



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Förvärv av egna aktier - till vems nytta och i vilket syfte?

– en problematisering av förvärv av egna aktier i ljuset av
förslaget om lagändringen i 19 kap 15 § ABL –

JURIDISKA INSTITUTIONEN

vid Göteborgs universitet

Examensuppsats för tillämpade studier
30 högskolepoäng

Författare: Mikael Karlsson

Handledare: Leif Östling

HT 2010

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Förkortningar	5
I INLEDNING.....	6
1 Bakgrund.....	6
2 Problemformulering.....	7
3 Syfte och frågställningar	8
4 Metod	9
5 Avgränsningar	10
6 Disposition	11
II INSTRUMENTET FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER.....	13
1 Bakgrund.....	13
2 Förvärv av egna aktiers påverkan på aktiekursen	13
3 Företagsekonomiska aspekter.....	14
3.1 Argument från företagets sida till att förvärva egna aktier	14
3.2 Argument emot förvärv av egna aktier.....	15
III GÄLLANDE RÄTT– FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER	17
1 En historisk och internationell utblick	17
1.1 Den EU-rättsliga infallsvinkeln.....	17
1.2 Komparativ lagstiftning	18
2 Motiven bakom införandet av möjligheten att förvärva egna aktier i Sverige	20
3 Förvärv av egna aktier inom ramen för aktiebolagslagen.....	21
3.1 Det nya lagförslaget – slopandet av tioprocentsspärren.....	24
4 Anmälningsskyddslagen	28
5 Förvärv av egna aktier i förhållande till lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.....	28
6 Nasdaq OMX:s regelverk	29
IV GENERELLA UTGÅNGSPUNKTER	30

1 Bolagsrättsliga utgångspunkter	30
1.1 Kapitalskyddet	30
1.2 Minoritetsskyddet.....	32
1.3 Bolagsledningens lojalitetsplikt	34
2 Börsrättsliga utgångspunkter.....	36
2.1 Förtroendet för aktiemarknaden	36
2.2 Nasdaq OMX – Noteringskrav	36
V ANGRÄNSANDE RÄTTSSOMRÅDEN	38
1 Aktiekursrelaterade incitamentsprogram	38
1.1 Bakgrund och syftet med incitamentsprogram	38
1.2 Den rättsliga regleringen	38
2 Budplikt.....	41
2.1 Bakgrund och syftet med budplikt.....	41
2.2 Den rättsliga regleringen	42
VI ANALYS OCH SLUTSATS	46
1 ”Till vems nytta och i vilket syfte”	46
2 Är aktiv kursvård att se som en otillbörlig åtgärd?.....	46
2.1 Aktiv kursvård i samband med aktiekursrelaterade incitamentsprogram	47
2.2 Förslag på åtgärder.....	48
3 Förvärv av egna aktier – ett ”alternativ” till budpliktsförvärv.....	50
3.1 Förslag på åtgärder.....	53
4 Avslutande kommentar och framtidsutsikt	54
KÄLLFÖRTECKNING	58
1 Offentligt tryck.....	58
2 Litteratur och artiklar	58

3 Uttalanden från AMN.....	59
4 Självreglering	59
5 Remissyttranden.....	59
6 Tidningsartiklar	60
7 Internet.....	60
8 Övriga källor.....	60
Bilaga.....	62

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
ASAL	Norska allmennaksjeloven
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Aktiespararna	Sveriges Aktiesparares Riksförbund
AnmL	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
BrB	Brottsbalken (1962:700)
DABL	Danska aktieselskabsloven
Ds	Departementsserie
FABL	Finska aktiebolagslagen
FI	Finansinspektionen
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MML	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NAL	Norska aksjeselskapsloven
NBK	Näringslivets Börskommitté
OMX	Nasdaq OMX – regelverk för emittenter
SRF	Sveriges Redovisningskonsulters Förbund
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

I INLEDNING

1 Bakgrund

Under det senaste årtiondet har det varit tillåtet för marknadsnoterade aktiebolag i Sverige att förvärva egna aktier inom ramen för det fria egna kapitalet. Förvärv av egna aktier har varit ett alternativ till vinstutdelning då det anses skapa ett mervärde för aktieägarna genom att det ger varje enskild aktie en högre procentuell andel av bolagets totala tillgångar, vilket också vanligtvis resulterar i ett ökat aktievärde.¹ Möjligheten att förvärva egna aktier är dock i vissa avseenden begränsad och dessa begränsningar kan härledas ifrån EU:s andra bolagsdirektiv². En av dessa begränsningar har utgjorts av den så kallade tioprocentsspärren, som i svensk rätt återfinns i 19 kap 15 § ABL vilken stipulerar att ett bolag inte får inneha mer än tio procent av det totala antalet aktier i bolaget. Bestämmelsen i sin nuvarande lydelse får till följd att ett bolag som förvärvar mer än tio procent av det totala antalet aktier i bolaget är skyldiga att avyttra den överskjutande delen inom sex månader från förvärvet för att aktierna inte ska förklaras ogiltiga. Tioprocentsspärrens existensberättigande har dock ifrågasatts och i samband med ändringen av EU:s andra bolagsrättsliga direktiv³ år 2006 slopades bestämmelsen. Detta föranledde dock inte att direktivet utgjorde hinder för att på nationell nivå lagstifta om spärrgränser för förvärv av egna aktier.

I Sverige har ytterligare utredning avseende tioprocentsspärrens syfte och existens ansetts erforderlig, varför ingen ändring av bestämmelsen hittills har ägt rum. Inom ramen för promemorian Ds 2010:8 *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor* har bestämmelsen, på uppdrag av regeringen, utretts av departementssekreterare Rolf Skog under år 2010. I det resultat som presenteras i utredningen föreslås att tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL upphävs och att det därmed ska stå bolag fritt att förvärva egna aktier med den begränsningen att bolag tillsammans med dess dotterföretag inte får äga samtliga aktier i bolaget. Det är i detta förslag till lagändring som denna uppsats tar sin utgångspunkt.

¹ Se Ikenberry, Lakonshok, Vermaelen, s. 3 och de Riddler, s. 294.

² Rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital.

³ Europaparlamentet och rådets direktiv 2006/68/EG av den 6 september 2006 om ändring av rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, EUT L 264, 25.9.2006.

2 Problemformulering

Frågan om att ge bolag möjlighet att förvärva egna aktier har i sig varit en mycket omdiskuterad fråga i Sverige och det var inte en självklarhet att ge marknadsnoterade bolag möjligheten att förvärva egna aktier. För- och motargument presenterades ingående i förarbetena⁴ till lagen och kan även idag anses utgöra en utgångspunkt då frågan om förvärv av egna aktier och lagförslaget om sloandet av tioprocentsspärren problematiseras.

Det främsta problemet beträffande förvärv av egna aktier som uppmärksammades i förarbetena var att det kunde föranleda risk för kursmanipulation och att ”en ordning som ger företagen möjlighet att påverka kursen på de egna aktierna givetvis inte kan accepteras”. Detta menade man i förarbetena allvarligt kunde skada allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.⁵ Vidare får detta uttalande stöd i doktrinen. Nuvarande justitieråd Stefan Lindskog hävdar att styrelsen i ett marknadsnoterat aktiebolag inte bör befatta sig med så kallad ”aktiv kursvård”, det vill säga att genom förvärv av egna aktier försöka styra bolagets aktiekurs.⁶ Röster har dock höjts från en rad olika håll om att förvärv av egna aktier många gånger genomförs i syfte att höja bolagets aktiekurs.⁷ Vidare uttalas från vissa håll att en bakomliggande anledning till att bedriva aktiv kursvård är att öka bolagsledningens avkastning i aktiekursrelaterade incitamentsprogram.⁸ Med beaktande av att det i förarbetena till lagstiftningen tydligt uttalas att förvärv av egna aktier inte ska användas för att styra bolagets aktiekurs och att det i realiteten tycks göras just i detta syfte kan frågan ställas om gällande rätt beträffande förvärv av egna aktier är ändamålsenlig. Vidare problematiseras frågan ytterligare i det fall det underliggande syftet är att höja bolagsledningens avkastning.

Vissa menar också att förvärv av egna aktier används i syfte att öka majoritetsägares inflytande i marknadsnoterade bolag genom att köpa ut minoriteten. Aktiespararna menar att egna aktier många gånger förvärvas i syfte att förflytta makten från ett bredare

⁴ SOU 1997:22, Prop. 1999/00:34.

⁵ Prop. 1999/00:34, s. 55.

⁶ af Sandeberg, Servenius / Lindskog, s.161.

⁷ Se exempelvis Dittmar s. 5, de Riddler s. 294 och af Sandeberg, Servenius / Lindskog, s.161.

⁸ Se exempelvis Gårdö s. 1079, Hammarstöm, DI, 22 feb 2005, Öhrn, DI, 23 feb 2008.

aktieägarkollektiv till ett fåtal ägare.⁹ Detta ger anledning att problematisera frågan om hur förvärv av egna aktier minskar minoritetens möjlighet att tillvarata sin rätt.

Här ska även uppmärksammas att den nuvarande regleringen avseende förvärv av egna aktier endast har tillämpats i tio år, vilket påkallar en analys av lagstiftningens effekter. Det finns även anledning att anta att de eventuella konsekvenser som kan följa av att bolag förvärvar egna aktier kan komma att få större effekt i och med det lagförslag som nyligen utretts och som föreslår ett slopande av tioprocentsspärren, vilket skulle innebära att det kommer stå marknadsnoterade bolag fritt att förvärva egna aktier enligt reglerna i ABL.

