att bolaget kan förvärva egna aktier med endast ett undantag, förvärvet får inte inkräkta på bolagets bundna egna kapital. Österrikes aktiebolagslagstiftning ser i stort sett likadan ut som Tysklands vad gäller bestämmelser om förvärv av egna aktier, det finns dock en skillnad. I Österrike får ett GmbH inte förvärva egna aktier.⁶

I Frankrike får ett Société Anonyme som utgångspunkt inte förvärva egna aktier, undantag görs för fall då bolaget skall erbjuda aktierna till de anställda i bolaget i form av ett vinstdelningsprogram eller då bolaget behöver förvärva egna aktier för att stabilisera kursen. Egna aktier får inte överstiga tio procent av samtliga aktier i bolaget eller tio procent av ett visst aktieslag. Den franska privata aktiebolagsformen får, i till skillnad från tyska GmbH men i likhet med dess Österrikiska motsvarighet, inte förvärva egna aktier. I BeNeLux-länderna samt Grekland, Spanien och Portugal tillåts, med olika begränsningar, förvärv av egna aktier.⁷

För Storbritanniens del har man sedan rättsfallet *Trevor v. Whitworth* år 1887 haft ett mycket strängt förbud mot förvärv av egna aktier. Förbudet kom att kringgås genom att bolagen gav finansiell hjälp till tredje man för förvärv av bolagens aktier varför man vid utarbetandet av 1929 års Companies Act lagfäste ett förbud för bolag att ge finansiell hjälp för förvärv av bolagets aktier. Förbudet finns numera intaget i artikel 23 i EG:s andra bolagsdirektiv. Ett förbud mot förvärv av egna aktier intogs i Storbritanniens lagstiftning först vid en anpassning till EG:s andra bolagsdirektiv år 1980. Redan året därpå infördes dock så omfattande undantagsbestämmelser att det gamla förbudet ändrades till det motsatta. Både public och private companies får i Storbritannien idag förvärva egna aktier, det lite speciella med landets reglering är dock att bolag får förvärva men inte inneha egna aktier. Man får

⁵ Rutberg/Skog, "Balans 25 nr 12/99", s 5-28

⁶ Skog, "Juridisk Tidskrift nr 3 95/96", s 751-755

⁷ Skog, "Juridisk Tidskrift nr 3 95/96", s 755-757

alltså inte som i de flesta andra europeiska länder återköpa sina egna aktier för att senare sälja ut dem igen utan bolaget måste då de återköpt egna aktier ”döda” dessa aktier. Med anledning av denna bestämmelse har Storbritannien inte infört den reglering som följer av det andra bolagsdirektivet som stadgar att ett bolag får inneha max tio procent av bolagets aktiekapital, se nedan 3.2.1.⁸

Vad gäller våra nordiska grannländer utmärker sig Danmark då de traditionellt sett haft en frikostig reglering angående förvärv av egna aktier. Då man utarbetade 1930 års aktiebolagslag i landet föreslogs ett förbud mot förvärv av egna aktier vilket blev hårt kritiserat och aldrig genomfört. Istället valde man att införa en max gräns på tio procent av aktiekapitalet som den högsta gräns ett aktiebolag fick förvärva egna aktier till. Denna reglering anammade, som vi ovan sett, också Tyskland och återfinns idag i EG:s andra bolagsdirektiv. Finland hade tidigare ett förbud mot förvärv av egna aktier som huvudregel men har efter EG:s andra bolagsdirektiv ändrat sin reglering och tillåter numera förvärv av egna aktier inom ramen för direktivet. Även Norge, som tillhör EFTA-länderna, tillåter numera förvärv av egna aktier.⁹

I USA hittar man en helt annan, mer liberal, syn på frågan om förvärv av egna aktier än den som vi av tradition har haft i Europa. De flesta amerikanska delstaterna har sedan länge ansett att förvärv av egna aktier skall tillåtas i samma utsträckning som man tillåter aktieutdelning till aktieägarna av aktiebolagets disponibla medel. I USA är bolagsrättslig lagstiftning en delstatlig angelägenhet varför de federala myndigheterna som huvudregel inte lägger sig i. Den lilla delstaten Delaware har genom sin attraktiva bolagsrättsliga lagstiftning, som innehåller stor avtalsfrihet och därför kan skraddarsys för varje bolag, lyckats locka till sig¹⁰ en majoritet av de amerikanska bolagen den s.k. ”Delaware-effekten”.¹¹ Delstaten har en mycket liberal syn på förvärv av egna aktier, vilket kommer till uttryck i § 160 (a) i Delaware General Corporation Law, och man saknar alltså i amerikansk historia den kamp mellan lagstiftare och näringslivet som man kan se i Europa.¹²

Intresset för förvärv av egna aktier startade i USA redan under 1950 talets senare del men fick sitt stora genombrott under slutet av 1970-talet då förvärv av egna aktier svarade för ca 10 procent av de totala utdelningarna från amerikanska aktiebolag.¹³ 1982

⁸ Skog, ”Juridisk Tidskrift nr 3 95/96”, s 757-759

⁹ SOU 1997:22, s 246

¹⁰ Man tillämpar i USA som bekant inregistreringsprincipen vilket innebär att ett bolag har sitt säte i den delstat där man är registrerad.

¹¹ Föreläsning 9/11-2004 av Rolf Dotevall

¹² Rutberg/Skog, ”Svensk skattetidning 1/2000”, s 5-28

¹³ SOU 1997:22, s 247

antog man en ny lagregel¹⁴ som innebar att företag inte längre riskerade att bli åtalade för kursmanipulation vid återköp av egna aktier. Denna förändring medförde att återköpen ökade i omfattning och intresset har, med undantag för en tillbakagång under 1990-talets början, bara blivit mer och mer omfattande. Som exempel på detta kan nämnas att under 2002, som ändå anses vara ett relativt lugnt år, återköpte sju amerikanska bolag tillsammans aktier till ett värde av mer än 4 billioner dollar. Bland dessa kan nämnas Microsoft som återköpte egna aktier till ett värde av 6.1 billioner dollar och Johnson och Johnson som återköpte för 6.5 billioner dollar.¹⁵

4.2 Det svenska reformarbetet

De svenska reglerna rörande förvärv av egna aktier var, som ovan framgått, i slutet på 1990-talet mycket mer restriktiva än de som gällde i de flesta andra länder. Inspirerade av utländska förhållanden samt EG:s andra bolagsdirektiv infördes i ABL en möjlighet till förvärv av egna aktier i svenska aktiebolag i mars 2000.¹⁶ ABL tillåter numera vissa typer av svenska aktiebolag att förvärva egna aktier under vissa förutsättningar.

4.2.1 EG:s andra bolagsdirektiv 77/91/EEG

År 1976 utfärdades EG:s andra bolagsdirektiv, det s.k. Kapitaldirektivet, vilket gav medlemsstaterna regler rörande förvärv av egna aktier att anpassa sig till. Direktivet öppnar upp för förvärv av egna aktier och skall tillämpas på den bolagsform som vi i Sverige kallar publika AB (motsvarar exempelvis AG i Tyskland).¹⁷ Bestämmelserna som rör förvärv av egna aktier återfinns i artikel 19-24. Artikel 19 stadgar som utgångspunkt att det är upp till medlemsstaterna om de vill tillåta förvärv av egna aktier eller inte men om de bestämmer sig för att göra det måste ett antal villkor minst gälla. Reglerna är utformade som minimiregler, varför medlemsländerna själva kan välja att ha en strängare lagstiftning.

I artikel 19, som är den centrala bestämmelsen vad gäller de krav som uppställs för ett aktiebolags förvärv av egna aktier, stadgas bl.a. att: tillstånd för förvärvet skall lämnas av bolagsstämman och vilken också skall ange de närmare förutsättningarna för detta. Tillståndet från bolagsstämman till förvärv av egna aktier får gälla i maximalt 18 månader och det nominella värdet av det totala antalet aktier som bolaget innehar inte får överstiga tio

¹⁴ Rule 10b-18

¹⁵ Brealy m.fl., *"Corporate finance"*, s 415

¹⁶ Rhode/Skog, *"Aktiebolagsrätt"*, s 101

procent av aktiekapitalet -en reglering som, som ovan nämnts, är hämtad från den tyska regleringen vilken i sin tur inspirerats av danska regler. Vidare får förvärvet inte medföra att värdet av bolagets nettotillgångar understiger det tecknade kapitalet och de reserver som enligt lag eller bolagsordning inte får delas ut. Förvärvet får inte heller ske med aktier som ännu inte är fullt betalda. Medlemsstaternas lagstiftningar får enligt artikel 19 i två fall medge undantag från bestämmelsen om att stämman måste besluta om förvärvet. Det ena är då det är nödvändigt att förvärvet sker för att avvärja en svår och omedelbart förestående skada för bolaget och det andra är då förvärvet sker i syfte att sprida aktierna på bolagets anställda.¹⁸

Kapitaldirektivet ställer inte upp någon yttersta gräns i fråga om den tid som bolaget får inneha aktierna om de förvärvas i enlighet med artikel 19. Däremot om de förvärvas med stöd av någon undantagsbestämmelse i artikel 20 måste den nationella lagstiftningen innehålla krav på avyttring av aktierna inom viss tid, som längst tre år från förvärvet, samt om detta inte iakttas av bolaget måste den nationella lagstiftningen föreskriva att aktierna blir ogiltiga. Artikel 20 stadgar att en medlemsstat inte behöver tillämpa artikel 19 i vissa fall t.ex. då egna aktier förvärvas som ett led i en allmän förmögenhetsöverföring eller helt betalda aktier förvärvas utan vederlag för bank och andra finansinstitut. Om ett bolag i strid med direktivets bestämmelser förvärvar egna aktier och innehar dem mer än ett år gäller enligt artikel 21 samma sanktion som enligt artikel 20, d.v.s. aktierna blir ogiltiga. I artikel 22 fastläs bl.a. att innehav av egna aktier inte berättigar till rösträtt för aktierna och i artikel 23 kan vi se den bestämmelse som härrör från den brittiska aktiebolagslagen, se ovan, nämligen ett förbud för aktiebolag att ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet i syfte att tredje man skall förvärva aktier i bolaget. Artikel 24 är den sista som rör förvärv av egna aktier och denna bestämmelse likställer mottagandet av egna aktier som pant med förvärv av egna aktier och följaktligen skall bestämmelserna ovan tillämpas också på dessa situationer.¹⁹

4.2.2 Motiv till lagändringen

Aktiebolagskommittén (nedan kallad kommittén), som tillsattes den 21 juni 1990 med uppgift att se över den svenska aktiebolagslagen, överlämnade i mars 1997 sitt delbetänkande Aktiebolagets kapital. I detta betänkande lämnades bl.a. förslag till ändringar i reglerna om förvärv av egna aktier. Kommittén ansåg förbudet mot förvärv av egna aktier vara föråldrat. I ljuset av näringslivets och de finansiella marknadernas snabba förändring samt anpassningen

¹⁷ Direktiv 77/91/EEG inledning och artikel 1

¹⁸ Skog, "Juridisk Tidskrift nr 3 95/96", s 751-752

¹⁹ Skog, "Juridisk Tidskrift nr 3 95/96", s 753

till EG-rätten behövdes en förändring. Kommittén framhöll att en ändring av reglerna skulle vara till gagn för svenskt näringsliv och inte enbart en anpassning till internationella förhållanden.²⁰ Andersson kritiserar kommittén och menar att det var främst en anpassning till internationella förhållanden som föranledde dess förslag och han anser att lagstiftaren borde ha varit ärlig nog att låta detta framgå mer tydligt.²¹

Förbudet mot förvärv av egna aktier var redan vid tidpunkten för kommitténs arbete förenat med tre undantag. Det första stadgar att det är tillåtet för ett aktiebolag att förvärva egna aktier som ingår i en affärsrörelse som bolaget övertar, det andra att domstol i vissa fall kan ålägga ett aktiebolag att lösa in aktier av en förfördelad aktieägare och det tredje, slutligen, att aktiebolag på auktion kan ropa in aktier som utmätts för bolagets fordran. Kommittén föreslog att undantagen skulle utökas med ett ytterligare, fjärde undantag, nämligen att förvärv av egna aktier utan vederlag skulle tillåtas.²²

Kommittén anförde ett antal argument för att man i Sverige borde tillåta aktiebolag att förvärva egna aktier och några av dem kommer att redogöras för här. Kommittén ansåg att ett slopat förbud mot förvärv av egna aktier skulle kunna *förbättra företagets förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna*. Om ägarna till bolaget kan använda medlen på ett sätt som ger högre avkastning kan detta bidra till ett mer effektivt utnyttjande av företagets och näringslivets resurser. Detta kan också ske genom utdelning men kommittén framhåller att flera skäl talar för att i stället välja återköpsmöjligheten. Som skäl för att använda sig av återköpsmöjligheten hellre än utdelning anför kommittén att återköpsmöjligheten ger en annan *signal till ägarna och aktiemarknaden* än utdelning, att återköp kan erbjuda *en bättre anpassning till aktieägarnas preferenser* än vad utdelning gör samt att återköp *kan göras när som helst under året* och inte enbart i samband med stämman. Vissa av de argument som framförts i andra länder vad gäller förvärv av egna aktier väljer kommittén att ta avstånd från, bl.a. att *företagen genom återköp skulle kunna påverka sin egen aktiekurs*. Kommittén anser att argumentet baseras på en felaktig uppfattning om rollfördelning mellan företag och aktiemarknad och företaget och dess lednings syn på aktiernas värde skall förmedlas till aktiemarknaden genom information och inte genom åtgärder som innebär att företaget själva styr utbud och efterfrågan på aktien. Ett annat argument som kommittén väljer att ta avstånd från, och snarare finner vara ett argument emot en uppmjukning av förbudet mot förvärv av egna aktier, är det att företag genom