Vidare kan konstateras att få konsekvensinriktade studier har gjorts angående ämnet förvärv av egna aktier, vilket motiverar existensen av förevarande uppsats.¹⁰

3 Syfte och frågställningar

Denna uppsats syfte är att på djupet ge en bild av instrumentet förvärv av egna aktier och sätta den rättsliga regleringen på området i ett bredare perspektiv. Uppsatsen kommer att problematisera gällande rätt med särskilt fokus på det nya lagförslaget om sloandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL. Det faktum att förvärv av egna aktier inte är helt oproblemiskt i sig, då det kan föranleda missbruk i såväl ett externt aktiemarknadsrättsligt perspektiv som i ett internt bolagsrättsligt perspektiv, ger anledning att studera och utröna vilka konsekvenser förvärv av egna aktier kan medföra i allmänhet och vilka konsekvenser upphävandet av tioprocentsspärren kan komma att få i synnerhet. För att konkretisera detta kommer förvärv av egna aktier i relation till aktiv kursvård då bolagsledningen har incitamentsprogram kopplade till aktiekursutvecklingen och förvärv av egna aktier i relation till budpliktsreglerna i LUA att studeras ingående. De övergripande frågeställningar som denna uppsats därmed ämnar besvara är:

- *Vad utgör gällande rätt vid förvärv av egna aktier och hur kommer gällande rätt att förändras vid en eventuell lagändring av 19 kap 15 § ABL?*
- *Vilka aktiemarknadsrättsliga och bolagsrättsliga konsekvenser kan påvisas då ett bolag förvärvar egna aktier och hur påverkas dessa av sloandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL?*

⁹ Aktiespararna, Remissyttrande, Promemorior fyra aktiebolagsrättsliga frågor, 2010-06-21, s. 2.

¹⁰ Av de studier som har gjorts kan här nämnas *Förvärv av egna aktier - stora förändringar på kort tid* (2006), *Förvärv av egna aktier - en effektivitetsanalys av gällande rätt* (2007) och *Aktiebolags återköp och inlösen av egna aktier* (2008).

För att få en mer konkret bild av de konsekvenser som kan föräledas av förvärv av egna aktier utgår uppsatsen från följande mer specifika frågeställningar:

- *Är aktiv kursvård legitimt och hur förhåller sig detta till fall då bolagsledningen har incitamentsprogram kopplade till aktiekursutvecklingen?*
- *Hur förhåller sig instrumentet förvärv av egna aktier till frågan om budplikten i LUA och vilka konsekvenser kan det nya lagförslaget komma att få på detta område?*

För att besvara de ovan presenterade frågeställningarna kommer uppsatsen att ge en heltäckande bild av instrumentet förvärv av egna aktier. Detta kan ses som uppsatsens sekundära syfte. Härmed bidrar uppsatsen till att ge en bild av hur lagändringen kommer att påverka det framtida rättsläget och vilka faktorer som såväl de bolag som förvärvare av egna aktier som rättstillämparen har att ta hänsyn till vid frågor som rör förvärv av egna aktier.

4 Metod

För att kunna uppfylla syftet med uppsatsen kommer lagtext, förarbeten och praxis som aktualiseras vid frågor som rör förvärv av egna aktier att behandlas ingående. Vidare kommer även rättskällor som inte direkt tar sikte på förvärv av egna aktier men som aktualiseras vid förvärven och som får ökad relevans vid en avsaknad av tioprocentsspärren att behandlas och analyseras i ljuset av lagändringen.

Den metod som har tillämpats i denna uppsats kan sägas bygga på ett konsekvensinriktat förhållningssätt till det studerade ämnet. Med detta åsyftas att det rättsområde som utgör kärnan i uppsatsen (förvärv av egna aktier) problematiseras utifrån dess påverkan på andra rättsområden (regler avseende incitamentsprogram och budplikt).

Eftersom förslaget om lagändring i 19 kap 15 § ABL ännu inte är ett faktum och uppsatsen har en probleminriktad infallsvinkel kommer den till viss del vara föremål för subjektiva bedömningar angående hur rättsläget kommer att påverkas vid en eventuell lagändring. Med detta i beaktande bör läsaren vara uppmärksam på att uppsatsen inte kan vara uttömmande för alla potentiella konsekvenser och förändringar i rättsläget som kommer att följa av lagändringen. Det ligger i sakens natur att det verkliga rättsläget och en fullständig analys av samtliga konsekvenser endast kan presenteras först efter att en viss tid förflutit sedan lagändringen trätt i kraft.

5 Avgränsningar

I och med ämnets omfattning och komplexitet måste avgränsningar av innehållet göras. Ett omfång av aspekter, rörande såväl förvärv av egna aktier som incitamentsprogram och budplikt, kommer således inte beröras i denna uppsats. Därtill kan tilläggas att aspekter som inte är avgörande för analysen ändå har presenterats för att läsaren ska få en bättre förståelse för det regelverk som ger upphov till de problem som denna uppsats avser att belysa.

Eftersom uppsatsen behandlar förvärv av egna aktier faller det sig, med beaktande av rådande rättsläge, naturligt att endast beröra ämnet utifrån de bestämmelser som rör marknadsnoterade bolag. Frågor rörande privata bolag och icke marknadsnoterade publika bolag kommer således inte att beröras i denna uppsats. Det bör dock påpekas att det i skrivandets stund finns förslag om att ge privata bolag möjlighet att förvärva egna aktier.¹¹ Detta lagförslag befinner sig dock i ett initialt stadium och de frågor som aktualiseras för marknadsnoterade bolag respektive privata bolag vid förvärv av egna aktier är av så pass olika slag att de sistnämnda har exkluderats i denna uppsats.

Uppsatsen avgränsas vidare till att endast behandla lagändringens betydelse på det bolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga området. Eventuella skatte- och redovisningsrättsliga aspekter har därför lämnats utan avseende.

Den metod som används i denna uppsats, det vill säga en konsekvensinriktad metod, innebär att uppsatsen i viss mån är exponerad för subjektiva preferenser vad gäller de områden som valts att studeras i denna uppsats. De specifika områden som valts att studera närmare i denna uppsats, aktiv kursvård och budplikt, ska därför inte ses som typiska eller uttömmande för vilka konsekvenser förvärv av egna aktier kan medföra. Andra områden exempelvis försvarsåtgärder i 5 kap LUA eller otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MML skulle även kunna behandlas utifrån samma infallsvinkel. Med beaktande av uppsatsen omfattning och en önskan att genomföra en mer koncentrerad analys av de valda områdena kommer andra angränsande rättsområden inte behandlas.

Det finns framförallt två anledningar till varför just områdena aktiv kursvård och budplikt har studerats närmare i denna uppsats. Vad gäller aktiv kursvård, där aktiekursrelaterade incitamentsprogram är inkluderat, finns indikationer som tyder på att

¹¹ SOU 2009:34.

förvärv av egna aktier görs i syfte att påverka bolagets aktiekurs.¹² En positiv utveckling i aktiekursen återspeglas i sin tur i bolagsledningens incitamentsprogram i de fall då dessa är knutna till aktiekursutvecklingen. Ett sådant handlade kan i sig anses vara värt att studera eftersom det kan anses konstituera en intressekonflikt mellan bolagsledningen och bolagets aktieägare, eftersom förvärv av egna aktier som ett sätt att förvalta det fria egna kapitalet inte är neutralt i förhållande till exempelvis utdelning eller nyinvesteringar som inte har samma påverkan på aktiekursen. Vidare framgår det uttryckligen av förarbetena att förvärv av egna aktier inte ska göras i syfte att påverka bolagets aktiekurs.¹³ Med anledning av att verkligheten inte motsvaras av lagstiftarens intentioner får aktiv kursvård anses utgöra en inneboende problematik i instrumentet förvärv av egna aktier. Vad gäller frågan om budplikt i relation till förvärv av egna aktier har detta område valts med anledning av att det teoretiskt tydligt kan visas vilka effekter slopandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL kan komma att medföra på detta område. Aktiv kursvård i samband med aktiekursrelaterade incitamentsprogram kan således sägas utgöra en mer generell problematisering av instrumentet förvärv av egna aktier, även om området kommer att behandlas med hänsyn tagen till det nya lagförslaget, medan budpliktsproblematiken fokuserar mer på de konsekvenser som kan uppkomma som en följd av det nya lagförslaget.

6 Disposition

II) *Instrumentet förvärv av egna aktier* – Denna del av uppsatsen ger en bild av instrumentet förvärv av egna aktier. Tanken är att läsaren ska få en förståelse för innebörden av och motiven till varför företag väljer att förvärva egna aktier. Inledningsvis ges en kort bakgrund följt av ett avsnitt som visar hur förvärv av egna aktier påverkar det återköpande bolagets aktiekurs. Därefter presenteras företagsekonomiska aspekter som talar för respektive emot förvärv av egna aktier.

III) *Gällande rätt – förvärv av egna aktier* – Detta avsnitt utgör den rättsliga kärnan i denna uppsats då det behandlar de regler och bestämmelser som direkt tar sikte på förvärv av egna aktier. Inledningsvis ges en internationell utblick där utvecklingen på det EU-rättsliga området behandlas och ett antal andra länders lagstiftning på området presenteras. Därefter följer ett avsnitt om motiven till lagändringen om att tillåta förvärv

¹² Se exempelvis Dittmar s. 5, de Riddler s. 294 och af Sandeberg, Serenius / Lindskog, s.161.

¹³ Prop. 1999/00:34, s. 55.

av egna aktier varpå reglerna i ABL inklusive det nya lagförslaget behandlas. Vidare behandlas stödlagstiftningen på området inkluderat AnmL, MML, OMX och Koden.

IV) *Generella utgångspunkter* – Detta avsnitt behandlar dels allmänna aktiebolagsrättsliga (III.1) och dels börsrättsliga (III.2) utgångspunkter. Syftet med detta avsnitt är att sätta förvärv av egna aktier i en bredare kontext. De aktiebolagsrättsliga områden som behandlas är kapitalskyddet, minoritetsskyddet och lojalitetsplikten. De börsrättsliga aspekterna som behandlas är vikten av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och Nasdaq OMX:s noteringskrav.

V) *Angränsande rättsområden* – Avsnittet behandlar övergripande områdena incitamentsprogram och budplikt. Syftet bakom såväl incitamentsprogram som budplikt beskrivs inledningsvis varpå den rättsliga regleringen behandlas för vardera område. Dessa båda områden är de specifika områden som har valts att studeras i detalj i relation till förvärv av egna aktier och ligger därmed till grund för uppsatsens analys.

IV) *Analys och slutsats* – Här presenteras uppsatsens resultat. Incitamentsprogram och budplikt analyseras var för sig och för båda områdena ges förslag på åtgärder för att bemöta de problem som uppmärksammas i analysen. Avslutningsvis ges en mer övergripande reflektion över framtidsutsikterna för instrumentet med fokus på det nya lagförslaget.

II INSTRUMENTET FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER

1 Bakgrund

Förvärv av egna aktier är som ovan nämnts en relativ ny företeelse i Sverige. Detta då det fram till mars år 2000 var förbjudet för aktiebolag, inkluderat marknadsnoterade bolag, att förvärva egna aktier. I förarbetena till de nya bestämmelserna, vilka huvudsakligen kom att införas i 19 kap ABL, fördes ett utförligt resonemang kring de fördelar och nackdelar som en möjlighet att förvärv av egna aktier skulle kunna innebära. Trots den heta diskussion som föregick införlivandet av reglerna vägde de motiv som talade för en möjlighet för marknadsnoterade bolag att förvärva egna aktier tyngre än de som talade emot. De nackdelar som påtalas i förarbetena, och som var anledningen till att en reglering av detta slag inte tidigare hade accepterats, sökte lagstiftaren åtgärda genom kompletterande lagstiftning.¹⁴

2 Förvärv av egna aktiers påverkan på aktiekursen

För att förstå förvärv av egna aktier som ett sätt för bolagsledningen att bedriva aktiv kursvård är det av vikt att ha förståelse för förvärvens inverkan på aktiekursen. Detta eftersom ett förvärv av egna aktier per automatik föranleder en ökning av bolagets aktiekurs.

Den huvudsakliga mekanismen som ligger bakom att aktiekursen höjs bottnar i det faktum att när aktier återköps så minskar den andel av aktieägare som får ta del av företagets framtida avkastning. Bolaget har själva ingen möjlighet att ta del av den avkastning som grundar sig på aktieinnehavet i de egna aktierna, vilket följer av 4 kap 44-45 §§ ABL. Det har tidigare hävdats att detta endast är ett teoretiskt resonemang eftersom återköpet leder till en ökad finansiell risk för de kvarvarande aktieägarna.¹⁵ När ett företag genomför förvärv av egna aktier minskar företagets egna kapital och således ökar företagets skuldsättningsgrad, vilket kan föranleda en ökad finansiell risk för bolaget.

Ett flertal studier, såväl svenska som utländska, visar dock att förvärv av egna aktier har en positiv påverkan på det återköpande bolagets aktiekurs. I en amerikansk studie visades att aktiekursen för bolagen i genomsnitt steg med 3,5 procent dagen då företagen

¹⁴ SOU 1997:22 och Prop. 1999/00:34, s. 52.

¹⁵ Skog, s. 767.

offentliggjorde förvärven.¹⁶ Svenska studier kan även påvisa samma samband. Ekonomen Adri de Riddler visar att bolag som förvärvar egna aktier får en positiv effekt på aktiekursen med drygt 3,2 procent.¹⁷

På en rad håll inom såväl doktrin som förarbeten hävdas att företagets aktiekurs inte ska styras av sådana aktiva handlingar från bolagets sida. Istället är den gängse uppfattningen att värderingen av ett företag och därmed det satta priset på dess aktie ska utgå ifrån den information som företaget förmedlar till allmänheten. Detta innefattar även den information som består av bolagsledningens uppfattning om företaget.¹⁸

3 Företagsekonomiska aspekter

3.1 Argument från företagets sida till att förvärva egna aktier

Förvärv av egna aktier och utdelning är båda medel som står till buds för att föra över bolagets fria kapital till aktieägarna. Härtill kan också inräknas inlösen av aktier enligt 20 kap ABL, vilket är en åtgärd som i mångt och mycket är att likställa med förvärv av egna aktier, trots att tillvägagångssättet skiljer sig en aning.

Ur företagets perspektiv finns det skäl som talar för att förvärv av egna aktier är att föredra framför utdelning. Detta bottnar i att företag som har tillfälliga förändringar i dess utdelningspolitik tolkas negativt av marknaden och detta föranleder en sänkning av bolagets aktiekurs.¹⁹

En annan fördel med förvärv av egna aktier är att de aktieägare som föredrar en hög direktavkastning kan välja att sälja sina aktier medan de aktieägare som vill se en värdetillväxt i företaget har möjlighet att behålla sitt aktieinnehav.²⁰

Ytterligare motiv från företagets sida till att förvärva egna aktier är att de vill använda sig av aktierna som vederlag i eventuella incitamentsprogram eller för att använda dem vid framtida bolagsförvärv.²¹

Trots att det inte alltid är ett uttalat motiv från företagets sida, att förvärva egna aktier för att höja aktiekursen, är det alltid indirekt en underliggande faktor vid förvärvet. I vissa avseenden förs dock höjningen av aktiekursen fram som ett argument till varför förvärv

¹⁶ Ikenberry, Lakonshok, Vermaelen, s. 3.

¹⁷ de Riddler, s. 294.

¹⁸ Skog, s. 768.

¹⁹ Ibid., s. 766.

²⁰ Ibid., s. 766.

²¹ Danielsson, Svensson, s. 178 och Nilsson, s. 7.

av egna aktier bör genomföras. Den amerikanska ekonomen Amy K Dittmar menar att förvärv av egna aktier är en möjlighet för företagen att ge marknaden signaleffekter om att aktien är undervärderad.²² De Riddler menar likväl att ett av de kanske starkaste motiven från företagets sida för att förvärva egna aktier är att ge signaler till marknaden att aktien är värderad för lågt.²³

3.2 Argument emot förvärv av egna aktier

Det finns företrädare som menar att mer än hälften av de bolag som förvärvat egna aktier sedan införandet av den nya regleringen har gjort detta för att ge tyngd åt bolagsledningens incitamentsprogram.²⁴ Detta står i bjärt kontrast till lagstiftarens intentioner vid införandet av den nya regleringen. Vidare framförs argumentet att bolag ofta officiellt motiverar förvärv av egna aktier med att det optimerar kapitalstrukturen i företagen, vilket ligger i linje med lagstiftarens intentioner, men att det bakomliggande intresset inte sällan är att höja bolagets aktiekurs och att det då torde vara uppenbart att det i själva verket är privatekonomiska intressen som ligger bakom agerandet.²⁵

Finansmannen Carl Bennet menar att förvärv av egna aktier leder till att företagen går miste om kapital som kan användas för potentiella förvärv av framtida investeringar, vilket kan medföra konsekvenser för bolagets framtida konkurrenskraft.²⁶ Ett illustrativt exempel där förvärv av egna aktier har skett i stor uträkning och som har förts fram av kritiker är AstraZeneca som hade stora återköpsprogram fyra år i rad mellan 2004-2008. De förvärvade egna aktier för betydligt högre belopp än vad de investerade i forskning och utveckling. Detta kan ses i ljuset av att AstraZeneca år 2007 förvärvade det amerikanska forskningsbolaget Medimmune för uppemot 100 miljarder kronor. Detta menar Gunnar Ek från Aktiespararna var en direkt följd av att AstraZeneca själva inte hade investerat i forskning och utveckling utan istället valt att förvärva egna aktier för överlikviden.^{27,28} Vidare kan det i Aktiespararnas ägarpolicy läsas att förvärv av egna

²² Dittmar, s. 5.

²³ de Riddler, s. 294.

²⁴ Gårdö, s. 1079.

²⁵ Öhrn, DI, 23 feb 2008.

²⁶ Hammarstöm, DI, 22 feb 2005.

²⁷ Öhrn, DI, 23 feb 2008.

²⁸ År 2009 genomförde AstraZeneca inga förvärv av egna aktier vilket framgår av 2009 års årsredovisning. År 2010 genomförde AstraZeneca förvärv av egna aktier för 2,1 miljarder amerikanska dollar och de beräknar att förvärva egna aktier för 4 miljarder dollar under 2011 vilket framgår av delårsrapporten för fjärde kvartalet.

aktier inte får användas för att påverka utställda incitamentsprogram.²⁹ Här bör dock även tilläggas att Aktiespararna överlag ställer sig kritiska till förvärv av egna aktier som ett alternativ till utdelning och menar att förvärven endast ska genomföras i samband med inlösen.³⁰

²⁹ Aktiespararnas ägarstyrningspolicy, s. 18.