²⁰ SOU 1997:22, s 247

²¹ Andersson, "Kapitalskyddet i aktiebolag", s 92

²² Skog, "Balans 12/99", s 17-18

möjlighet till återköp av egna aktier *skulle kunna avvärja oönskade uppköp eller kontrollägarskiften* i företaget. Kommittén framhåller vikten av den kontrollfunktion som företagsuppköp och kontrollägarskiften fyller och att aktiebolagslagen därför bör utformas på ett sådant sätt att den inte försvårar denna övervakning.²³

Svenskt näringsliv var vid denna tidpunkt mycket angelägna om att få den möjlighet till återköp av egna aktier som de flesta andra länder, av dem som de brukar jämföra sig med, fått. Kommittén uttrycker sin förståelse för önskemålen och framhåller vidare att det framstår som en nackdel i den internationella konkurrensen att svenska bolag inte har möjlighet till en mer effektiv användning av bolagets resurser samt saknar det betalningsmedel som egna aktier kan utgöra vid förvärv av företag och annan egendom. Vad gäller publika aktiebolag framhåller kommittén vidare att en svensk reglering måste stå i överensstämmelse med EG:s andra bolagsdirektiv, se 3.2.1., men att de begränsningar som finns där inte är tillräckliga. Förutom regeln som säger att återköp endast får ske inom ramen för det fria egna kapitalet, anser man, bör gälla att återköpet inte får strida mot den allmänna försiktighetsprincip som gäller för vinstutdelning.²⁴ Den regel man syftar på är ABL 12:2 2:a stycket 1:a meningen som säger att: *”Vinstutdelning får inte ske med så stort belopp att utdelningen med hänsyn till bolagets eller koncernens konsolideringsbehov, likviditet eller ställning i övrigt står i strid mot god affärssed.”*

Kommittén framhåller vidare att man anser det vara naturligt att beslut om förvärv och avyttringar av egna aktier följer i stort sett den beslutsprocess som gäller vid minskning och ökning av aktiekapitalet varför beslut om förvärv av egna aktier bl.a. bör fattas med kvalificerad stämmomajoritet. En risk med att tillåta förvärv av egna aktier är s.k. ”green-mail” situationer där ett offentligt bolag i en utpressningsliknande situation tvingas att återköpa sina egna aktier av en ägare som hotar med att ta kontrollen över bolaget. För att undvika denna situation föreslår kommittén att förvärv av egna aktier skall kunna ske endast efter ett erbjudande till samtliga ägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag eller genom köp på börs eller auktoriserad marknadsplats. De regler som i korthet redogjorts för ovan är de regler som kommittén anser i allt väsentligt skulle tillgodose de bolagsrättsliga skyddsintressena vid förvärv och försäljning av egna aktier. Däremot framhåller man att dessa regler inte utgör ett effektivt hinder mot att företagen själva missbrukar möjligheten till förvärv och försäljning av egna aktier på ett sätt som skulle kunna innebära att de manipulerar med sin egen aktiekurs på ett sätt som leder till att allmänheten förlorar sitt förtroende för

²³ SOU 1997:22, s 247-251

²⁴ SOU 1997:22, s 247-251

aktiemarknaden. Kommittén anser därför att en reglering i ABL som medför att bolag skall ha rätt till att köpa och sälja sina egna aktier endast bör införas om man samtidigt inför en reglering i värdepappers- och börslagstiftningen som innebär att risken för otillbörlig kurspåverkan minimeras.²⁵

Kommittén framhåller att det redan finns bestämmelser både i insiderlagstiftningen samt i Lagen om handel med finansiella instrument, LHF, men att dessa bestämmelser inte är tillräckliga. Man anser att nya särskilda bestämmelser bör införas på börs- och värdepappersområdet liknande de som finns i USA och Storbritannien. Reglerna bör bl.a. innebära att ett bolags förvärv och försäljning av egna aktier under en viss tidsperiod får motsvara maximalt en högsta andel av den dagliga köp- och försäljningsvolymen under en viss föregående tidsperiod. Att förvärv och försäljning av egna aktier på marknaden får ske endast till en redan etablerad kurs samt att förvärv och försäljning av egna aktier skall vara tidsmässigt åtskilda d.v.s. att en viss tid måste förflyta mellan förvärv och försäljning. Kommittén föreslår inte hur dessa regler närmare bör utformas då dess uppdrag är knutet till den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen men framhåller att det bör infinna sig en regel i Lagen om börs- och clearingverksamhet, LBC, som ger regeringen eller efter regeringens bemyndigande finansinspektionen rätt att meddela närmare föreskrifter angående de regler som börs- eller auktoriserad marknadsplats skall ha avseende aktiebolags handel med egna aktier. För att få en god genomlysning av marknaden föreskriver kommittén vidare att det i LHF tas in en bestämmelse som reglerar att förvärv och försäljning av egna aktier skall anmälas till en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats där aktierna är noterade och offentliggöras i den omfattning som föreskrivs, lämpligen inom den tid som gäller för efteranmälda avslut och innehållande det pris som betalats per aktie eller det högsta och lägsta pris som betalats per aktie.²⁶

I slutet på avsnittet om förvärv av egna aktier framhåller kommittén att vad gäller privata aktiebolag så anser man att endast stämman med kvalificerad majoritet skall kunna fatta beslut om förvärv av egna aktier. Ett starkt skäl till varför förvärv av egna aktier i privata aktiebolag bör tillåtas är enligt kommittén att det underlättar ägarskiften och den begränsning till max tio procent av totala antalet aktier som enligt EG:s andra bolagsdirektiv gäller för publika bolag bör inte gälla för de privata.²⁷

²⁵ SOU 1997:22, s 251-252

²⁶ SOU 1997:22, s 253

²⁷ SOU 1997:22, s 253

4.3 Regleringens utformning

I prop. 1999/2000:34, som följde på Aktiebolagskommitténs utredning, tog regeringen inte upp frågan om privata aktiebolags rätt att förvärva egna aktier eftersom den frågan sammanfaller med skatterättsliga frågor av fåmansföretagskaraktär. Däremot ansåg regeringen att publika aktiebolag som har sina aktier registrerade vid börs eller annan reglerad marknad, s.k. ”aktiemarknadsbolag”, borde ges rätt att förvärva egna aktier. Anledningen till denna ytterligare begränsning är, enligt regeringen, att även många publika bolag omfattas av de särskilda skatteregler som gäller fåmansföretag.²⁸ De motiv som regeringen anförde till varför man borde tillåta att noterade bolag förvärvar egna aktier var i mångt och mycket en upprepning av de motiv som anfördes av kommittén varför jag inte närmare går in på regeringens motiv.

De nya reglerna om förvärv av egna aktier trädde ikraft i mars 2000²⁹. Den 1 januari i år trädde den nya aktiebolagslagen³⁰ ikraft vilken innehåller en hel del stora förändringar, både redaktionellt och innehållsmässigt. Regleringen kring förvärv av egna aktier har dock behållits nästintill oförändrad men har flyttats från sjunde till nittonde kapitlet, nedan följer en redogörelse för innehållet i denna reglering.

4.3.1 Förbudet mot förvärv av egna aktier

Aktiebolagslagens utgångspunkt är fortfarande att ett aktiebolag inte får förvärva egna aktier och avtal som strider mot detta är ogiltigt (19 kap. 4 §). För att förhindra att lagens syfte kringgås gäller detsamma för någon som handlar i eget namn men för bolagets räkning.³¹ Syftet upprätthålls också genom att ett dotterföretag inte får, utom i vissa undantagsfall, förvärva aktier i moderbolaget (19 kap. 7 och 9 §§). Om ett bolag blir moderbolag och dotterbolaget innehar aktier i modern skall dessa avyttras så snart detta kan ske utan förlust men senast tre år efter det att koncernförhållandet uppstod.³²

Förbudet mot förvärv av egna aktier ingår i aktiebolagslagens regler till skydd för bolagets bundna egna kapital. Skulle ett aktiebolag när som helst kunna köpa tillbaka sina egna aktier skulle lagens regler om utbetalning till aktieägarna och när sådana får ske enkelt kunna undvikas. Andra motiv till varför ett aktiebolag ej skall ha rätt att köpa tillbaka egna

²⁸ Prop. 1999/2000:34

²⁹ ABL (1975:1385) 7 kap.

³⁰ ABL (2005:551)

³¹ 19 kap. 4 § ABL (2005:551)

³² 19 kap. 7 och 9 §§ ABL (2005:551)

aktier är som ovan framgått bl.a. risk för spekulationsköp i den egna aktien, likabehandling av aktieägarna och s.k. ”green-mailing” situationer.³³

4.3.2 De allmänna undantagen

De tre undantag från förbudet mot förvärv av egna aktier som funnits sedan finns också i den nya lagen (19 kap. 5 §). Undantagen, som gäller för både privata och publika aktiebolag, är följande: (1) Ett aktiebolag får förvärva egna aktier som ingår i en affärsrörelse som bolaget övertar under förutsättning att aktier endast representerar en mindre andel av bolagets aktiekapital. (2) Ett aktiebolag får lösa in egna aktier istället för att tvångslikvidera bolaget i fall av majoritetsmissbruk. (3) Ett aktiebolag får på auktion ropa in egna aktier som har utmätts för bolagets fordran. Vid utformandet av den förra ABL lade man till ett ytterligare undantag nämligen (4) att ett aktiebolag får förvärva egna aktier för vilka ersättning inte skall betalas t.ex. genom gåva. Om ett aktiebolag förvärvar egna aktier enligt någon av de nämnda undantagspunkterna och inte har dragits in genom en minskning av aktiekapitalet skall aktierna avyttras så snart detta kan ske men som längst tre år efter förvärvet (19 kap. 7 §). Om aktierna inte avyttras inom denna tid skall de av bolaget förklaras ogiltiga och bolaget skall då minska aktiekapitalet med aktiernas andel därav.³⁴ Ett noterat publikt aktiebolag behöver, enligt 19 kap 30 §, inte avyttra egna aktier som förvärvats i enlighet med de allmänna undantagen i 19 kap. 5 § om bolaget skulle ha haft rätt att behålla aktierna om de förvärvats i den ordning som gäller för noterade publika aktiebolags förvärv av egna aktier, se p.4.3.3.³⁵

4.3.3 De särskilda undantagen för vissa publika bolag

Då riksdagen antog prop. 1999/2000:34 fick Sverige nya, mer liberala bestämmelser om förvärv av egna aktier. Bestämmelserna gäller enligt 19 kap. 13 § enbart för noterade publika aktiebolag, lite slarvigt även kallade för börsbolag, och ett sådant bolag får enligt lagtexten, utöver de undantag från förbudet mot förvärv av egna aktier som gäller för alla aktiebolag, förvärva egna aktier enligt bestämmelserna 14 och 15 §§ i samma kapitel som ovan . Ett beslut om förvärv av egna aktier i fall som avses i 19 kap. 13 § skall fattas av bolagsstämman eller av styrelsen på bemyndigande av stämman och beslutet alternativt bemyndigandet är giltigt endast om det har biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna

³³ Svensson Bo m.fl., *”Nya aktiebolagslagen”*, s 175

³⁴ 19 kap. 6 § ABL (2005:551)

³⁵ Svensson Bo m.fl., *”Nya aktiebolagslagen”*, s 177

rösterna som de aktier som är företrädda vid stämman.³⁶ Återköp av egna aktier har likheter med nedsättning av aktiekapitalet för utdelning till aktieägarna vilket är en av anledningarna till varför man valt att placera beslutsrätten hos aktieägarna på stämman. En ytterligare anledning till bestämmelsen är EU:s andra bolagsdirektiv som i sin 19 artikel stadgar att stämman skall lämna tillstånd till förvärv av egna aktier, se under p. 3.2.1. Att stämman också kan bemyndiga styrelsen att fatta beslut om förvärv av egna aktier i bolaget enligt 19 kap. 17 § beror på att man med denna ordning åstadkommer en större flexibilitet då styrelsen genom det arbete som de bedriver har god insyn i bolagets förhållanden. Styrelsen har också vid varje tidpunkt möjlighet att ta hänsyn till olika omständigheter som tillsammans avgör om ett förvärv av egna aktier är fördelaktigt för bolaget eller ej, denna möjlighet har inte stämman då de inte har tillgång till samma omedelbara information som styrelsen har. Stämman har inte heller samma möjligheter som styrelsen vad gäller att fortlöpande kontrollera om förutsättningarna för framtida inplanerade förvärv av egna aktier fortfarande består således innebär möjligheten för styrelsen att fatta beslut på bemyndigande från stämman en fördelaktig situation för bolaget och aktieägarna.³⁷

Ett förvärv av egna aktier i enlighet med undantaget i 19 kap. 13 § får ske endast: *På en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, på en börs eller någon annan reglerad marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet efter tillstånd av Finansinspektionen eller i enlighet med ett förvärvserbjudande som har riktats till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag* (min kursivering). Finansinspektionen skall lämna tillstånd till ett förvärv utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet om det för verksamheten vid den aktuella börsen eller marknadsplatsen finns regler som motsvarar vad som gäller för svensk börs eller marknad enligt Lagen om Börs- och clearingverksamhet samt om börsen eller marknaden står under tillsyn av en myndighet eller annat behörigt organ.³⁸