³⁰ Ibid., s. 17.

III GÄLLANDE RÄTT- FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER

1 En historisk och internationell utblick

1.1 Den EU-rättsliga infallsvinkeln

Reglerna om förvärv av egna aktier i Sverige har sitt ursprung i EU:s andra bolagsdirektiv³¹ vilket trädde i kraft år 1976. Detta direktiv behandlar kapitalskyddsregler i aktiebolag och syftar till att harmonisera reglerna på området och där inkluderat regler om förvärv av egna aktier. Bestämmelserna om förvärv av egna aktier i direktivet återfinns i art 19-24. I art 19 återfinns de väsentliga bestämmelserna vilka stadgar att beslut om förvärv av egna aktier endast får fattas av bolagsstämman alternativt av bolagets styrelse genom ett bemyndigande från bolagsstämman, vilket får gälla i högst 18 månader. Vidare stipulerade regeln tidigare att ett bolag endast fick inneha tio procent av det totala antalet aktier i bolaget. Art 19 föreskriver också att egna aktier inte får påverka det bundna egna kapitalet samt att endast aktier som tillfullo är betalda får förvärvas. I de fall aktier har förvärvats i strid med bestämmelserna i art 19 ska de förklaras ogiltiga vilket följer av art 20. Bolaget har dock möjlighet att inom ett år avyttra aktierna utan att de förklaras ogiltiga enligt art 20 vilket följer av art 21. I art 22 stadgas att egna aktier inte ger bolaget rösträtt i de egna aktierna.

De bestämmelser som ges av direktivet är upprättade som minimikrav, varför medlemsländerna kan välja att ha mer restriktiva bestämmelser gällande förvärv av egna aktier än vad som ges av direktivet.

I samband med att direktivet ändrades år 2006³² kom också art 19 i direktivet att få en annorlunda utformning. I art 19.1.a stadgas numera att ett bemyndigande till styrelsen att förvärva egna aktier får gälla i upp till och med fem år till skillnad från tidigare 18 månader. Vidare har bestämmelsen i art 19 om att ett bolag endast får förvärva tio procent av det totala antalet aktier slopats. Direktivet stadgar dock i art 19.i att det är upp till varje medlemsland att lagstifta om en beloppsgräns för antalet egna aktier ett bolag får förvärva. En sådan gräns får dock inte sättas under tio procent. Värt att notera i detta

³¹ Rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital.

³² Europaparlamentet och rådets direktiv 2006/68/EG av den 6 september 2006 om ändring av rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital.

sammanhang är att art 19 ger medlemsländer möjlighet att tillåta förvärv av egna aktier men att detta inte är tvingande. Det finns således fortfarande en möjlighet att förbjuda förvärv av egna aktier i sin helhet. Sverige valde vid tidpunkten för införlivandet av direktivet att ha kvar tioprocentsspärren vid förvärv av egna aktier (19 kap 15 § ABL) medan vissa länder har valt att slopa beloppsspärren. Ändringen av EU:s andra bolagsdirektiv föranledde dock utredningen om förvärv av egna aktier i Ds 2010:8 *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor* som är av central betydelse i föreliggande uppsats.

1.2 Komparativ lagstiftning

Även om denna uppsats inte anammar en komparativ analys är det värdefullt att få en inblick i andra länders lagstiftning på området. Detta särskilt med beaktande av hur det svenska lagstiftningsarbetet på området har sett ut. Såväl i propositionen till lagändring år 2000 som i lagförslaget i Ds 2010:8 *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor* motiveras varat av förvärv av egna aktier och utvecklingen på området med att det krävs en anpassning till det internationella rättsläget.^{33,34} Av denna anledning kommer här kortfattat redogöras för rättsläget i USA och Storbritannien samt mer specifikt rättsläget i våra nordiska grannländer.

Förvärv av egna aktier har länge varit en vanlig företeelse i det amerikanska näringslivet. Traditionellt sett har synen på förvärv av egna aktier varit mer liberal i USA än i Europa och de motsättningar som har behäftat instrumentet förvärv av egna aktier i den svenska och europeiska rättsutvecklingen går inte att finna i den amerikanska.³⁵ I USA tillåts förvärv av egna aktier inom ramen för det fria egna kapitalet. Det råder således inga direkta begränsningar vad gäller förvärv av egna aktier annat än de regler som gäller för vinstutdelning.³⁶

I *Storbritannien* är det tillåtet för såväl privata som publika aktiebolag att förvärva egna aktier.³⁷ Tidigare var det dock inte tillåtet för bolag att inneha de aktier som förvärvats.³⁸ Bolagen var således tvungna att inlösa de förvärvade aktierna vilket liknade det förfarande som är möjligt för svenska aktiebolag och som följer av 20 kap ABL.

³³ Prop. 1999/00:34, s. 55.

³⁴ Ds 2010:8, s. 78.

³⁵ Skog, s. 761.

³⁶ Prop. 1999/00:34, s. 52.

³⁷ Skog, s. 757.

³⁸ *Ibid.*, s. 758.

Förbudet mot att inneha egna aktier i Storbritannien kom dock att upphävas år 2003 och det är nu möjligt för aktiebolag att inneha tio procent av de egna aktierna. I det fall ett bolag förvärvar mer än tio procent av det totala antalet aktier ska den överskjutande andelen aktier dras in eller förklaras ogiltiga inom 12 månader.³⁹

Förvärv av egna aktier var tidigare förbjudet i *Finland*. Detta förbud kom dock att rivas upp i samband med införandet av EU:s andra bolagsdirektiv och det är numera tillåtet för publika bolag att förvärva egna aktier.⁴⁰ Innehavet av egna aktier får uppgå till högst tio procent av det totala antalet aktier, 15 kap 11 § FABL. Beslut om förvärv av egna aktier får bemyndigas till bolagsledningen men fattas som huvudregel av bolagsstämman. Bemyndiganden är giltiga i högst 18 månader, 15 kap 5 § FABL.

I *Norge* har allemannaksjelskaper, vilka i princip motsvarar svenska publika aktiebolag,⁴¹ möjlighet att förvärva egna aktier upp till tio procent av det totala antalet aktier i bolaget, 9-2 § ASAL. I efterdyningarna av ändringen i det andra bolagsdirektivet har kravet på tioprocentsspärren utretts och den norska lagstiftaren förordar en kvantitativ begränsning av antalet egna aktier som ett bolag kan inneha men inte att denna begränsning nödvändigtvis måste vara tio procent. Den norska regeringen inväntar andra länders agerande på området. Beslut om förvärv av egna aktier fattas av bolagsstämman och bolagsstämman kan bemyndiga bolagsledningen att fatta dessa beslut. Ett sådant bemyndigande kan gälla i högst 18 månader.⁴²

Danmark har en något annorlunda tradition än de ovan nämnda nordiska länderna på området. För det första har förvärv av egna aktier varit tillåtet i Danmark sedan år 1930 och då med en begränsning på tio procent av det totala antalet aktier. För det andra fick ändringen av EU:s andra bolagsdirektiv år 2006 ett annat gehör i Danmark än hos dess nordiska grannländer då de redan idag har slopat kvantitativa begränsningar för förvärv av egna aktier samt att de har utnyttjat möjligheten som ges i det ändrade direktivet och utökat giltighetstiden för bemyndigande till bolagsledningen att fatta beslut om förvärv av egna aktier upp till fem år, 198 § DABL. Vidare ges såväl publika som privata aktiebolag möjlighet att förvärva egna aktier i Danmark.⁴³

³⁹ Davies, s. 330-331.

⁴⁰ SOU 1997:22, s. 246.

⁴¹ <https://www.nvr.se/se/aktiebolag-i-norden-baltikum.php>.

⁴² Ds 2010:8, s.75.

⁴³ Ibid, s.75.

2 Motiven bakom införandet av möjligheten att förvärva egna aktier i Sverige

Det ursprungliga motivet till förbudet mot förvärv av egna aktier som rådde innan år 2000 var att skydda bolagets borgenärer. Med förbudet ville lagstiftaren förhindra att bolag kringgick de begränsningar som gäller vid minskning av aktiekapitalet. Förbudet kom senare att motiveras utifrån att det motverkade risken för spekulation och stödköp i den egna aktien.⁴⁴ Internationell rättsutveckling och kapitalmarknadens framåtskridande var dock de faktorer som medförde att de tidigare nämnda motiven fick träda åt sidan till fördel för en ny reglering.⁴⁵

Det huvudsakliga skälet som fördes fram i förarbetena till varför marknadsnoterade bolag skulle ges möjligheten att förvärva egna aktier var att det ansågs ge bolagen en bättre anpassning till aktieägarnas önskemål än vinstutdelning. Vid förvärv av egna aktier ges aktieägarna möjlighet att få en hög direktavkastning genom att sälja sina aktier till bolaget medan aktieägare som hellre vill ha en långsiktig avkastning kan välja att stanna kvar som aktieägare i bolaget. Dessa båda möjligheter ges inte vid vinstutdelning eftersom utdelningen är obligatorisk för alla aktieägare. Vidare uttalas i förarbetena att förvärv av egna aktier ger bolaget ett instrument till att finansiera eventuella framtida bolagsförvärv.⁴⁶ På det stora hela menade lagstiftaren att möjligheten att förvärva egna aktier ger bolagen ett medel för att åstadkomma ett mer effektivt resursutnyttjande.⁴⁷

I förarbetena lades även vikt vid att det i många andra länder var möjligt att förvärva egna aktier.⁴⁸ I förarbetena uttalas att ett förbud mot förvärv av egna aktier i Sverige, jämte det faktum att de finansiella marknaderna under senare år genomgått en omfattande internationalisering, skulle motverka investeringar i Sverige. Det ansågs finnas en utbredd uppfattning att möjligheten att förvärva egna aktier skapade en flexibilitet i de svenska företagen och därmed en ökad konkurrensförmåga.⁴⁹

Som ovan nämnts var risken för kursmanipulation det starkaste argumentet mot att tillåta förvärv av egna aktier.⁵⁰ I förarbetena till reglerna uttalas att ”en ordning som ger

⁴⁴ Prop. 1999/2000:34, s. 52.