Gränsen för ett bolags förvärv av egna aktier på börs eller marknadsplats alternativt genom ett förvärvserbjudande riktat till samtliga aktieägare eller ägare till aktier av samma slag sätts i 19 kap. 15 § vid en tiondel, d.v.s. att ett noterat bolag får förvärva egna aktier i den mån bolagets innehav efter förvärvet inte uppgår till mer än en tiondel av samtliga aktier i bolaget. Vid beräkningen skall de aktier som ett dotterföretag innehar anses tillhöra

³⁶ 19 kap. 13,17 och 18 §§ ABL (2005:551)

³⁷ Andersson, "Kapitalskyddet i aktiebolag", s 101

³⁸ 19 kap. 14 § 1'a st. ABL (2005:551)

bolaget.³⁹ Ett förvärv som skett i strid med någon av de bestämmelser i ABL som nyss nämnts, d.v.s. om förvärvet inte sker på auktoriserad marknadsplats eller enligt förvärvserbjudande samt om förvärvet överstiger tio procent av det totala antalet aktier i bolaget skall de förvärvade aktierna, enligt 19 kap. 16 §, avyttras inom sex månader från förvärvet. Det stadgas vidare att förvärvade aktier också skall avyttras i den mån förvärvet strider mot bestämmelserna i 17 kap. 3 respektive 4 §§ i ABL.⁴⁰

17 kap. 3 § talar om att en värdeöverföring endast får äga rum om det efter denna finns täckning för bolagets bundna egna kapital och beräkning skall grunda sig på den senast fastställda balansräkningen med beaktande av ändringar i bolagets bundna egna kapital som skett efter balansdagen. I bestämmelsens andra stycke som brukar kallas för den allmänna försiktighetsregeln anges vidare att även om det ej finns hinder för överföringen enligt första stycket, d.v.s. att det finns täckning för det bundna egna kapitalet efter överföringen, får bolaget genomföra värdeöverföringen 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. Är bolaget ett moderbolag skall hänsyn tas även till de krav som koncernverksamheten ställer i enlighet med ovan. En värdeöverföring i form av förvärv av egna aktier kan alltså inte användas för mer omfattande utbetalningar till aktieägarna än vad som är möjligt enligt reglerna för en vanlig vinstutdelning.⁴¹

I 17 kap. 4 § anges att under tiden från och med den årsstämma där resultaträkningen och balansräkningen för ett räkenskapsår har fastställts fram till nästa årsstämma får värdeöverföringar ske med ett belopp som sammanlagt uppgår till högst det belopp som vid den första årsstämman var tillgängligt för värdeöverföringar enligt 3 § första stycket och vid beräkningen skall ändringar i det bundna egna kapitalet som skett efter senaste årsstämma beaktas. En efterutdelning på extra stämma baserad på senaste årsstämma får alltså göras under förutsättning att det efter värdeöverföringen finns täckning för bolagets bundna egna kapital som det storleksmässigt såg ut vid den första årsstämman. Detta lagrum är en nyhet i ABL och innebär vad gäller förvärv av egna aktier att beslut om sådant kan fattas inte bara på årsstämman utan också på en extrastämma och beslutet är giltigt under förutsättning att bolagets bundna egna kapital, som det såg ut vid den första årsstämman, är täckt samt självklart att också de andra bestämmelserna om förvärv av egna aktier är iakttagna.

³⁹ 19 kap. 15 § ABL (2005:551)

⁴⁰ 19 kap. 16 § 1'a men. ABL (2005:551)

⁴¹ Svensson Bo m.fl., *"Nya aktiebolagslagen"*, s 179

Om ett förvärv av egna aktier har skett i strid med någon av de bestämmelser som ovan redogjorts för, till exempel om förvärvet har skett på en börs men resulterat i att bolaget innehar mer än en tiondel av samtliga aktier i bolaget eller att det efter förvärvet inte finns täckning för bolagets bundna egna kapital, skall de förvärvade aktierna alltså avyttras inom sex månader från förvärvet.⁴² Ett otillåtet förvärv är alltså inte per automatik också ogiltigt utan rätten till aktien övergår alltså normalt sett på bolaget som dock är skyldigt att avyttra samtliga aktier som ingår i det otillåtna förvärvet. Vad gäller förvärv som står i strid med ABL 19 kap. 14 eller 15 §§ träffar avyttringsskyldigheten endast de aktier som bolaget inte skulle ha kunnat förvärva.⁴³ Exempelvis: Om ett publikt aktiebolag gett ut tiotusen aktier och förvärvar ettusentvåhundra av de aktierna har de gjort ett förvärv som innebär en överträdelse av tioprocentsregeln i ABL 19 kap. 15 §. Bolaget behöver då endast avyttra de överskjutande tvåhundra aktierna och alltså inte hela förvärvet. Har bolaget däremot förvärvat egna aktier i strid med 17 kap. 3 eller 4 §§ får bolaget behålla egna aktier i den mån det efter värdeöverföringen fortfarande finns full täckning för bolagets bundna egna kapital samt att värdeöverföringen framstår som försvarlig bl.a. med hänsyn till verksamhetens art, bolagets konsolideringsbehov och ställning i övrigt vilket normalt sett utgör en snävare gräns än täckningen för det bundna egna kapitalet.⁴⁴

Aktier som av bolaget inte avyttras inom den sexmånadsperiod som lagen uppställer skall av bolaget ogiltigförklaras och bolaget skall vidare minska aktiekapitalet med de ogiltiga aktiernas andel därav. Förslag till beslut om minskning skall läggas fram på den första bolagsstämman som hålls efter det att ogiltighet har inträtt och minskningsbeloppet skall, efter det att beslut har tagits, föras över till reservfonden.⁴⁵ Ogiltighetsförklaringen kan ske genom att styrelsen i ett särskilt beslut pekar ut vissa av bolaget innehavda aktier med förklaring om att aktierna inte längre är giltiga och det ankommer på styrelsen att se till att de ogiltiga aktierna stryks i aktieboken. Anledningen till att bolaget ålagts att efter ogiltighetsförklaringen sätta ned aktiekapitalet med ett belopp som representerar en viss kvot av aktiekapitalet är att de ogiltiga egna aktierna medför att det inte längre finns giltiga aktier i en omfattning som svarar mot aktiekapitalets storlek.⁴⁶

4.3.4 Andra bestämmelser i ABL

⁴² 19 kap. 16 § 1'a men. ABL (2005:551)

⁴³ Samuelsson, "KARNOV Plus", 19:16

⁴⁴ Andersson, "Kapitalskyddet i aktiebolag", s 100-101

⁴⁵ 19 kap. 16 § 2'a och 3'e men. ABL (2005:551)

⁴⁶ Samuelsson, "KARNOV Plus", 19:16

Slutligen skall också nämnas att det i Aktiebolagslagen finns några fler bestämmelser som rör egna aktier. Reglerna handlar om vilka rättigheter som följer med de egna aktier som ett bolag innehar. I 4 kap. 44 och 45 §§ anges att egna aktier varken berättigar till del i bolagets vinst eller till utbetalningar i samband med minskning av aktiekapitalet eller reservfonden. Vidare anges att egna aktier skall räknas bort vid tillämpningen av bestämmelser i aktiebolagslagen eller bolagsordningen som förutsätter att det för giltigt beslut eller utövande av befogenhet krävs att någon eller några innehar en viss andel av aktierna eller rösterna i bolaget. Enligt 7 kap. 7 § gäller också att en aktie som innehas av bolaget självt eller av dess dotterföretag inte kan företrädas vid stämman.⁴⁷

4.3.6 Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

I enlighet med aktiebolagskommitténs förslag framhöll man i prop. 1999/2000:34 vikten av att det infördes en bestämmelse som innebar en skyldighet för aktiemarknadsbolag som förvärvar eller överlåter egna aktier att anmäla förvärvet eller överlåtelsen till den börs eller marknadsplats där bolagets aktier är noterade. I LHF infördes under kapitlet om offentliggörande av aktieinnehav en bestämmelse som ändrades senast i somras i anledning av EG:s marknadsmissbruksdirektiv och är utformad enligt följande: *”Ett svenskt aktiebolag som förvärvar egna aktier skall anmäla förvärvet eller överlåtelsen till svensk börs eller auktoriserad marknadsplats där aktierna är noterade. Om handeln sker i återköpsprogram enligt förordningen (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument, skall anmälan istället göras till Finansinspektion. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela föreskrifter om i vilken omfattning och på vilket sätt uppgifter om förvärvet eller överlåtelsen skall offentliggöras samt om hur skyldigheten att anmäla förvärv och överlåtelser till Finansinspektionen skall fullgöras.”*⁴⁸

4.3.7 Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

Lagen innehåller bl.a. bestämmelser som syftar till att motverka riskerna för otillbörlig kurspåverkan. I lagrummen 4:2 och 7:2 stadgas att det åligger börser och organiserade marknadsplatser att ha ändamålsenliga regler för hur handel skall gå till samt att övervaka både handeln och kursbildningen vid den egna marknadsplatsen så att de båda sker i

⁴⁷ Svensson Bo m.fl., *”Nya aktiebolagslagen”*, s 40

⁴⁸ Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, 4:6

överensstämmelse med författning och god sed på värdepappersmarknaden. Finansinspektionen har rätt att efter begäran få åtkomst till börsens eller marknadsplatsens terminaler för övervakning av handeln och kursbildningen och vidare har regeringen eller finansinspektionen, efter bemyndigande, rätt att meddela föreskrifter om övervakningen av ovan nämnda.⁴⁹

I och med att prop. 1999/2000:34 antogs utvidgade man det område på vilket regeringen eller efter bemyndigande Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om till att också omfatta: *”handelsregler för en börs i fråga om aktiebolags förvärv och överlåtelse av egna aktier vid börsen.”*⁵⁰

4.4 Kompletterande regler

Att tillåta bolag förvärva och sälja egna aktier innebär att lagstiftaren tar vissa risker och internationella erfarenheter visar också att företag gärna förvärvar egna aktier i syfte att påverka aktiekursens utveckling. På vissa håll i världen anses denna typ av kurspåverkan inte vara något negativt utan snarare ett sätt för företagen att utöva s.k. ”kursvård” men i Sverige har man tagit, se 3.2.2, avstånd från detta argument.⁵¹ För att söka minimera risken med att bolagen manipulerar med sin egen aktiekurs genom återköp och försäljning av egna aktier har man i Sverige infört en flexibel metod med ramlagar samt självreglering på börs- och värdepappersområdet. För att förstå hur de olika reglerna samverkar kommer jag kort att redogöra för lagstiftningstekniken på detta område.

Reglerna utgår från två lagar nämligen Lagen om handel med finansiella instrument, LHF, och Lagen om börs- och clearingverksamhet, LBC. Dessa båda lagar är utformade som ramlagar vilka fylls ut genom förordningar där regeringen utnyttjar sin möjlighet att delegera vidare genom att bemyndiga Finansinspektionen att meddela föreskrifter på området. ”Under” Finansinspektionens föreskrifter hittar vi de respektive marknadsplatsernas reglering i form av noteringskrav och noteringsavtal, vilka är utformade som standardavtal och gäller för alla bolag som går in på den marknaden. Slutligen finner vi på detta område självreglering i form av bl.a. NBK:s, Näringslivets Börskommittés, regler

⁴⁹ Prop. 1999/2000:34, s 75

⁵⁰ Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, 4:2 p.2

⁵¹ Skog, ”Juridisk Tidskrift nr 3 95/96”, s 778

som är utformade som rekommendationer samt AMN:s, Aktiemarknadsnämndens, besked och uttalanden om regeltolkningar samt god sed för börsföretag.⁵²

4.4.1 Finansinspektionens föreskrifter

Vad gäller bolags förvärv av egna aktier har finansinspektionen genom att regeringen utnyttjat sin möjlighet till delegering i LHF 4:6 blivit ålagda att meddela närmare föreskrifter om offentliggörande av uppgifter om förvärv eller överlåtelse av egna aktier.⁵³ Detta har man gjort genom FFFS 2000:1, FFFS 2001:4 och nu senast FFFS 2005:6 som trädde ikraft 1 juli 2005. De nu gällande föreskrifterna handlar om det sätt på vilket ett bolag som förvärvat eller överlåtit egna aktier skall offentliggöra händelsen. Föreskrifterna är anpassade till förordning nr 2273/2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG, det s.k. ”marknadsmisbruksdirektivet”, och stadgar att: *”En anmälan om förvärv eller överlåtelse av egna aktier skall ha kommit in till Finansinspektionen senast fem arbetsdagar efter det att avtal ingåtts om förvärv eller överlåtelse av aktier i aktiebolaget.”*⁵⁴ En sådan anmälan skall enligt 3 § innehålla uppgifter om bl.a. transaktionsdatumet, hur många aktier som förvärvats, vilket pris som betalats, hur många egna aktier bolaget för tillfället innehar och det totala antalet aktier i bolaget samt syftet med det återköpsprogram som transaktionen tillhör. Inspektionen anger i 4 § vad som avses med adekvat offentliggörande och hänvisar till förordning 2273/2003 artikel 2.5 samt vidare att offentliggörande genom aktiebolagets eller den börs respektive auktoriserade marknadsplatsens webbplats där aktierna är noterade också är adekvat offentliggörande.⁵⁵ Artikel 2.5 i förordningen hänvisar i sin tur tillbaka till noteringsdirektivet som anger att informationen skall offentliggöras i en eller flera dagstidningar med spridning i hela eller stora delar av den medlemsstat som berörs eller i skriftlig form på de platser som anges i meddelanden i en eller flera dagstidningar med spridning i hela eller stora delar av landet. Offentliggörande kan också ske på annat likvärdigt sätt som har godkänts av de behöriga myndigheterna.⁵⁶ I Sverige har Finansinspektionen ansett offentliggörande genom vissa webbplatser, se ovan, vara ”annat likvärdigt sätt”.

⁵² Föreläsning 15/11-2005 av Rolf Skog

⁵³ Förordning om handel och tjänster på värdepappersmarknaden (1991:1007), 2:4 ”skall”

⁵⁴ FFFS 2005:6, 2 §

⁵⁵ FFFS 2005:6, 3-4 §§

⁵⁶ Direktiv 2001/34/EG, artikel 102.1

4.4.2 Stockholmsbörsens noteringsavtal

Lagen om börs- och clearingverksamhet innehåller regler om hur verksamhet på börs och organiserad marknadsplats skall bedrivas och i lagen åläggs även de börser och handelsplatser som omfattas av dess tillämpningsområde att uppställa egna handelsregler.⁵⁷ I Stockholmsbörsens noteringsavtal kan man hitta sådana handelsregler och i p. 29-33 i bilaga 1 till noteringsavtalet regleras köp och försäljning av egna aktier. Reglerna om köp och försäljning av egna aktier, det maximala antalet aktier som får köpas eller säljas under en dag samt priset de får förvärvas eller säljas till överensstämmer med det som gäller enligt förordning 2273/2003, se nedan, och finns i p. 29-31.

I p. 32 i noteringsavtalets bilaga 1 anges att bolaget skall anmäla till börsen samtliga förvärv och överlåtelser som ägt rum avseende egna aktier så snart det kan ske och senast 30 minuter före börsens öppnande den börsdag som följer närmast efter transaktionen. En sådan anmälan skall innehålla: *”uppgifter om antalet aktier, fördelat på olika slag, som omfattas av köpet eller försäljningen, det pris – eller i förekommande fall det högsta eller lägsta pris – som betalats eller erhållits per aktie samt det aktuella innehavet av egna aktier och det totala antalet aktier i bolaget”*. I och med denna bestämmelse har Stockholmsbörsen fyllt ut 4:6 i LHF där det framgår att bolags förvärv eller överlåtelse av egna aktier skall anmälas till börsen. Vad gäller de återköp som sker i återköpsprogram skall de som tidigare sagts anmälas till Finansinspektionen enligt FFFS 2005:6 men börsen anger att de också skall rapporteras till dem för att informationen om återköp skall bli så fullständig som möjligt. Anmälningarna offentliggörs sedan på Stockholmsbörsens hemsida.⁵⁸

4.4.3 Näringslivets börskommitté

Näringslivets börskommitté, NBK, bilades 1968 av Stockholms handelskammare och Sveriges Industriförbund. Kommitténs uppgift består i att verka för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut regler i form av rekommendationer och är en viktig del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden.⁵⁹ NBK hade tidigare en rekommendation om köp och försäljning av egna aktier, denna upphörde dock att gälla vid utgången av juni 2005. Anledningen till detta var att rekommendationen, i något reviderad form, från och med den 1 juli 2005 kom att ingå i Stockholmsbörsens nya noteringsavtal, se 3.4.3., NBK:s regler blev därmed överflödiga. Redan innan denna ändring hade NBK:s rekommendation om köp

⁵⁷ Prop. 1999/2000:34, s 59-60

⁵⁸ Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext från 2005, p. 32

⁵⁹ www.naringslivetsborskommitte.se

och försäljning av egna aktier, liksom de flesta av kommitténs andra regler, varit en del av Stockholmsbörsens noteringsavtal då man tagit in dem som en del av detta avtal genom hänvisning i bilaga 2.⁶⁰

När NBK:s regler om förvärv av egna aktier upphörde att gälla infördes alltså en stor del av reglerna i Stockholmsbörsens noteringsavtal, det som fördes in rör förvärv av egna aktier över börs eller annan auktoriserad marknadsplats och det är också detta som marknadsmissbruksdirektivet, se nedan 4.1.1., behandlar. Avdelning II i de upphävda NBK-reglerna handlade om den andra formen för förvärv av egna aktier som ABL tillåter, nämligen förvärv av egna aktier genom förvärvserbjudande riktat till samtliga aktieägare eller till samtliga aktieägare av ett visst slag. Denna form av förvärv av egna aktier regleras inte i marknadsmissbruksdirektivet och numer alltså inte heller i NBK:s regler vilket innebär att Sverige i princip nu står utan reglering för denna typ av förvärv på börsrättens område. Självklart är att förvärvet skall offentliggöras och anmälas till den börs där bolagets aktier är noterade i enlighet med Finansinspektionens föreskrifter och Stockholmsbörsens noteringsavtal men förutom detta finns ingen reglering. Enligt de upphörda NBK-reglerna gällde bl.a. att erbjudandet om att förvärva egna aktier på detta sätt omedelbart skulle offentliggöras samt att prospekt skulle upprättas.⁶¹

5 Ny reglering

5.1 EG-rätt

En väl fungerande inre marknad för finansiella tjänster är avgörande för en god ekonomisk tillväxt och skapande av arbetstillfällen inom gemenskapen. För att finansmarknaden skall fungera bättre krävs marknadsintegritet och med anledning av detta har nyligen utarbetats ett nytt direktiv och genomförandeåtgärder kopplade till detta direktiv.⁶²

5.1.1 Marknadsmissbruksdirektivet 2003/6/EG

Direktivet ersätter det gamla insiderdirektivet från 1988 och medlemsstaterna skulle ha anpassat sin lagar och andra författningar så att de stämde överrens med detta senast den 12 oktober 2004. Direktivet är ett ramdirektiv i enlighet med Lamfallusy-modellens, nivå 1,

⁶⁰ Föreläsning 1/12-2005 av Rolf Skog

⁶¹ Föreläsning 1/12-2005 av Rolf Skog samt NBK:s regler rörande köp och försäljning av egna aktier

⁶² Direktiv 2003/6/EG, Inledande skäl nr 1-2

vilket innebär att det fylls ut av kommissionen med genomförande åtgärder i direktiv eller förordningar på nivå 2 samt ytterligare normer för genomförande och kontroll av medlemsstaternas genomförande på nivå 3 och 4. Sverige var dock sena med anpassningen till direktivet och detta skedde först 1 juli, 2005 genom att lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument trädde ikraft.⁶³

Ett av de skäl som anges till varför direktivet antas är att insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan verkar hindrande på den fullständiga genomlysning av marknaden som är en förutsättning för handel på integrerade finansmarknader.⁶⁴ Direktivet stadgar sedan ett antal förbud, bl. a anges i artikel 5 att medlemsstaterna skall förbjuda bedrivande av otillbörlig marknadspåverkan. I artikel 8 anges dock att dessa förbud inte är tillämpliga på handel med egna aktier i återköpsprogram under förutsättning att handeln utförs i enlighet med de genomförandeåtgärder som antas i anledning av direktivet.

5.1.2 Förordning 2273/2003 om genomförande av marknadsmissbruksdirektivet

I förordningen fastställs de villkor som skall uppfyllas för att handel med egna aktier i ett återköpsprogram skall omfattas av undantaget i artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet och därmed alltså inte riskera att förvärvet träffas av de sanktioner som medlemsstaterna infört för de fall att en åtgärd bedöms utgöra marknadsmissbruk. En förordning är direkt tillämplig i medlemsstaterna och träder ikraft samma dag som den offentliggörs i Europeiska unionens officiella tidning, i detta fall 23/12-2003.⁶⁵ Förordningen är således numera en del av svensk lag vilket innebär att svenska bolag nu har att rätta sig efter sig bestämmelserna i förordningen för att inte riskera att bli träffade av reglerna om marknadsmissbruk. Det är dock viktigt att påpeka att endast den omständigheten att ett bolag förvärvar egna aktier i ett återköpsprogram på annat sätt än det som föreskrivs i förordningen inte per automatik innebär ett marknadsmissbruk. Bolaget måste för att göra sig skyldiga till ett marknadsmissbruk också överträda de inhemska reglerna om marknadsmissbruk. I Sverige utgörs numera dessa regler av den nya lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument se nedan 4.2.1.

Kortfattat innebär förordningens regler följande: Återköpsprogrammen måste uppfylla de villkor som anges i direktiv 77/91/EEG, det andra bolagsdirektivet se ovan under p. 3.2.1., och innan handeln påbörjats skall återköpsprogrammet offentliggöras och det skall

⁶³ Föreläsning på Finansdepartementet, 8/12-2005

⁶⁴ Direktiv 2003/6/EG, Inledande skäl nr 15

⁶⁵ www.europa.eu.int

finnas rutiner som säkerställer att rapporteringsskyldigheter för handeln till den behöriga myndigheten uppfylls. I Sverige är den berörda myndigheten Finansinspektionen och som ovan redogjorts för har de också genom sina föreskrifter FFFS 2005:6 klargjort vilka krav som gäller för att denna rapporteringsskyldighet skall anses uppfyllt.⁶⁶ Förordningen anger vidare, i artikel 5, vilka handelsvillkor som ska gälla för förvärv av egna aktier och när det gäller priser får en emittent inte köpa aktier till en högre kurs än den högsta av kursen vid det senaste oberoende avslutet eller den högsta oberoende säljkursen på de handelsplatser där återköp sker. Vad gäller volymen får en emittent inte köpa mer än 25 procent av den genomsnittliga dagliga omsättningen av aktierna på den reglerade marknaden där köpet genomförs. Beräkningen för vad som är genomsnittlig daglig omsättning skall beräknas på den månatliga försäljningen för månaden innan programmet offentliggjordes och den fastställda omsättningen skall gälla för den medgivna programperioden.⁶⁷ Emittenten kan, vid extremt låg likviditet på den relevanta marknaden avvika från 25 procent gränsen men då skall denne informera den behöriga myndigheten för den relevanta marknaden i förväg om sitt syfte att avvika från tjugofemprocentsgränsen, informera allmänheten om att man kan komma att avvika från denna gräns och till sist inte överskrida 50 procent av den genomsnittliga dagliga volymen.⁶⁸

Vidare föreskrivs i artikel 6 att för att ett bolag skall omfattas av undantaget i marknadsmissbruksdirektivet artikel 8 krävs att emittenten under deltagande i ett återköpsprogram inte deltar i handel som innebär köp och försäljning av egna aktier under programmets löptid, handel under en period som enligt medlemsstatens lagar är en stängd period och inte heller handlar när emittenten beslutat sig för att skjuta upp offentliggörande av insiderinformation enligt artikel 6.2 marknadsmissbruksdirektivet. Enligt 6.1 i detta direktiv skall medlemsstaterna se till att emittenter så snabbt som möjligt informerar allmänheten om insiderinformation men 6.2 samma direktiv anger att detta får skjutas upp i syfte att inte skada egna intressen under förutsättning att det inte är sannolikt att den uteblivna informationen vilseleder allmänheten och att den förblir konfidentiell.⁶⁹ Således om ett bolag handlar i egna aktier när de skjutit upp offentliggörandet av insiderinformation omfattas de ej av undantaget i artikel 8 marknadsmissbruksdirektivet.

⁶⁶ Förordning 2273/2003, artikel 4

⁶⁷ Förordning 2273/2003, artikel 5.2

⁶⁸ Förordning 2273/2003, artikel 5.3

5.2 Sverige

Reglerna på börsrättens område är under ständig omarbetning vilket till största delen beror på att området utvecklas mycket snabbt men också att Sverige är medlem i EU och aktiviteten på gemenskapsnivå vad gäller lagstiftning på detta område har varit mycket stor på senare år.

5.2.1 Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

I LHF, fanns redan innan bestämmelserna om förvärv av egna aktier infördes i ABL en bestämmelse som kunde föranleda straffansvar för otillbörlig kurspåverkan. Denna bestämmelse infördes den 1 januari 1997 och ändrades i och med de nya reglerna om förvärv av egna aktier så att även ett missbruk av förvärv av egna aktier skulle omfattas av bestämmelsen. Lagrummet fördes senare över till Insiderstrafflagen.

Förbudet mot otillbörlig kurspåverkan fanns i Insiderstrafflagens 9 § och enligt lagen var det förbjudet att genom skenavtal, lämnande av vilseledande uppgifter, hemliga köptionsavtal m m otillbörligt påverka den kurs till vilken aktierna handlades.⁷⁰ Köp och försäljning av egna aktier med detta otillbörliga syfte föll in under denna bestämmelse som var straffsanktionerad med böter eller fängelse i högst två år för normalgraden av brottet. Mot bakgrund av EG:s marknadsmissbruksdirektiv gjordes en översyn av reglerna i Insiderstrafflagen⁷¹ vilket resulterade i en ny lag: Lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (2005:377) som trädde ikraft den 1 juli 2005.