⁴⁵ Andersson, Johansson, Skog, 19:9.

⁴⁶ Prop. 1999/00:34, s. 55 f.

⁴⁷ Ibid., s. 54.

⁴⁸ Ibid., s. 55.

⁴⁹ Ibid., s. 56.

⁵⁰ Ibid., s. 54.

företagen möjlighet att påverka kursen på de egna aktierna kan givetvis inte accepteras”.⁵¹ Det konstateras att detta skulle skada allmänhetens förtroende för aktiemarknaden med allvarliga konsekvenser för svenskt näringsliv som följd. För att undvika detta framförde lagstiftaren att risken för kursmanipulation skulle göras försumbar, vilket gjordes genom inrättande av kompletterande regler som avsåg att upprätthålla en stabil kurspåverkan.⁵²

3 Förvärv av egna aktier inom ramen för aktiebolagslagen

Huvudregeln i 19 kap 4 § 1 st ABL stadgar att ett aktiebolag inte får förvärva egna aktier. Detta förbud gäller även för annan än bolaget om förvärvet görs för bolagets räkning men i eget namn vilket framgår av 19 kap 4 § 2 st ABL. I 19 kap 4 § 3 st stadgas att särskilda regler, 19 kap 13-30 §§ ABL, gäller för vissa publika bolag⁵³ och det är framförallt dessa som är av intresse för denna uppsats.

Generella undantag från huvudregeln ges i 19 kap 5 § ABL för vissa specifika situationer och gäller för såväl privata bolag och icke marknadsnoterade publika bolag som för marknadsnoterade bolag. Förvärv av egna aktier får ske med stöd av denna paragraf om (1) ersättning inte betalas för de förvärvade aktierna, (2) de förvärvade aktierna ingår i en affärsrörelse som det förvärvande bolaget övertar och de förvärvade aktierna utgör en mindre andel av bolagets aktiekapital, (3) de förvärvade aktierna löses in med stöd av 25 kap 22 § ABL, (4) de egna aktierna ropas in på en auktion som har utmätts för bolagets fordran eller (5) om aktierna övertas med stöd av 4 kap 50 § ABL i fråga om sammanläggning eller uppdelning av aktier. Huvudregeln är att aktier som har förvärvats med stöd av 19 kap 5 § ABL ska avyttrats så snart det kan ske utan förlust, dock senast inom tre år vilket följer av 19 kap 6 § ABL. Enligt 19 kap 30 § ABL gäller dock inte denna avyttringsskyldighet för marknadsnoterade bolag förutsatt att förvärvet sker inom den begränsningen som stipuleras i 19 kap 15 § ABL (se nedan).

I 19 kap 13 § ABL undantas publika bolag som är noterade på en svensk eller utländsk börs i sin helhet från förbudet mot förvärv av egna aktier enligt huvudregeln i 19 kap 4 § ABL. Dessa förvärv regleras vidare i 19 kap 14-15 §§ ABL. Av 19 kap 14 § ABL framgår att (1) förvärv av egna aktier endast får ske på en reglerad marknad inom EES eller (2) på en reglerad marknad utanför EES efter tillstånd av FI. Vidare stadgas (3) att ett förvärvserbjudande ska riktas till samtliga aktieägare eller samtliga aktieägare av visst slag.

⁵¹ Prop. 1999/00:34, s. 56.

⁵² Ibid., s. 56.

⁵³ Läs marknadsnoterade bolag.

Bolaget kan således inte rikta sig direkt till en viss aktieägare för att förvärva dennes aktier. Anledningen till detta är att ett sådant förfarande skulle stå i strid med likhetsprincipen vilken kommer till uttryck i 7 kap 47 § ABL.⁵⁴

I 19 kap 15 § ABL regleras i vilken utsträckning marknadsnoterade bolag får förvärva egna aktier. Gränsen för det totala antalet egna aktier som ett bolag kan förvärva uppgår till tio procent av samtliga aktier i bolaget. Här ska även inkluderas de antal aktier som ägs av bolagets dotterbolag. Värt att notera är att det inte har någon betydelse vilket röstvärde de förvärvade aktierna har utan gränsen tar endast sikte på antalet återköpta aktier.⁵⁵ Lagförslaget om slopandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL behandlas nedan i avsnitt 3.1 *Det nya lagförslaget – slopandet av tioprocentsspärren*.

I det fall ett bolag förvärvar egna aktier i strid med bestämmelserna i 19 kap 14-15 § ABL eller kapitalskyddsreglerna i 17 kap 3-4 § ABL (se vidare avsnitt IV 1.1 *Kapitalskyddet*) är bolaget skyldigt att avyttra de otillåtet förvärvade aktierna inom sex månader från den tidpunkt då det otillåtna förvärvet skedde, vilket följer av 19 kap 16 § ABL. Avyttras inte aktierna inom denna tid ska de förvärvade aktierna förklaras ogiltiga och bolaget ska då minska sitt aktiekapital med aktiernas andel av aktiekapitalet. Ett sådant beslut ska fattas på nästkommande bolagsstämma efter det att aktierna har förklarats ogiltiga.

Ett beslut om förvärv av egna aktier, i sådana fall som avses i 19 kap 13 § ABL fattas av bolagsstämman, vilket följer av 19 kap 17 § ABL. Här stadgas vidare att bolagsstämman kan bemyndiga styrelsen att fatta ett sådant beslut. Av 19 kap 28 § ABL följer att bolagsstämman ska ange ramarna för bemyndigandet. Det står således inte bolagsledningen helt fritt att fatta beslut om förvärv av egna aktier. Bolagsledningen har dock efter bemyndigandet kompetens att fatta beslut i frågan om ett förvärv av egna aktier ska göras eller inte och när ett sådant förvärv i så fall ska göras. Ett bemyndigande till styrelsen att förvärva egna aktier är giltigt längst till och med nästa årsstämma vilket kan utläsas i 19 kap 28 § p 2 ABL. Ett beslut på bolagsstämman att förvärva egna aktier eller att bemyndiga styrelsen att förvärva egna aktier kräver kvalificerad majoritet enligt 19 kap 18 § ABL och ska därmed ha biträts av två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som aktierna företrädde på bolagsstämman.

Förslag på att ändra tiden för bemyndigande till styrelsen om att besluta om förvärv av egna aktier från 18 månader till fem år har utretts i promemorian Ds 2010:8 *Fyra*

⁵⁴ Skog, s. 102.

⁵⁵ Ibid., s. 102.

aktiebolagsrättsliga frågor. Utredarens slutsats var att det inte finns skäl att ändra den nuvarande tidsbegränsningen om 18 månader. Den främsta anledningen till varför utredaren förslår att behålla den nuvarande tidsbegränsningen är att det ger aktieägarna möjlighet att minst en gång per år ta ställning till om de vill ge ett bemyndigande till styrelsen eller inte. Utredaren förklarar vidare att bolagsstämman förvisso skulle ha möjlighet att återkalla ett redan givet bemyndigande om det gällde för en tid om fem år men att aktieägarna då skulle vara tvungna att ta initiativ till ett sådant beslut.⁵⁶

Den som väcker frågan om förvärv av egna aktier på bolagsstämman, antingen styrelsen eller annan, ska enligt 19 kap 19 § ABL upprätta ett förslag till beslutet i enlighet med de formkrav som uppställs i 19 kap 20-24 §§ ABL. I 19 kap 20-21 §§ ABL stadgas bland annat att det i förslaget ska anges inom vilken tid förvärvet får verkställas, antalet aktier som får förvärvas, vilken ersättning som ska lämnas för aktierna, vilken typ av egendom som ska lämnas för aktierna om ersättningen ska bestå av annan egendom än pengar samt övriga villkor för förvärvet. Samma formkrav gäller i de fall förslag läggs angående bemyndigande till styrelsen att förvärva egna aktier vilket följer av 19 kap 28 § ABL. I 19 kap 22 § ABL stadgas vidare att det till förslaget ska bifogas ett yttrande från styrelsen om hur förvärvet förhåller sig till försiktighetsprincipen i 17 kap 3 § 2-3 st ABL. Enligt 19 kap 23-24 §§ ABL framgår att förslaget även ska innehålla en redogörelse för hur förvärvet förhåller sig till beloppsspärren i 17 kap 3 § 1 st ABL. Här kan även nämnas att i de fall styrelsen beslutar att använda ett bemyndigande från bolagsstämman ska den alltid behandla frågan om hur förvärvet förhåller sig till kapitalskyddsbestämmelserna i 17 kap 3 § ABL vilket framgår av 19 kap 29 § ABL.

Bolaget har inte rätt att utöva rösträtt i de egna aktierna vilket följer av 7 kap 7 § ABL och bolaget har inte heller rätt till vinstutdelning i den egna aktien vilket följer av 4 kap 44 § ABL. I det fall en regel i ABL eller bolagsordningen förutsätter att någon innehar en viss andel av det totala antalet aktier ska de egna aktier som bolaget förvärvat inte ingå i denna beräkning vilket följer av 4 kap 45 § ABL. Denna bestämmelse blir relevant exempelvis vid beräkning av kvalificerad majoritet, vilket utgör en del av minoritetsskyddet i ABL (se vidare avsnitt *IV.1.3.1 Minoritetens rätt att påverka beslut av bolagsstämman*). Det ska dock nämnas att denna beräkningsgrund endast gäller för bestämmelser i ABL och bolagsordning vilket innebär att andra lagar inte nödvändigtvis bortser från de egna aktier som bolaget äger vid en sådan beräkning, exempelvis vid

⁵⁶ Ds 2010:8, s. 79.

beräkningen av budpliktsgränsen enligt 3 kap 1 § LUA (se vidare avsnitt IV.2.2.2 *AMN uttalanden – förvärv av egna aktier i relation till budplikt*).

Frågan kan uppkomma om att ett bolag vill göra sig av med de förvärvade egna aktierna. Det finns då i princip två alternativ för bolaget att välja mellan. Antingen kan bolaget välja att lösa in de egna aktierna enligt reglerna i 20 kap ABL alternativt att bolaget överlåter de förvärvade aktierna till annan. I det fall bolaget väljer att överlåta de egna aktierna aktualiseras bestämmelserna i 19 kap 35-37 §§ ABL vilka har stora likheter med bestämmelserna om nyemission i 13 kap ABL. Detta för med sig att aktieägare på samma sätt som vid en nyemission har företrädesrätt att förvärva de aktier som bolaget överlåter.⁵⁷ Bolaget har således ingen möjlighet att sälja aktierna direkt på börsen eller till en specifik aktieägare såtillvida inte en kvalificerad majoritet om två tredjedelar på bolagsstämman biträder ett sådant förslag, vilket följer av 19 kap 35 § ABL jämte 13 kap 2 § ABL.

3.1 Det nya lagförslaget – sloandet av tioprocentsspärren

I skrivande stund behandlas ett förslag till lagändring rörande förvärv av egna aktier. Förslaget innebär ett slopande av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL och att det därmed inte ska finnas någon uttrycklig gräns för hur många procent av de egna aktierna ett marknadsnoterat bolag får inneha. I lagförslaget föreslås dock att det i 19 kap 5 § ABL införs en bestämmelse som stadgar att ett bolags förvärv av egna aktier inte får medföra att bolaget blir ägare till samtliga aktier i bolaget. I denna bedömning ska även aktier som ägs av ett bolags dotterbolag ses som ägda av bolaget.⁵⁸ Detta innebär med andra ord att den begränsning som uppställs i ABL för hur många egna aktier bolaget får inneha är att minst en aktie måste ägas av någon annan än bolaget. Utredaren menar att en situation där bolaget till 100 procent äger sig själv, ensamt eller tillsammans med dess dotterbolag, inte skulle vara möjligt med anledning av bestämmelsen i 7 kap 7 § ABL. Denna bestämmelse stadgar att aktier som innehas av bolaget självt eller av dess dotterbolag inte får företrädas vid bolagsstämman. Utredaren beskriver denna situation som att det skulle ”innebära att bolaget i beslutshänseende [går] i baklås”, därav förslaget om den nya bestämmelsen i 19 kap 5 § ABL om att minst en aktie måste ägas av annan än bolaget.⁵⁹

⁵⁷ Skog, s. 104.

⁵⁸ Ds 2010:8, s. 31.

⁵⁹ Ibid., s. 78.

Motiven bakom det nya lagförslaget grundar sig framför allt i en internationell komparation på området. Utredaren har jämfört rättsutveckling i Danmark och USA där instrumentet förvärv av egna aktier är en relativt okontroversiell företeelse och där det inte finns någon gräns för hur många egna aktier ett bolag får förvärva.⁶⁰ Utredaren konstaterar vidare att det inte finns några sakliga skäl till att lagstifta om kvantitativa begränsningar för förvärv av egna aktier och att den nuvarande tioprocentsspärren ”närmast framstår som en rättshistorisk slump”.⁶¹ Vad utredaren menar med detta uttalande torde vara de politiska kompromisslösningar som föregicks införandet av tioprocentsspärren i det andra bolagsdirektivet. Utredaren hävdar också att de risker som idag är associerade med förvärv av egna aktier till uteslutande del rör frågor om aktiekursutveckling och frågor om insiderhandel i samband med förvärven. Dessa risker, menar utredaren, fångas upp av börs- och värdepappersrättsliga regelverk.^{62 63}

Promemorian behandlar inte eventuella konsekvenser avseende hur lagförslaget förhåller sig till kapitalskyddet i ABL. En sådan analys kan anses vara befogad eftersom det var skyddet för det förvärvade bolagets borgenärer som var det ursprungliga argumentet mot att ge bolag möjligheten att förvärva egna aktier.⁶⁴ Frågor angående aktiv kursvård, som i denna uppsats har identifierats som en inneboende problematik i instrumentet förvärv av egna aktier, har inte heller behandlats i promemorian. Trots det faktum att promemorian uppmärksammar att risker avseende förvärv av egna aktier i huvudsak rör frågor om aktiekursutveckling och insiderhandel görs ingen analys av hur lagförslaget förhåller sig till dessa områden. Det saknas även en analys av de faktiska fördelarna, för såväl de aktörer som direkt påverkas av lagändringen som samhället i stort. De enda egentliga grunderna som förs fram i promemorian för att genomföra lagändringen är att det skulle innebära en större förenlighet med den internationella rättsutvecklingen på området och att det inte finns några ”sakliga skäl att begränsa storleken på bolagets innehav av egna aktier”.⁶⁵

⁶⁰ Ds 2010:8, s. 75 och 77.

⁶¹ Ibid., s. 78.

⁶² Till dessa typer av regelverk exemplifierar utredaren lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och EU:s förordning (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.

⁶³ Ds 2010:8, s. 77-78.

⁶⁴ Prop. 1999/2000:34, s. 52.

⁶⁵ Ds 2010:8 s. 78.

Någon proposition eller lagrådsremiss för lagändringen har i skrivande stund ännu inte upprättats. Ett antal remissinstanser har dock lämnat svar på den föreslagna lagändringen och reaktionerna på lagförslaget har varit både positiva och negativa. Här nedan presenteras ett par av de inkomna remissvaren:

FI har inget att erinra mot lagförslaget. De uppmärksammar dock att förslaget saknar en analys beträffande hur stabiliteten i finansiella företag påverkas och hur förslaget förhåller sig till skyddet för försäkringstagare.⁶⁶

Finansbolagens Förening delar utredarens uppfattning om att tioprocentsspärren vid förvärv av egna aktier bör tas bort. De menar att Sverige bör följa utvecklingen i övriga EU-länder och särskilt ”om det samtidigt inte finns några sakliga skäl för särskild svensk reglering”.⁶⁷

Advokatsamfundet tillstryker förslaget om att tioprocentsspärren i 19 kap 15 § bör slopas. De anser att lagändringar som innebär en högre grad av internationell kongruens i regelverket bör eftersträvas vilket motiverar det förevarande lagförslaget.⁶⁸

Bolagsverket tillstryker vad utredaren har kommit fram till och har inget ytterligare att anmärka.⁶⁹

Skatteverket har inget att erinra mot lagförslaget men påpekar att det kan uppkomma skatterättsliga frågor vid tillämpningen av 40 kap 10-11 §§ IL. Skatteverket poängterar att det måste klargöras ifall förvärv av egna aktier innebär en ägarförändring enligt 40 kap IL och om de nya reglerna innebär att en delägare i bolaget eller bolaget ensamt får det bestämmande inflytandet över bolaget.⁷⁰

SRF ställer sig kritiska till lagförslaget. De bygger sin kritik på den möjlighet som ges för ett aktiebolag att äga majoriteten av dess egna aktier. *SRF* anser att en sådan situation ”högst sannolikt” skulle kunna rubba förtroendet för aktiebolaget som institut då respekten för ett bolag som till stor del äger sig själv torde vara lägre än ett bolag som består av en bred grupp ägare. Vidare diskuterar *SRF* vikten av samspelet mellan

⁶⁶ FI, *Remissvar: Yttrande över promemorian Fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-21.

⁶⁷ Finansbolagens Förening, *Promemorian fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-21.

⁶⁸ Advokatsamfundet, *Promemorian Fyra Aktiebolagsrättsliga frågor Ds 2010:8*, 2010-06-22.

⁶⁹ Bolagsverket, *Promemorian fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-16.