I den nya lagens 8 § hittar man den bestämmelse som ersatt den gamla regeln om otillbörlig kurspåverkan. Bestämmelsen kallas nu för otillbörlig marknadspåverkan och har ett större tillämpningsområde än den tidigare regleringen.⁷² I 9 § samma lag stadgas ett undantag från förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan. Där sägs att bestämmelserna i lagens 2-8 §§ inte skall tillämpas på handel med egna aktier i återköpsprogram under förutsättning att handeln utförs på det sätt som förordningen (EG) 2273/2003, ovan 4.1.2., föreskriver.

⁶⁹ Förordning 2273/2003, artikel 6 och 2003/6/EG, artikel 8

⁷⁰ Grundvall m.fl., "Vägvisare till börsen", s 100-101

⁷¹ För en utförligare beskrivning se SOU 2004:69

⁷² Föreläsning 16/12-2005 av Elif Härkönen

6 En oviss framtid

6.1 Förslag till ändring i EG:s andra bolagsdirektiv

Den EG-rättsliga regleringen spelar allt större roll för vår svenska lagstiftning och bolags- och börsrättens område är som vi ovan sett inget undantag från detta faktum. För närvarande pågår arbetet med ett förslag till ändring av EG:s andra bolagsdirektiv och detta förslag innehåller en del förändringar vad gäller regleringen kring förvärv av egna aktier vilket är intressant ur svensk synvinkel då detta troligen kommer att påverka den svenska lagstiftningen.

6.1.1 Allmänt

Kommissionen framlade förra hösten ett förslag till ändring av det andra bolagsdirektivet vilket nu är föremål för granskning och yttrande av olika nämnder och organisationer. Syftet med förslaget är att underlätta åtgärder som rör kapital inom publika aktiebolag och detta skall försöka uppnås genom att man bl.a. gör det möjligt för medlemsstaterna att på vissa villkor avskaffa särskilda rapporteringskrav och underlätta specifika förändringar i ägandet. Genom sådana möjligheter bör företagen kunna reagera snabbare och till en lägre kostnad vilket, enligt kommissionen, bör kunna bidra till att främja näringslivets effektivitet och konkurrenskraft utan att försämra skyddet för aktieägarna och borgenärerna.⁷³

Kommissionens anser att: *”Publika aktiebolag bör tillåtas att förvärva egna aktier med ett belopp som högst motsvarar bolagets fria reserver, och den period för vilken bolagsstämman kan godkänna ett sådant förvärv bör ökas för att främja flexibilitet och minska den administrativa bördan för bolag som måste reagera snabbt på marknadsförändringar som påverkar kursen på deras aktier.”* Kommissionen framlägger också ett förslag om att de anser att publika bolag bör kunna bevilja finansiellt bistånd i syfte att tredje man skall kunna förvärva aktier i bolaget upp till ett belopp som högst motsvarar bolagets fria reserver. De framhåller dock vikten av att denna möjlighet bör underställas garantier som skyddar både tredje man och aktieägare.⁷⁴

Lagtexten i artikel 19.1 föreslås bli förändrad men utgångspunkten skall fortfarande vara att det är frivilligt för medlemsstaterna om de vill ha en reglering som tillåter förvärv av egna aktier men om de tillåter det så: *”skall de låta sådana förvärv omfattas av följande villkor”*. Alltså inte längre en minimireglering utan en skyldighet för

⁷³ Förslag till ändring av rådets direktiv 77/91/EEG, KOM (2004) 730 slutlig, 1.1

medlemsstaterna att utforma sin lagstiftning i enlighet med direktivet. Man föreslår en förändring som innebär att ett bemyndigande från stämman till styrelsen kan utökas till att gälla i högst 5 år.⁷⁵ Detta anser den ekonomiska och sociala kommittén vara en alltför lång tid och framför i sitt yttrande att ett bemyndigandemandat med hänsyn till bl.a. försiktighetsskäl bör sänkas till två år med möjlighet till förlängning varje eller vartannat år.⁷⁶ Kommissionen vill också sänka gränsen för vad som tidigare gällt angående hur stor del av aktiebolagets kapital som får bestå av egna aktier, tidigare har som bekant den högsta gränsen varit tio procent av aktiekapitalet. Denna gräns får medlemsstaterna möjlighet att behålla men det nya förslaget sätter gränsen vid artikel 15.1 .a. i direktivet nämligen att utdelning inte får ske om det skulle medföra att nettotillgångarna understiger det tecknade kapitalet och de reserver som enligt lag eller bolagsordning inte får delas ut.⁷⁷

I artikel 23 i direktivet föreslår man en förändring som innebär att bolaget får ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet till en tredje man i syfte om att denne skall kunna förvärva aktier i bolaget men endast om den nationella lagstiftningen uppfyller ett antal villkor som uppställs i direktivet.⁷⁸ Detta innebär en utvidgning av den befintliga artikel 23 men samtidigt en hel rad med försiktighetsåtgärder som måste vidtas för att detta skall få ske.

6.1.2 Konsekvenser för Sverige

Självklart är det mycket svårt att säga vad konsekvensen kommer att bli för Sverige om EU antar detta direktivändringsförslag. Troligt är väl att en omarbetning av den svenska regleringen kommer att ske då det antagligen kommer att bli påtryckningar utifrån bl.a. svenskt näringsliv eftersom en utökad möjlighet till förvärv av egna aktier är ett sätt för bolag att kunna hävda sig i konkurrensen samt avvärja eventuella uppköp.

6.2 Den stympade NBK-regleringen

Sedan NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier upphörde att gälla vid utgången av juni månad år 2005 har alltså den självreglering som tidigare gällde när ett företag skulle köpa egna aktier genom ett förvärvserbjudande riktat till samtliga aktieägare eller samtliga aktieägare av visst slag försvunnit. I ABL 19 kap. 14 § p. 3 anges att ett noterat

⁷⁴ Förslag till ändring av rådets direktiv 77/91/EEG, KOM (2004) 730 slutlig, skäl till ändring nr 4 och 5

⁷⁵ Förslag till ändring av rådets direktiv 77/91/EEG, KOM (2004) 730 slutlig, förslag till lagtext p. 3

⁷⁶ Yttrande från ekonomiska och sociala kommittén angående kommissionens förslag till ändring av direktiv 77/91/EEG

⁷⁷ Förslag till ändring av rådets direktiv 77/91/EEG, KOM (2004) 730 slutlig, förslag till lagtext p. 3

publikt aktiebolag får förvärva egna aktier i enlighet med ett förvärvserbjudande riktat till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag. Hur detta förvärv skall genomföras saknas nu alltså regler om.

6.2.1 Allmänt

Hur skall då ett publikt aktiebolag som idag bestämmer sig för att köpa tillbaka egna aktier genom ett förvärvserbjudande bära sig åt för att tillgodose kravet om god sed på aktiemarknaden? Klart är att eftersom det inte finns någon direkt reglering så kan bolaget nästan göra som det själv önskar utan att behöva oroa sig för att kränka någon lagregel. Om bolaget däremot vill bli respekterade på den svenska aktiemarknaden krävs att de åtgärder som de vidtar är i enlighet med god sed på densamma. Vad som är god sed bestäms av marknadens aktörer och i sista hand av aktiemarknadsnämnden, ett organ inrättat av näringslivet själva, som har att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.⁷⁹ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, de s.k. takeover- reglerna, har nyligen genomgått en revidering och det är möjligt att man kanske skulle kunna tillämpa dessa, i brist på annan reglering, vad gäller ett bolags förvärv av egna aktier genom ett offentligt erbjudande. Det är ingen självklarhet och frågan blir i så fall i vilka av dessa regler som skulle kunna tillämpas på förvärv av egna aktier?

6.2.2 Kan man använda sig av takeover-reglerna?

I de upphävda NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier kunde man hitta bestämmelser om att offentliggörande skulle ske efter det att beslut fattats, att prospekt skulle upprättas, acceptfristens längd m.m.⁸⁰ Takeover-reglerna skall tillämpas då: *"en svensk eller utländsk, fysisk eller juridisk person (budgivaren) offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt aktiebolag (målbolaget) vars aktier är noterade på en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats att på generella villkor överlåta aktier till budgivaren"*.⁸¹ Reglerna innehåller också bestämmelser om budplikt, dvs. en skyldighet att i vissa fall lämna ett offentligt erbjudande. I Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden stadgas i artikel 2.1a att med uppköpserbjudande menas ett offentligt erbjudande *från någon annan än målbolaget självt* (min kursivering) till innehavare av värdepapper i ett bolag om att

⁷⁸ Förslag till ändring av rådets direktiv 77/91/EEG, KOM (2004) 730 slutlig, förslag till lagtext p. 4

⁷⁹ www.aktiemarknadsnamnden.se

⁸⁰ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000)

förvärva värdepapper i målbolaget med syfte att få kontroll över detta bolag i enlighet med landets lagstiftning.⁸² I och med detta stadgande undantas förvärv av egna aktier från direktivets tillämpningsområde, vilket i och för sig inte hindrar medlemsstaterna från att införa en reglering som ställer högre krav än det som föreskrivs i direktivet då takeoverdirektivet är utformat som ett minimidirektiv.⁸³ Det står alltså medlemsstaterna fritt att införa en reglering som innebär att förvärv av egna aktier omfattas av de bestämmelser som gäller för ett offentligt erbjudande.

Det framgår inte uttryckligen av NBK-reglerna om takeovers att dessa ej skulle kunna tillämpas vid ett aktiemarknadsbolags erbjudande om förvärv av egna aktier och då NBK-reglerna om ”köp och försäljning av egna aktier” fortfarande gällde var det knappast aktuellt att diskutera en sådan ordning eftersom man redan hade en fullständig reglering.⁸⁴ Numera är dock detta högst aktuellt varför jag nedan kommer att diskutera vilka av takeoverreglerna som kanske skulle kunna användas vid ett aktiemarknadsbolags erbjudande om köp av egna aktier.

NBK reglerna om takeovers vilar på grundprinciperna om respekt för aktiemarknaden, likabehandling av målbolagets aktieägare, skyndsamhet i hanteringen, enkelhet och tydlighet i informationsgivningen samt respekt för målbolagets beslutanderätt. Reglerna skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte varför det inte räcker med att se till att bestämmelserna tolkas utifrån sin ordalydelse utan man måste se till att även den bakomliggande tanken respekteras och grundprinciperna skall tjäna som stöd för tolkningen.⁸⁵ I och med att reglerna inte är tänkta att tillämpas på ett företags erbjudande om förvärv av egna aktier är det svårt att säga om denna syftestolkning skulle vara aktuell, de ovannämnda principerna är i och för sig så grundläggande att de borde respekteras oavsett. I II.1 anges att *”ett offentligt erbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet”*. Ett offentligt erbjudande påverkar oftast både kursen på aktierna i målbolaget och kursen på aktierna i budgivarbolaget och har därmed stor betydelse för aktiehandeln varför man infört denna bestämmelse. Ett erbjudande om förvärv av egna aktier påverkar också ett bolags aktiekurs varför ett sådant erbjudande rimligen också borde få lämnas efter noggranna förberedelser. Ett bolags beslut om att förvärva egna aktier är ett sätt för bolaget att föra över vinstmedel till aktieägarna varför finansieringen oftast inte

⁸¹ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, I.1 första st.

⁸² Dir. 2005/25/EG, artikel 2.1 a

⁸³ Dir. 2005/25/EG, artikel 3.2a-b

⁸⁴ Nyström m.fl., *”Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden”*, s 14

⁸⁵ Nyström m.fl., *”Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden”*, s 11

borde vara ett problem och därmed kanske denna bestämmelse i detta fall skulle vara överflödig. I de upphävda NBK-reglerna om ”köp och försäljning av egna aktier” fanns det bestämmelser om offentliggörande och därför känns det ganska självklart att II.3 i reglerna om takeovers skulle kunna tillämpas då ett bolag lämnar erbjudande om förvärv av egna aktier. Bestämmelsen säger att ett erbjudande skall offentliggöras genom ett pressmeddelande vilket skall innehålla uppgifter om bl.a. vem budgivaren är och hur många aktier i målbolaget som budgivaren äger eller kontrollerar. Vad gäller ett bolags erbjudande om förvärv av egna aktier torde ett sådant pressmeddelande åtminstone innehålla uppgift om hur många aktier som bolaget avser att återköpa samt till vilket pris detta skall ske. Enligt de gamla reglerna bör ett pressmeddelande vidare innehålla information till aktiemarknaden om de huvudsakliga villkoren för erbjudandet, bolagets befintliga innehav av egna aktier, uppgift om huruvida aktieägare meddelat bolaget sin avsikt att acceptera eller ej, motiven till erbjudandet och de finansiella effekterna av erbjudandet samt en tidsplan för erbjudandets genomförande.⁸⁶

I II.4 takeover-reglerna finns en regel om fullföljandevillkor vilken innebär att om budgivaren, i aktuellt fall bolaget som gett ut aktierna, uppställt ett villkor för erbjudandets fullföljande måste det objektivt kunna fastställas om det uppfylls eller ej. Bolaget själv får inte ha ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. I anslutning till det uppställda villkoret skall också anges att erbjudandet får återkallas med hänvisning till villkoret endast om villkorets uppfyllande är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Denna regel skulle kunna bli aktuell att tillämpa på ett bolags erbjudande om förvärv av egna aktier i den mån bolaget ställer upp villkor för erbjudandets fullföljande. Gränsen dras vid villkor som i praktiken ger bolaget möjlighet att välja att fullfölja erbjudandet eller ej. Villkorets fullföljande skall också vara av väsentlig betydelse för bolaget som gett ut aktierna.

I de upphävda NBK-reglerna fanns bestämmelser om att bolaget skulle ge ut ett prospekt vid erbjudande om förvärv av egna aktier⁸⁷ och det finns därför anledning att anta att takeover-reglernas bestämmelser om prospekt skulle kunna tillämpas också på de fall då ett bolag lämnar erbjudande om förvärv av egna aktier. Tidigare innehöll lagen om finansiella instrument, LHF, en bestämmelse om att prospekt skulle upprättas vid köp eller försäljning av finansiella instrument.⁸⁸ Denna bestämmelse lagfäste alltså en skyldighet för bolag som ville köpa tillbaka egna aktier att upprätta prospekt. Bestämmelsen är numera, genom en

⁸⁶ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.3

⁸⁷ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), III

⁸⁸ Lag (1981:980) om handel med finansiella instrument, 3§ lydelsen upphörde 2006-01-01

lagändring som trädde ikraft den första januari i år, upphävd och det föreligger enligt LHF inte längre någon lagstadgad prospektskyldighet för bolag som förvärvar egna aktier genom erbjudande.⁸⁹ I II.6 NBK-reglerna om takeovers hittar vi den bestämmelse som talar om att prospekt, vid en takeover-situation, skall upprättas och hur detta skall tillhandahållas. Exakt hur prospektet skall utformas finns bestämmelser om i avsnitt V och berörs ej närmare här. Prospektet skall läggas fram inom fem veckor från det att erbjudandet offentliggjorts och för att säkerställa att hela aktiemarknaden får informationen samtidigt skall den tidpunkt då prospektet skall läggas fram offentliggöras på förhand. Tiden för att acceptera erbjudandet skall omfatta minst tre veckor och får inte börja löpa förrän prospektet har offentliggjorts på det sätt som föreskrivs i Finansinspektionens föreskrifter om prospekt. Denna acceptfrist överensstämmer med den som tidigare gällde vid erbjudande om förvärv av egna aktier enligt de upphävda NBK-reglerna⁹⁰ varför det känns naturligt att samma acceptfrist skulle gälla även idag men nu istället genom en analogi av takeover-reglerna. Utgångspunkten måste vid ett erbjudande om köp av egna aktier vara att de aktieägare som anmäler att de vill sälja sina aktier till bolaget som huvudregel är bundna vid sitt beslut, detsamma gäller enligt II.7 för de aktieägare som accepterat ett erbjudande om försäljning av sina aktier vid en takeover-situation. I två fall kan en aktieägare enligt nämnda regel återkalla sin accept och dessa är: om budgivaren förbehållit sig rätten att disponera över vissa villkor kan aktieägaren återkalla sin accept fram tills dess att villkoren är uppfyllda eller fram till den tidpunkt som gäller som sista tidpunkt för accept och även i vissa fall då en konkurrensmyndighet i samband med ett offentligt erbjudande uppställer långtgående krav på budgivaren eller målbolaget som innebär en väsentlig förändring av verksamhet får en aktieägare återkalla sin accept. Det första av dessa två villkor är tillämpligt på erbjudande om köp av egna aktier och också rimligt att använda då en aktieägare måste ges rätten att ompröva sitt beslut om bolaget uppställt villkor för förvärvet det andra villkoret passar inte in på situationen återköp och kan alltså ej analogiseras.

I de upphävda NBK-reglerna om köp och försäljning av egna aktier fanns regler som rörde frågan om bolaget hade möjlighet att uppställa olika villkor för ägare till aktier av olika slag.⁹¹ I takeover-reglerna hittar vi liknande bestämmelser i II.8 och II.9 där utgångspunkten är den börsrättsliga likabehandlingsprincipen som säger att budgivaren skall:

⁸⁹ Enligt uppgift från Finansinspektionen 6/3-2006

⁹⁰ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.5

⁹¹ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.7-II.8

*”erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie”.*⁹² Principen är av grundläggande betydelse för förtroendet för aktiemarknaden och uttrycket identiska villkor tar i första hand syfte på de ekonomiska och inflytelsemässiga rättigheter som aktien enligt lag eller bolagsordning är förenad med, typiskt sett rätten till utdelning och rätten att med ett visst röstvärde delta i bolagsstämmans beslutsfattande.⁹³ I de upphävda NBK-reglerna var utgångspunkten densamma, dvs. att alla ägare till aktier av samma slag skulle erhålla identiskt lika vederlag per aktie⁹⁴ varför denna princip borde gälla vid erbjudande om återköp även idag. Innehavare av aktier med icke identiska villkor kan, enligt både de upphävda NBK-reglerna⁹⁵ och takeover-reglerna⁹⁶ ges erbjudanden som skiljer sig åt ifråga om vederlagets form och värde under förutsättning att varje innehavarkategori ges en rättvis och rimlig behandling. Om en premie i förhållande till aktiernas marknadsvärde erbjuds skall denna vara lika stor för alla aktier om inte särskilda skäl motiverar en annan bedömning.⁹⁷ Utgångspunkten för avgörandet av storleken på vederlaget bör vara, om aktierna är noterade, marknadsvärdet. Om aktierna är onoterade eller om den marknad som de är noterade på är mindre utvecklad och således inte utvisar ett representativt marknadsvärde bör man använda sig av ett beräknat respektive justerat marknadsvärde där andra av bolaget utgivna aktier med större omsättning får tjäna som underlag för beräkningen. Det procentuella påslaget på marknadsvärdet, gällande eller beräknat, skall i princip vara lika stort för alla aktier. Denna regel kan dock inte alltid tillämpas strikt och förutom avrundningar av praktisk natur kan både marknadsmässiga och kommersiella skäl motivera olika premier, exempelvis kan olika röstvärde på aktierna motivera avvikelser.⁹⁸ Hur stora avvikelser som är motiverat till exempel mellan A- och B-aktier har varit föremål för diskussion och AMN har i tre offentliggjorda uttalanden⁹⁹ behandlat frågan om skillnad i budpris mellan aktier med olika röstvärde men man har i litteraturen inte vågat dra någon säker slutsats om hur stora skillnader som kan anses vara förenliga med god sed på aktiemarknaden.¹⁰⁰ Bedömningen av hur stora skillnader som skall anses vara förenliga med god sed skall, enligt AMN, baseras på en helhetsbedömning i varje fall men man torde nog kunna utgå ifrån att den marknadsmässiga skillnaden mellan A- och B-aktier ligger runt 10% och AMN har godkänt upp till 12%

⁹² NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.8

⁹³ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, kommentaren till II.8

⁹⁴ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.7

⁹⁵ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.8

⁹⁶ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.9

⁹⁷ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.9 1:a st. 2:a men.

⁹⁸ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, kommentaren II.9

⁹⁹ AMN 1991:3, 1999:19, 2001:3

¹⁰⁰ Nyström m.fl., *”Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden”*, s 33 not 2

prisskillnad.¹⁰¹ Den del av takeover-regleringen som rör likabehandling av aktieägare torde, som vi ovan sett, kunna tillämpas också på ett aktiebolags erbjudande om förvärv av egna aktier, inte minst med tanke på att en liknande regleringen tidigare gällde enligt de upphävda NBK-reglerna.

I takeover-reglerna finns vidare bestämmelser om hur den situation att bolaget förvärvar aktier innan, efter eller under erbjudandet skall hanteras.¹⁰² Reglerna innebär i korthet: Vad gäller affärer som gjorts innan ett erbjudande offentliggjorts skall erbjudandet vara minst lika förmånligt som det var för dem som överlät aktier i förfären om det förflutit kortare tid än sex månader mellan förfären och erbjudandet. Det finns två undantag till regeln och det är om kursen på målbolagets aktier mycket väsentligt och inte endast tillfälligt gått ned eller om någon annan lagt fram ett mindre förmånligt konkurrerande bud. Affärer som görs vid sidan av ett redan offentliggjort erbjudande, s.k. sidoaffärer, på villkor som är mer förmånliga än de som följer av erbjudandet medför att en motsvarande ändring skall göras av villkoren i erbjudandet. Likviden i erbjudandet respektive likviden i sidoaffären skall värderas efter marknadsförhållanden vid tidpunkten för sidoaffären. Om budgivaren förvärvar aktier inom nio månader efter ett offentligt erbjudande på villkor som är mer förmånliga för överlåtaren än de villkor som gällde i erbjudandet skall en motsvarande ändring o villkoren i erbjudandet göras. Denna justering är självfallet mycket praktisk tidskrävande då den innebär att alla de som sålde sina aktier i enlighet med erbjudandet måste kompenseras vilket i sin tur innebär att denna företeelse i teorin är mycket ovanlig.¹⁰³ Man kan inte hitta någon bestämmelse likt de ovan nämnda i de gamla NBK-reglerna men min uppfattning är att de ändå måste vara relevanta för offentliga erbjudande om förvärv av egna aktier. Om ett aktiebolag har offentliggjort ett erbjudande om förvärv av egna aktier och detta erbjudande innehåller sämre villkor än de som man en tid innan givit andra aktieägare då man köpt deras aktier borde, anser jag, en justering av villkoren i det offentliga erbjudandet göras. Detsamma borde självklart också gälla vid både sidoaffärer och efteraffärer för att så långt det är möjligt söka upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden och god sed på densamma.

Enligt de upphävda NBK-reglerna skulle som huvudregel erbjudandet riktas till samtliga aktieägare men ett erbjudande om köp av endast ett slags aktier kunde emellertid anses godtagbart om särskilda skäl förelåg. Ett sådant skäl skulle exempelvis föreligga om bolaget ville få bort ett visst aktieslag från notering vilket man hade endast ett fåtal utelöpande

¹⁰¹ Studentföreläsning om likabehandling, kurs Börsrätt 2005/2006

¹⁰² NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.10-II.12

¹⁰³ Nyström m.fl., "Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden", s 34-37

aktier i.¹⁰⁴ Reglerna innehöll vidare en bestämmelse om reduktion vilken angav att om, ett i erbjudandet angivet, högsta antal aktier överskreds skulle bolaget göra en proportionell minskning av de under erbjudandet till försäljning inlämnade aktieposterna. I vissa fall kunde dock denna proportionella reduktion jämkas av praktiska skäl, till exempel kunde bolaget undanta inlämnade småposter från reduktion.¹⁰⁵ Takeover-reglerna innehåller en bestämmelse om partiella erbjudanden och denna talar om att ett offentligt erbjudande får avse mindre än samtliga aktier i målbolaget under vissa förutsättningar.¹⁰⁶ Denna regel kan inte användas på fall som rör erbjudanden om förvärv av egna aktier då de förutsättningar som ställs upp berör budgivaren och dennes ägarandel i målbolaget. Samma regel innehåller också, i sitt sista stycke, en bestämmelse som reglerar de fall då största antalet aktier i ett partiellt erbjudande överskrids. Denna regel påminner ngt om regeln om reduktion i de upphävda NBK-reglerna och anger att om budgivaren inte förbehållit sig rätten att förvärva överskjutande aktier och angivet största antal aktier överskrids skall en proportionell minskning av de aktieposter som omfattas av gjorda accepter göras. Vid bedömningen av hur många aktier som förvärvats skall räknas in inte bara gjorda accepter till följd av erbjudandet utan också aktier som förvärvats utanför erbjudandet men efter det att detta offentliggjorts.¹⁰⁷ Denna bestämmelse torde kunna tillämpas såväl vid takeover-situationer som vid offentligt erbjudande om förvärv av egna aktier då dess innehåll passar de båda situationerna och väljer man att tillämpa bestämmelsen vid erbjudande om förvärv av egna aktier innebär det en viss utvidgning av det som gällde enligt de upphävda NBK-reglerna då man där inte angav att också de aktier som förvärvades utanför erbjudandet skulle räknas in i det sammanlagda antalet aktier vid en eventuell reduktion.

Efter bestämmelsen om partiella erbjudanden i takeover-reglerna så följer ett antal bestämmelser som enligt min mening inte kan användas på förvärv av egna aktier situationer. De handlar om de skyldigheter som ett målbolag har då de utsätts för ett takeover-erbjudande såsom skyldighet att uttala sig om erbjudandet, delta i en due diligence-undersökning m.m. I p. II.17 takeover-reglerna kan man däremot hitta en bestämmelse som borde vara aktuell att tillämpa vid offentligt erbjudande om förvärv av egna aktier nämligen en regel om budgivarens skyldigheter att offentliggöra utfallet av erbjudandet. Bestämmelsen anger att budgivaren så snart det är möjligt efter acceptfristens utgång skall offentliggöra bl.a. hur många aktier som förvärvats, hur stor andel av aktiekapitalet som dessa representerar, om

¹⁰⁴ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.6

¹⁰⁵ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.9

¹⁰⁶ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.13

fullföljandevillkor har uppfyllts samt vid vilken tidpunkt som erläggandet av vederlaget beräknas påbörjas. I förekommande fall skall också lämnas upplysning om bl.a. beslut att förlänga acceptfristen och reduktion.¹⁰⁸ I de upphävda NBK-reglerna fanns en bestämmelse om upplysningsskyldighet, denna var inte lika ingående som den som numera finns i takeover-regleringen och stadgade endast att: *"Bolaget skall så snart som möjligt efter anmälningstidens utgång offentliggöra utfallet av erbjudandet och upplysa om tidpunkten för påbörjande av likvidredovisning."*¹⁰⁹ Takeover-regleringen angående offentliggörande av utfallet skulle troligen i detta avseende till viss del kunna användas på offentliga erbjudanden om förvärv av egna aktier, allt som står i regeln passar inte in då det är en takeover-reglering och bl.a. de delar av regeln som nämner målbolag kan självklart inte bli aktuella.