⁷⁰ Skatteverket, *Promemorian Fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-21.

bolagsledningen och aktieägarna och att väsentliga delar i detta samspel kan gå förlorat ifall bolaget ges möjlighet att äga mer än 50 procent av bolagets egna aktier.⁷¹

Den remissinstans som ställer sig mest kritisk till lagförslaget är *Aktiespararna* som överlag ställer sig kritiska till instrumentet förvärv av egna aktier då de anser att det riskerar att missgynna minoritetsaktieägare. Aktiespararna menar att förvärv av egna aktier många gånger används i syfte att överföra makten i bolagen från ett bredare aktieägarkollektiv till en eller ett fåtal större aktieägare och att denna problematik borde ha analyserats inom ramen för det nya lagförslaget. Vidare menar Aktiespararna att lagförslaget inte har föregåtts av någon ekonomisk analys. På det ekonomiska området för Aktiespararna fram den kurspåverkande effekt som förvärv av egna aktier innebär som en aspekt att ta hänsyn till i det nya lagförslaget. Aktiespararna avslutar sitt remissyttrande med att föreslå att institutet förvärv av egna aktier som sådant bör utvärderas innan ytterligare ändringar i regelverket genomförs. De öppnar här upp för eventuella ändringar i ABL alternativt ändringar i andra lagar med anledning av regelverket beträffande förvärv av egna aktier. På det stora hela föreslår Aktiespararna att den nuvarande tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL kvarstår tills dess att starka argument som tydligt visar på fördelarna med ett slopande av regeln har visats.⁷²

En annan remissinstans som ställer sig kritisk till lagförslaget är *Fondbolagens Förening*. De anser att det är en mycket långtgående förändring att gå från en gräns på tio procent till att tillåta förvärv av egna aktier till nästan 100 procent och att de konsekvenser som detta kan medföra är svåra att överblicka. Vidare anmärker de på att lagförslaget inte har uppmärksammat potentiella konsekvenser och tar upp minoritetsskyddsregler i aktiebolagslagen som ett exempel. Med detta som grund avstyrker Fondbolagens Förening lagförslaget, men påkallar en analys av de effekter som lagändringen kan komma att innebära för ABL:s övriga regler.⁷³

AMN har avstått från att yttra sig över promemorian.⁷⁴

I promemorian uttrycks att en eventuell lagändring kan komma att träda i kraft tidigast 1 maj 2011.⁷⁵ Efter kontakt med Thomas Edling, rättssakkunnig på justitiedepartementet,

⁷¹ SRF, *Remissvar: Fyra aktiebolagsrättsliga frågor*, Ds 2010:8, 2010-04-06.

⁷² Aktiespararna, *Remissyttrande, Promemorian fyra aktiebolagsrättsliga frågor*, 2010-06-21.

⁷³ Fondbolagens Förening, *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-18.

⁷⁴ AMN, *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor*, (Ds 2010:8), 2010-04-21.

kan dock konstateras att en eventuell lagändring tidigast kan träda i kraft under år 2012 då utredarens förslag ännu ej har övervägts. Ett övervägande av utredningen tillsammans med remissyttrandena kommer även det kunna göras tidigast under år 2012.⁷⁵

4 Anmälningsskyldighetslagen

I 15 § AnmL stadgas att personer med insynsställning i ett aktiemarknadsbolag, vilka definieras i 3 § 1-3 st AnmL, inte får handla med aktier i bolaget under 30 dagar innan en ordinarie delårsrapport offentliggörs, dagen för offentliggörandet inkluderat. Av 15 § 2 st p 2 AnmL framgår att denna bestämmelse även gäller för aktiemarknadsbolags handel med egna aktier. I 15 § 3 st görs ett undantag från dessa regler när det gäller handel med egna aktier. Detta undantag fångar upp de förvärv som görs med stöd av 7 kap 6 § VpmL. Denna bestämmelse får anses komplettera ABL:s regelverk och syftar till att motverka risken för kursmanipulation såsom tidigare har beskrivits i avsnitt 2 *Motiven bakom införandet av möjligheten att förvärva egna aktier i Sverige*.

5 Förvärv av egna aktier i förhållande till lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

I 9 § MML undantas bestämmelserna i 2-8 §§ MML för förvärv av egna aktier som görs i samband med återköpsprogram eller för stabilisering av finansiella instrument. Detta förutsatt att handeln utförs i enlighet med kommissionens förordning (EG) nr. 2273/2003 av den 22 december 2003. Nämda förordning utgår ifrån Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

Detta undantar dock inte, vilket e contrario följer av 9 § MML, att ett förvärv av egna aktier kan falla in under 2-8 §§ MML i det fall förvärven inte görs i enlighet med ovannämnda förordning. Den bestämmelse som blir mest påtaglig då ett bolag förvärvar egna aktier är 8 § MML om otillbörlig marknadspåverkan. Bestämmelsen fångar in situationer då någon vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som denne inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleder köpare eller säljare av sådana instrument. I paragrafens andra stycke föreskrivs att detta brott även aktualiseras vid oaktsamhet. Viktigt att poängtera är att detta brott är ett straffstadgande och att bolaget som sådant inte kan ställas till ansvar för otillbörlig marknadspåverkan. Det är

⁷⁵ Ds 2010:8, s. 81.

⁷⁶ Se bilaga.

istället ett ansvar som utkrävs direkt mot den person som företagit själva handlingen vilket i slutändan får falla tillbaka på bolagsledningen.

Att otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MML kan bli tillämpligt vid förvärv av egna aktier får anses utgöra en del av de åtgärder som motverkar att bolagsledningen använder sig av förvärv av egna aktier i ett syfte att manipulera kursen.

6 Nasdaq OMX:s regelverk

Nasdaq OMX:s bestämmelser om förvärv av egna aktier regleras i 4.2 OMX. I 4.2.1 OMX uppställs bestämmelser om offentliggörande av beslut om förvärv av egna aktier. Ett sådant offentliggörande ska innehålla tid för när förvärvet ska verkställas eller under vilken tid ett bemyndigande får utnyttjas, befintligt innehav av egna aktier och det högsta antal aktier som får förvärvas, högsta och lägsta pris för förvärvet, syftet med förvärvet och övriga villkor för förvärvet. I kommentaren till bestämmelsen framgår att det är av största vikt att denna information offentliggörs så snart som möjligt.

Bolagets förvärv av egna aktier får uppgå till högst 25 procent av den genomsnittliga dagsomsättningen under fyra veckor före den vecka under vilket köpet ägt rum, vilket följer av 4.2.2 OMX. Till beräkningsgrunden för de 25 procent som bolaget kan förvärva inräknas även de aktier som bolaget själv förvärvar.

Av 4.2.3 OMX framgår att det pris som bolaget får förvärva egna aktier för måste ligga inom det på börsen gällande kursintervallet. Detta intervall utgörs av högsta köpkurs och lägsta säljkurs för aktien. Detta får till följd att förvärv av egna aktier inte kan göras innan ett sådant intervall finns tillgängligt.

För att tillse att informationen om bolagets förvärv av egna aktier kommer till marknadens kännedom så snart som möjligt stadgas i 4.2.4 OMX att bolaget måste anmäla sina förvärv till börsen så snart det kan ske och senast 30 minuter före börsens öppnande nästkommande dag. Denna bestämmelse korrelerar med 4 kap 19 § LHF samtidigt som 4.2.3 OMX uppställer krav avseende innehållet i en sådan anmälan. Denna regel korrelerar vidare med FI:s regler FFFS 2007:17 13 kap 2-3 §§. Här uppställs också kraven för de uppgifter som en anmälan av ovan nämnda slag ska innehålla. Vidare stadgar FFFS 2007:17 13 kap 4 § att börsen ska offentliggöra dessa uppgifter på sin webbplats. Detta stadgande får anses ligga i linje med 13 kap 9 § VpmL som stadgar att en börs ska offentliggöra information som behövs för att säkra en god genomlysning. Även dessa bestämmelser får anses vara ett sätt att motverka kursmanipulation.

IV GENERELLA UTGÅNGSPUNKTER

1 Bolagsrättsliga utgångspunkter

1.1 Kapitalskyddet

De allmänna reglerna i aktiebolagslagen som är av intresse då vi diskuterar kapitalskyddet i förhållande till förvärv av egna aktier är framförallt de regler som rör bolagets möjlighet att göra värdeöverföringar från bolaget till dess aktieägare. Med värdeöverföringar avses bland annat vinstutdelning, förvärv av egna aktier och återbetalning till aktieägarna genom minskning av aktiekapitalet eller reservfond. Affärshändelser som innebär att bolagets tillgångar minskar och som inte är av rent affärsmässig karaktär, såsom ovan nämnda, är att betrakta som värdeöverföringar i ABL:s mening, vilket följer av 17 kap 1 § ABL. Det tidigare förbudet mot förvärv av egna aktier motiverades många gånger med att det skyddade bolagets fordringsägare mot att bolagets tillgångar skiftades ut från bolaget genom denna typ av värdeöverföringar.⁷⁷

I 17 kap 3 § 1 st ABL stadgas den så kallade beloppsspärren, vilken innebär att värdeöverföringar från bolaget endast får äga rum om det efter överföringen finns full täckning för bolagets bundna egna kapital. Bolaget måste således ha täckning för dess aktiekapital, överkursfond, uppskrivningsfond och reservfond vilket representerar bolagets bundna egna kapital enligt 5 kap 14 § ÅRL.