De sista avsnitten i NBK:s takeover-reglering handlar om budplikt, så kallade management buy out, (MBO) och utformning av prospekt.¹¹⁰ Budpliktsreglerna har tillkommit för att aktieägarna skall ha möjlighet att lämna ett bolag vid ett kontrollägarskifte och MBO-reglerna har tillkommit för att begränsa effekterna av obalans i informationsläget då ledande befattningshavare deltar i ett offentligt erbjudande.¹¹¹ Dessa regler kan inte bli aktuella att tillämpa vid ett offentligt erbjudande om förvärv av egna aktier dess tillämpningsområde endast passar in på takeover-situationer. Vad gäller reglerna om hur ett prospekt skall utformas blir frågan om dessa skall tillämpas beroende av frågan om huruvida prospekt skall upprättas överhuvudtaget. Skall prospekt upprättas blir de bestämmelser i reglerna om prospektets utformning tillämpliga som kan användas på ett prospekt som utformas vid erbjudande om förvärv av egna aktier.

Den genomgång av takeover-reglerna i relation till de upphävda NBK-reglerna om köp och försäljning av egna aktier, som jag ovan gjort, visar att det finns stora likheter mellan bestämmelserna. När man tittar på reglerna så ser man tydligt att vissa delar är inspirerade av varandra och jag tänker då främst på bestämmelser om offentliggörande, villkor för erbjudandet och prospekt. Sedan finns det självklart bestämmelser i takeover-regleringen som inte alls kan tillämpas på erbjudande om förvärv av egna aktier situationer vilket är tämligen givet med tanke på att det är just en takeover-reglering vilken är anpassad till de specifika problem som kan uppkomma vid ett sådant erbjudande och reglerna skall tala om för bolaget hur de, för att agera i enlighet med god sed på aktiemarknaden, skall bära sig

¹⁰⁷ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.13 st. 3

¹⁰⁸ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, II.17

¹⁰⁹ NBK-reglerna rörande köp och försäljning av egna aktier (2000), II.17

¹¹⁰ NBK-reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt III, IV och V

¹¹¹ Nyström m.fl., *"Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden"*, s 43 och s 49

åt. Det finns, som jag ser det, utrymme för att tillämpa takeover-regleringen på offentliga erbjudanden om förvärv av egna aktier på så sätt att bolag kan ta hjälp av regleringen och om de följer den i de delar som det är möjligt torde deras agerande vara i enlighet med god sed på aktiemarknaden. Klart är emellertid att det vore bättre att det tillkom en ny självreglering som klargjorde exakt hur ett bolag som bestämmer sig för att köpa tillbaka egna aktier genom ett förvärvserbjudande skall bära sig åt, inte minst för att undvika missförstånd. Att den svenska aktiemarkanden nu saknar denna typ av reglering måste, enligt min mening, vara en stor brist och en lucka i det annars välfungerande självregleringssystemet.

6.3 En gemensam nordisk börslista

Den andra oktober i år lanserar OMX den nya gemensamma nordiska börslistan vilket för de noterade bolagen bl.a. kommer att innebära en ökad exponering mot fler investerare. En gemensam nordisk lista innebär också nya harmoniserade noteringskrav och i skrivandets stund finns slipar inom OMX på de sista tekniska detaljerna kring implementeringen av OMX-listan.¹¹²

6.3.1 Allmänt

OMX-listan kommer att ersätta den nuvarande A- och O-listan i Stockholm, Main List, I List och NM List i Helsingfors och listan i Köpenhamn. När man utformat de nya noteringskraven har man tagit hänsyn till flertalet faktorer där utgångspunkten har varit att det skall vara så enkelt som möjligt för bolagen att vara noterade på en OMX-börs samtidigt som man vill behålla den höga kvalitet som varit förenad med de nordiska börserna. Man har även tagit i beaktande att de pågår en harmonisering av noteringskraven på de europeiska börserna i enlighet med nuvarande och kommande EU-direktiv och bestämmelser. OMX framhåller att de lokala börserna i Stockholm, Köpenhamn och Helsingfors även efter införandet av den nya OMX-listan kommer att vara separata legala enheter och börser och bolag som till exempel vill notera sina aktier kommer även i fortsättningen att ha kontakt med sin lokala börs.¹¹³

6.3.2 Konsekvenser för regleringen kring förvärv av egna aktier

Det är självklart svårt att säga vad konsekvenserna för regleringen kring förvärv av egna aktier kommer att bli då den nordiska börslistan blir verklighet. Chefsjurist Hans Berggren på

¹¹² <http://www.se.omxgroup.com/se/index.aspx?lank=117>

¹¹³ OMX-listan –Din guide till investeringar i Norden 2005, s 6

Stockholmsbörsen framhåller att den nordiska börslistan främst är en marknadsföringsåtgärd men också ett sätt att stärka den gemensamma nordiska marknaden. Hans förhoppningar är att den gemensamma börslistan endast kommer att vara ett första steg i integrationsprocessen mellan de nordiska länderna och att detta kommer att bidra till en ökad harmonisering av lagstiftningen länderna emellan. Exakt hur noteringsavtalet och noteringskraven kommer att vara utformade då arbetet med dessa är klart kan han inte uttala sig om. Klart är i alla fall att detta är en helt ny företeelse som kommer att innebära harmoniserade börsregler i den mån börsen disponerar över dessa och på sikt kanske också mer harmoniserade regler vad gäller bolagsrätt och börsrätt i ett större perspektiv.¹¹⁴

7 Aktuellt

7.1 Återköpsprogram i hetluften

Ett återköpsprogram innebär kortfattat att ett bolag bestämmer sig för att inom en viss tid återköpa en viss del av bolagets totala aktieinnehav och detta beslut offentliggörs utåt till allmänheten. Det finns regler om hur dessa återköpsprogram skall utformas för att vara godkända enligt EG:s andra bolagsdirektiv, se p. 4.2.1, och det finns även regler i förordning 2273/2003, se p.5.1.2, som bl.a. föreskriver att det skall finnas vissa rutiner för rapporteringsskyldigheten till den berörda myndigheten, att ett återköpsprogram skall offentliggöras innan bolaget börjar använda sig utav det, hur stor volym aktier som dagligen får återköpas.

7.1.1 Trend på börsen

Man har i diverse tidningsartiklar under 2005 och våren 2006 kunnat läsa om det ena uppköpet efter det andra och det torde stå fullkomligt klart för de flesta att trenden just nu är tydlig, det handlar om att köpa eller bli köpt. Aktiviteten för s.k. mergers and acquisitions, (M and A), skruvas upp men det handlar inte så mycket om mergers, samgåenden, utan snarare är det acquisitions, förvärv som gäller på aktiemarknaden just nu.¹¹⁵ Som betalning för ett stort företagsförvärv erbjuds ofta aktier i det egna bolaget varför denna trend får tydliga konsekvenser på börsbolagens återköpsprogram. Syftet med ett frikostigt återköpsprogram är självklart inte endast att använda egna aktier som betalningsmedel vid uppköp utan också en

¹¹⁴ Telefonsamtal med chefsjurist Hans Berggren på Stockholmsbörsen 4/4-2006

möjlighet för bolagen att fortlöpande anpassa kapitalbehovet samt att göra andra strategiska investeringar. Trots att många är mycket positiva till det uppköpsklimat som nu råder finns det ändå de som skickar ut en varningssignal om att allt inte bara är frid och fröjd när bolag rustar för uppköp i form av bl.a. stora återköp av egna aktier.

Industrimannen Carl Bennet är en av dem som varnar för det s.k. guldregnet alltså att bolagen tömmer sina kassor och på så sätt berikar aktieägarna genom bl.a. stora utdelningar och återköp av egna aktier. Utdelningarna hejas enligt Bennet på av de stora institutionerna men själv tycker han att hetsen gått väl långt när det år 2005 rörde sig om totalt 100 miljarder i utdelningar och inlösenprogram och 50 miljarder i återköp av egna aktier. Bennet är förvånad över att det inte är fler storägare som han själv som oroar sig över bolagens framtida konkurrenskraft och menar vidare att dessa värdeöverföringar sker på bekostnad av både investeringar och framtida förvärv. Det guldregn som börsbolagen bjöd på under 2005 i form av inlösenprogram, utdelningar och återköp av egna aktier motsvarade 5,2 procent av börsvärdet och ägarna agerar enligt Bennet fel då de vill riva av företagets kassor. En rådande uppfattning just nu tycks vara att företagsledningar med för mycket pengar i kassan tenderar att göra felinvesteringar i form av dyra förvärv eller alternativt låter kostnaderna skena iväg. Denna uppfattning kan Bennet inte ansluta sig till och han framhåller att ägarna agerar som att de inte trodde att det fanns några bra idéer i bolagen när det i själva verket gör det. En uppfattning som går ut på att mycket pengar i kassan från år till år är fel riskerar, enligt Bennet, att företagsledningarna blir jäktade till att använda pengarna vilket ökar risken för felinvesteringar då bra förvärvsmöjligheter inte kommer på beställning.¹¹⁶

Enligt DI:s experter kommer också år 2006, trots en lägre tillväxt för framförallt tillverkande bolag, bjuda på fortsatt goda vinster och rader av förvärv. Experterna menar att allt talar för att fler affärer och bolagen har mycket kapital tillgängligt samt överlag en mycket god vinst- och kassagenerering. Till saken hör också att förvärv inte bara accepteras på börsen nu för tiden på ett sätt som de aldrig gjort tidigare utan snarare applåderas och att det, till rätt pris, finns gott om bolag till salu. Man framhåller också finansmarknadens betydelse i det hela och menar att finansmarknadens trick för att framtvunga fler företagsaffärer fungerar. Att först driva på extra utdelningar, återköp av egna aktier och liknande från företag istället för att de skall göra förvärv. Pengarna för bl.a. de stora återköpen och utdelningarna går till institutioner som placerar en stor del av dem i riskkapitalfonder. Samma fonder som sedan köper de bolag som företagen som delade ut pengarna inte "fick" köpa eller behålla. När sedan

¹¹⁵ Artikel DI 2006-02-04, "Trend: 2006 – äta eller ätas på börsen"

¹¹⁶ Artikel DI 2005-02-22, "Carl Bennet varnar för guldregnet"

riskkapitalisterna säger att storföretagen är för fega när det gäller förvärv med innebörden att bolagen inte köper de företag som riskkapitalfonderna köpt är detta, enligt experterna endast ett bevis för att devisen ”egenintresset ljuger aldrig” stämmer. De givna vinnarna på denna strategi är investmentbanker och andra rådgivare såsom advokatbyråer där due-dilligence undersökningar dagligen görs fram på småtimmarna och än så länge har strategin varit hysteriskt gynnsam för förvaltarna av riskkapitalfonder. Företagsvinsterna förväntas fortsätta öka under 2006, det är dock kanske efter tre av börsuppgång på sammanlagt över trettio procent svårt att se vad som ytterligare skulle kunna lyfta börsen men experterna framhåller att börsen trots den stora uppgången inte är skyhögt värderad samt att den ränteuppgång som många spår skall avmatta börsen inte kommer som någon chock varför denna troligen under 2006 får mindre betydelse. Vad gäller börsintroduktioner anför experterna att proppen är ur tunnan och detta efter flera lyckade exempel såsom Skype och Ogame där säljarna får bra betalt och man på kort tid lyckats skapa miljardvärden. Man avslutar sin spådom över 2006 med att framhålla aktiemarknadens oväntat höga tålighet mot chocker. Det talas mycket om bubblor det vill säga ohållbart höga värderingar och kapitalansamlingar och huruvida aktiemarknaden robust och beredd på det värsta vet man inte förrän efteråt. Hursomhelst är klart att det är en fördel att det finns en tålighet, lika klart som att denna tålighet under 2006 kommer att sättas på prov!¹¹⁷

7.1.2 Rekordstora återköp 2006

En genomgång gjord av DI visar att det inte bara är utdelningarna som slår alla rekord i år utan även börsbolagens återköpsprogram blir enorma, tjugo börsbolag planerar återköp för 160 miljarder kronor. Av de femtio största börsbolagen kommer ledningarna för tjugo bolag att begära återköpsmandat från sina stämmor och om dessa återköpsprogram genomförs fullt ut kommer värdet, baserat på dagens kursnivåer, uppgå till 160 miljarder kronor. Till denna summa kan också läggas återköp i de mindre företagen samt föreslagna inlösenprogram. Anledningen till att många börsbolag vill ha möjlighet att kunna återköpa egna aktier istället för att t.ex. använda pengarna till inlösenprogram och utdelningar är enligt artikelförfattaren den valfrihet som ett mandat om återköp av egna aktier ger. Ett stämmobeslut om utdelning eller inlösen går inte att backa ifrån medan ett återköpsprogram ofta är utformat på det sättet att det finns möjlighet att återköpa egna aktier om det inte är så att man anser att pengarna behövs bättre någon annanstans. Ett annat skäl för återköp är att ett sådant minskar antalet

¹¹⁷ Artikel DI 2005-12-29, ”DI:s experter spår ett händelserikt 2006”

utestående aktier vilket förbättrar nyckeltalen för bolaget. Den sammanställning som DI gjort visar också att återköpsprogrammen till en oproportionerligt stor del går till utländska investerare. Anledningen till detta är att de bolag som står för de största återköpsprogrammen antingen är helt utländska eller till större delen utlands ägda. Det bolag som år 2006 har bett om det största mandatet för återköp av egna aktier är det finländska bolaget Nokia vars styrelse bett om mandat att få återköpa högst 405 miljoner aktier¹¹⁸ och om detta program skulle genomföras fullt ut skulle det motsvara 38 procent av de 50 största börsbolagens återköpsambitioner. Även Astra Zeneca väntas återköpa ett stort antal egna aktier i år, närmare bestämt för ca 24 miljarder kronor, och de hamnar tvåa på den lista som DI gjort. Andra bolag som hamnar högt upp i toppen av listan på de bolag som i år begärt störst mandat för återköp av egna aktier är Atlas Copco, Nordea och Investor.¹¹⁹

8 Avslutande kommentarer

Förvärv av egna aktier är, historiskt sett, en för lagstiftaren mycket känslig fråga. Man har varit mycket tveksam till att tillåta den här typen av utbetalningar från ett bolag till dess aktieägare och den reglering vi har i Sverige idag är omgärdad av diverse restriktioner. Det är endast noterade publika aktiebolag som i Sverige idag, i större utsträckning, får förvärva egna aktier. De fyra generella undantagen från förbudet mot förvärv av egna aktier som vi i Sverige har haft sedan länge gäller alla aktiebolag men dessa undantag erbjuder inte de möjligheter som står till buds för publika bolag bl.a. vad det gäller att anpassa kapitalbehovet.

När man i Sverige skulle införa möjligheten till återköp av egna aktier i aktiebolagslagen ansåg regeringen att den børsrättsliga lagstiftningen behövde utökas med bestämmelser som syftade till att förhindra att bolagen skulle missbruka den aktiebolagsrättsliga regleringen. Man var bl.a. rädd för att bolagen skulle söka manipulera sin egen aktiekurs, något som i andra länder tillåts men som man i den svenska utredningen tog avstånd från med hänvisning till att detta förmedlar en felaktig bild av bolaget till aktiemarknaden. Aktiemarknadens värdering av ett bolag skall styras av information från dess ledning och inte genom att densamma köper och säljer egna aktier för att på så sätt få en stigande aktiekurs. För att förhindra de negativa konsekvenserna av den nya aktiebolagsrättsliga regleringen kring förvärv av egna aktier infördes nya bestämmelser i LHF

¹¹⁸ Vilket är mindre än tio procent av bolagets totala aktiekapital och röstetalet per den 31/12-05 under förutsättning att också den ogiltigförklaring av aktier som styrelsen bett om genomförs, se www.NOKIA.com

och LBC vilka ”fylldes ut” med föreskrifter från Finansinspektionen. Regleringen kompletterades sedan av självregleringen genom Stockholmsbörsens och NBK-reglerna om förvärv av egna aktier.

I och med att det nya marknadsmissbruksdirektivet och tillhörande förordning om genomförande antogs på EU nivå ansåg NBK att deras regler hade spelat ut sin roll och dessa upphörde att gälla den 1 juli 2005. Detta medför att vi idag har en fullgod lagstiftning vad gäller förvärv av egna aktier över börs eller annan reglerad marknadsplats genom de regler som ABL ställer upp tillsammans med förordningen om genomförande av marknadsmissbruksdirektivet, den nya lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument samt Finansinspektionens föreskrifter och börsens regler i noteringsavtalet. Vad gäller den andra möjligheten till förvärv av egna aktier, nämligen den som ges i ABL genom att aktiebolaget riktar ett offentligt erbjudande till alla aktieägare eller alla aktieägare av samma slag saknas, i och med att NBK:s regler försvann från marknaden, någon närmare reglering för. Detta utgör en brist i den svenska regleringen. Frågan om man kan tillämpa de svenska takeover-reglerna på ett offentligt erbjudande om förvärv av egna aktier har varit föremål för diskussion i min uppsats. Vissa av reglerna är mycket lika de regler som tidigare fanns i NBK-reglerna om köp och försäljning av egna aktier medan andra regler självklart är anpassade för takeover-situationer. Huruvida dessa regler kan tillämpas på ett erbjudande om köp av egna aktier är givetvis en svår fråga med ett något oklart svar. Genomgången ovan visar att några av reglerna utan problem kan användas också på erbjudanden om förvärv av egna aktier medan andra regler blir mer svår tillämpade. Klart är emellertid att det för tydlighetens och enkelhetens skull behövs en reglering för möjligheten till förvärv av egna aktier genom erbjudande till alla aktieägare eller alla aktieägare av samma slag.

Om det nya direktivändringsförslaget angående det andra bolagsdirektivet blir verklighet kommer vi troligen att få se en mer liberal lagstiftning angående förvärv av egna aktier i stora delar av Europa. Hur mycket av det förslag som Kommissionen lagt fram som blir verklighet är svårt att veta men troligt är nog att förslaget om att ett bemyndigande mandat till styrelsen från stämman skall gälla i fem år inte kommer att bli verklighet. Troligt är väl kanske som Ekonomiska och sociala rådet förslagit istället en max gräns på två år. Vad gäller den utökade möjligheten för bolaget att exempelvis lämna lån till en tredje man för att denne skall förvärva aktier i bolaget tror jag personligen att det är ett riskfyllt förslag. Det var

¹¹⁹ Artikel DI 2006-03-09, ”Börsjättar bjuder på rekordstora återköp”

ju denna typ av beteende som man i Storbritannien, se ovan p. 3.1.2, fick som konsekvens av förbudet mot förvärv av egna aktier och som man sedan sökte lagstifta för att bli av med. Förslaget är visserligen villkorat med diverse försiktighetsåtgärder varför risken att bolagen missbrukar möjligheten nog ändå i så fall blir tämligen liten.

Förvärv av egna aktier genom återköpsprogram är en välanvänd möjlighet för bolagen. Det ger dem möjlighet att återköpa egna aktier för att använda som betalningsmedel vid eventuella uppköp och en flexibilitet vad gäller att anpassa bolagets kapitalbehov samt en valfrihet som inte erbjuds genom möjligheterna till utdelning och inlösen. Innevarande år ser ut att bli ett rekordår vad gäller återköpsprogram och då troligen också återköp vilket kanske kan bero på den uppköpsysteri som råder på Stockholmsbörsen. Det finns en trend just nu som kan sägas gå ut på att äta eller bli uppäten och för att finansiera stora uppköp är egna aktier ett bra alternativ och komplement till kontant betalning. Att börsen går bra och att många bolag står med stora kassor är förstås också en bidragande orsak till varför man väljer att återköpa en del av de egna aktierna för alltför mycket pengar i kassan riskerar att leda till att man blir ett lovligt byte för illvilliga uppköpare samt anses av vissa leda till risk för att företagsledningen gör dåliga affärer. Detta påstående tar industrimannen Carl Bennet avstånd ifrån och hävdar att det finns mer kompetens bland svenska företag än man tror samt framhåller istället risken med det klimat som råder nu vilket enligt honom istället riskerar att leda till att ledningen blir stressade då de har för mycket pengar i kassan och då i större utsträckning gör dåliga affärer. Personligen kan jag hålla med Bennet till viss del, en stress och hysteri till uppköp torde kunna leda till diverse dåliga investeringar men samtidigt är det viktigt att komma ihåg att var sak har sin tid och kanske är det just återköpens och uppköpens tid nu. Huruvida detta kommer resultera i något positivt eller negativt kan man när det gäller aktiemarknaden inte veta förrän efteråt varför det återstår att se vad som blir resultatet av de enorma återköpsprogram som börsjättarna nu uppvisar. Man skall också komma ihåg att bara för att styrelsen har bemyndigande att återköpa en viss andel egna aktier är det inget som säger att det blir så. Nordea har till exempel tidigare haft möjlighet att återköpa tio procent av sitt totala aktieinnehav men aldrig utnyttjat mer än hälften varför man detta år valt att begära ett lägre mandat på fem procent.¹²⁰

Den värdeöverföring som förvärv av egna aktier är har på en i lagstiftningssammanhang ganska kort tid gått från att vara nästintill förbjudet till att numera vara en vanlig företeelse som ingen höjer på ögonbrynen åt, inte ens då det handlar om

¹²⁰ Artikel DI 2006-02-23, "Nordea över förväntan"

miljardbelopp. Denna snabba attitydförändring hos både lagstiftaren och den svenska aktiemarknaden har självklart mycket att göra med den europeisering och internationalisering som vi utsatts för på senare år. För att kunna erbjuda svenska bolag lika konkurrenskraftiga villkor som övriga Europa, och större delen av världen, är en möjlighet till återköp av egna aktier numera en självklarhet i en modern bolags- och börsrättslig lagstiftning. Den möjlighet som nu står till buds för noterade publika aktiebolag att förvärva egna aktier över börs eller marknadsplats eller genom ett förvärvserbud riktat till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag är stängd för de vanliga aktiebolagen och de icke noterade publika bolagen. Att dessa bolag inte kan köpa och sälja egna aktier över börs eller marknadsplats är tämligen självklart då de inte är noterade men den andra möjligheten torde enligt min mening också stå till buds för dessa bolag för att hjälpa dem att lättare anpassa sitt kapitalbehov och därigenom bli mer konkurrenskraftiga. Den svenska lagstiftaren avböjde kommitténs förslag om att också privata och icke-noterade bolag skulle få förvärva egna aktier med hänvisning till diverse skatteregler. Dessa regler borde, enligt min mening, nu sex år efter reglernas ikraftträdande ses över då det är väsentligt att även dessa bolag ges möjlighet att återköpa egna aktier av de anledningar som jag nyss nämnde.

Avslutningsvis kan nämnas att svenska företag går mycket bra nu och kanske kan regleringen kring återköp av egna aktier ta åt sig en liten av del äran för detta då den faktiskt tillåter bolagen att vara mer flexibla, ger dem större valfrihet samt ett alternativ till kontant betalning vid företagsförvärv.

Källförteckning

Offentligt tryck

Författningar

Aktiebolagslagen (1975:1385)

Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Förarbeten

SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital*

SOU 2004:69, *Marknadsmissbruk*

Prop. 1999/2000:34, *Förvärv av egna aktier*

Prop. 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*

Föreskrifter

Finansinspektionens föreskrifter, FFFS 2005:6 *Föreskrifter om aktiebolagsförvärv och överlåtelse av egna aktier*

EG-rätt

Förordningar och direktiv

Rådets andra direktiv 77/91/EEG, *"det andra bolagsdirektivet"*

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG *om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)*

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG *om uppköpserbjudanden (takeovers)*

Kommissionens Förordning (EG) nr 2273/2003 *om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument*

Kommissionsförslag

KOM (2004) 730 slutlig, *Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt bevara och ändra dettas kapital*

Yttranden

Yttrande från Europeiska ekonomiska och sociala kommittén om ”Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital” (KOM (2004) 730 slutlig – 2004/0256 COD)

Litteratur

Andersson Jan, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, fjärde upplagan, Stockholm 2002

Brealey Richard A. m.fl. *Corporate finance*, åttonde upplagan, New York 2006

Grundvall Björn m.fl., *Vägvisare till börsen*, tredje reviderade upplagan, Kristianstad 2004

Nyström Göran m.fl., *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Stockholm 2004

Rhode Knut/Skog Rolf, *Aktiebolagsrätt*, tjugonde upplagan, Stockholm 2002

Svensson Bo m.fl., *”Nya aktiebolagslagen”*, Stockholm 2005

Artiklar

Carlsson Bengt, *”DI:s experter spår ett händelserikt 2006”*, Dagens Industri 2005-12-29

Carlsson Bengt, *”Nordea över förväntan”*, Dagens Industri 2006-02-23

Hammarström Martin, *”Carl Bennet varnar för guldregnet”*, Dagens Industri 2005-02-22

Linnala Tomas, *”Börsjättar bjuder på rekordstora återköp”*, Dagens Industri 2006-03-09

Nachemson-Ekwall Sophie, *”Trend: 2006 – äta eller ätas på börsen”*, Dagens Industri 2006-02-24

Ruthberg Anne och Skog Rolf, *”Aktiebolags förvärv av egna aktier – bolags- och skatterättsliga regler”*, Svensk skattetidning, 1/2000

Skog Rolf, *”Förvärv av egna aktier – snart en realitet i aktiemarknadsbolag”*, Balans 12/99

Skog Rolf, *”Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?”*, Juridisk Tidskrift nr 3, 95/96

Övriga källor

Muntliga källor

Föreläsning på Finansdepartementet 8/12-2005

Föreläsning 9/11-2004 av professor Rolf Dotevall under kursen Komparativ bolagsrätt

Föreläsning 1/12-2005 av professor Rolf Skog under kursen Börsrätt

Föreläsning 15/11-2005 av professor Rolf Skog under kursen Börsrätt

Föreläsning 16/12-2005 av doktorand Elif Härkönen under kursen Börsrätt

Telefonsamtal 4/4-2006 med chefsjurist Hans Berggren på Stockholmsbörsen

Internet

www.europa.eu.int

www.naringslivetsborskommitte.se

www.nokia.com

Annat

KARNOV Plus

NBK's rekommendation om köp och försäljning av egna aktier (2000)

OMX Exchanges, Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext, 2005

OMX-Listan –Din guide till investeringar i Norden, 2005