Vidare måste den så kallade försiktighetsregeln i 17 kap 3 § 2 st ABL beaktas vid värdeöverföringar från bolaget. Regeln stadgar att värdeöverföringarna från bolaget får ske endast om de är försvarliga med hänsyn till (i) de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet och (ii) om det är försvarligt med hänsyn till bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt. Försiktighetsregeln är en mer allmänt hållen begränsning än skyddet för bolagets bundna egna kapital och är därför svårare att definiera.⁷⁸

I rekvisitet verksamhetens art, omfattning och risker tydliggörs att det är fråga om en bedömning i det enskilda fallet. I förarbetena föreskrivs att särskild försiktighet bör tas av bolag i konjunktur känsliga branscher. Vidare stadgas i förarbetena att en betydande faktor i sammanhanget är i vilken utsträckning bolagets storlek dikterar storleken på bolagets bundna egna kapital. Ett litet bundet eget kapital i bolaget föranleder vanligtvis

⁷⁷ Skog, s. 101.

⁷⁸ Ibid., s. 87.

ett större behov av att hålla kvar mer fritt eget kapital i bolaget och bolag med omfattande verksamhet har många gånger behov av att ha ”en marginal av större eget kapital”.⁷⁹

Vad som menas med bolagets konsolideringsbehov är förhållandet mellan bolagets egna kapital och dess skulder. Det måste således finnas tillräckligt mycket eget kapital i bolaget för att täcka de skulder som bolaget har åtagit sig. Vad som här menas med tillräckligt är oklart och det går inte att ge ett generellt svar på detta. Skog hävdar att bedömningen av uttrycket konsolideringsbehov i 17 kap 3 § 2 st ABL inte kan ges en generell betydelse eftersom olika verksamheter har olika förutsättningar och mellanhavanden vilka måste beaktas.⁸⁰ En bedömning får således göras från fall till fall.

Likviditetsbedömningen är även den generell i sin utformning och innebär att ett bolag inte får göra värdeöverföringar som minskar dess förmåga att täcka dess löpande betalningar. Denna bedömning, till skillnad från konsolideringsbedömningen, ska göras på kort sikt. Vad som kan sägas med säkerhet angående likviditetsbedömningen är att ett bolag inte får vara insolvent före eller bli insolvent i och med värdeöverföringen.⁸¹ Det är dock oklart hur långt fram i tiden bolagsledningen ska behöva beakta dess likviditetsbehov.⁸² I doktrin framhålls att bedömningen får göras utifrån en hypotetisk fråga om bolaget har en befogad anledning att anta att det kan komma att få betalningssvårigheter inom de kommande månaderna eller i vissa fall inom ett år. I de fall det finns anledning att anta att betalningssvårigheter kan komma att uppstå, med anledning av eller utan genomförd överföring, får en värdeöverföring inte ske.⁸³

Med bolagets ställning i övrigt tydliggör lagstiftaren att försiktighetsbedömningen ska göras utifrån alla kända förhållanden som kan ha betydelse för bolagets ekonomiska ställning.⁸⁴ Detta öppnar således upp för andra faktorer än enbart sådana som påverkar bolagets likviditets- och konsolideringsbehov.

⁷⁹ Prop. 2004/05:85, s. 751.

⁸⁰ Skog, s. 85-86.

⁸¹ Andersson, s. 126.

⁸² Skog, s. 86 och Andersson, s. 126.

⁸³ Andersson, s. 126.

⁸⁴ Prop. 2004/05:85, s. 752.

1.2 Minoritetsskyddet

En viktig grundprincip för aktiebolaget som institut är att det vilar på tanken att beslut fattas av majoriteten av aktieägarna.⁸⁵ Majoriteten definieras olika beroende på vilken typ av beslut som ska fattas i bolaget.⁸⁶ Denna ordning innebär att majoritetens vilja, vilken inte alltid representerar alla aktieägares vilja, blir verklighet för hela aktiebolaget. Detta föranleder att minoriteten i aktiebolaget, vars intressen många gånger kan skilja sig från majoritetens, inte får sin röst hörd vilket i sin tur kan innebära att personer väljer att avhålla sig för att investera sina pengar i aktiebolaget. Lagstiftaren har med anledning av detta valt att införa regler som i viss mån säkerställer att hänsyn tas till minoritetens intresse genom minoritetsskyddsreglerna.⁸⁷

1.2.1 Minoritetens rätt att påverka beslut av bolagsstämman

De regler i ABL som får störst genomslagskraft när det kommer till att tillgodose minoritetens intressen vid beslutsfattande är de regler som kräver kvalificerad majoritet, två tredjedelar eller 90 procent, istället för 50 procent vilket är huvudregeln enligt 7 kap 40 § ABL.⁸⁸ Dessa bestämmelser ger inte minoriteten någon rätt att aktivt diktera beslut på bolagsstämman men fungerar som ett sätt att hindra majoriteten från att missbruka sin makt till nackdel för minoriteten.⁸⁹ Som vi har sett i avsnitt *III.3 Förvärv av egna aktier inom ramen för ABL* krävs det kvalificerad majoritet för beslut om förvärv av egna aktier enligt 19 kap 18 § ABL. Andra bestämmelser som stadgar kvalificerad majoritet vid beslut och som här är värda att uppmärksamma med beaktande av uppsatsens inriktning är de särskilda bestämmelserna om vissa riktade emissioner och överlåtelser enligt 16 kap ABL (se avsnitt *III.1.2.2 Leo-reglerna – 16 kap*) som kräver kvalificerad majoritet om 90 procent vid emissioner riktade till bolagsledningen och dess anställda, samt reglerna om

⁸⁵ Skog, s. 234.

⁸⁶ De majoritetsbeslut som fattas i aktiebolaget kräver antingen 50 procent vilket utgör det faktiska majoritetskravet så till vida inget annat stadgas enligt 7 kap 40 § ABL, två tredjedelar krävs exempelvis för beslut om förvärv av egna aktier enligt 19 kap 18 § ABL eller 90 procent exempelvis för beslut om riktade emissioner till bolagsledningen enligt 16 kap 8 § ABL. Majoriteten definieras således utifrån vilken typ av beslut det rör sig om.

⁸⁷ Skog, s. 234

⁸⁸ De regler i ABL som uppställer krav på kvalificerad majoritet är 7 kap 42-45 §§, 13 kap 2 §, 14 kap 2 §, 15 kap §, 16 kap 8 §, 19 kap 18 och 33 §§, 20 kap 5 §, 23 kap 17 §, 24 kap 19 § samt 26 kap 1 och 6 §§.

⁸⁹ Skog, s. 237.

minskning av aktiekapitalet enligt 20 kap 5 § ABL som kräver kvalificerad majoritet om två tredjedelar. Minskning av aktiekapitalet är relevant i detta sammanhang eftersom det kan göras i kombination med förvärv av egna aktier. Ett bolag som har förvärvat egna aktier kan nämligen välja att dra in de förvärvade aktier utan återbetalning till aktieägarna enligt 20 kap 2 § ABL och blir då underordnad majoritetskravet i 20 kap 5 § ABL till skydd för minoriteten.

Minoritetens rätt att styra bolagsstämman beslut i positiv riktning är relativt begränsad, vilket följer av principen om att beslut fattas av majoriteten enligt 7 kap 40 § ABL.⁹⁰ Vissa bestämmelser i ABL öppnar dock upp för minoriteten att diktera beslut på bolagsstämman. Av 29 kap 7 § ABL framgår att talan om skadestånd enligt 29 kap 1-3 §§ ABL får väckas om ett sådant förslag biträtts av minst 10 procent av samtliga aktier i bolaget. Detta innebär således att en minoritet kan besluta om att en skadeståndstalan ska väckas mot en styrelseledamot som brutit mot exempelvis bolagsledningens lojalitetsplikt (se avsnitt 1.3 *Bolagsledningens lojalitetsplikt*), vilket är grund för skadeståndsskyldighet enligt 29 kap 1 § ABL.

1.2.2 Utlösning av minoriteten

I de fall övriga minoritetsregler inte är tillräckliga för att tillgodose minoritetens intressen finns det i ABL särskilda regler om utlösning av minoriteten. Reglerna ger således minoriteten möjlighet att tvinga fram en upplösning av det ”olyckliga äktenskapet” mellan minoriteten och majoriteten som kan uppstå då majoritetens och minoritetens intressen skiljer sig åt.⁹¹

Reglerna om detta återfinns framför allt i 25 kap 21-23 §§ ABL och 29 kap 4 § ABL samt i 22 kap ABL. Reglerna ger majoritetsägaren rätt att lösa ut minoriteten under vissa förutsättningar samt att minoriteten ges möjlighet att påkalla inlösen av dess aktier under vissa givna förhållanden.

Enligt 25 kap 21 § ABL kan minoriteten, ägare till 10 procent av samtliga aktier, väcka talan om tvångslikvidation i det fall en aktieägare uppsåtligen missbrukat sitt inflytande i bolaget och därmed överträtt reglerna i ABL, ÅRL eller bolagsordningen. Detta förutsätter vidare att särskilda skäl föreligger på grund av missbrukets långvarighet eller annan anledning. Tvångslikvidation med stöd av reglerna i 25 kap 21 § ABL är en mycket ingripande åtgärd då det riskerar att inverka på bolagets fordringsägares och anställdas

⁹⁰ Skog, s. 251.

⁹¹ Ibid., s. 262.

intressen.⁹² Av denna anledning leder ofta en talan om tvångslikvidation enligt 25 kap 21 § ABL till att bolaget (läs majoriteten - 50 procent) yrkar att domstolen istället för att likvidera bolaget ålägger bolaget att lösa ut aktierna för den minoritet som yrkat på tvångslikvidation enligt 25 kap 22 § ABL.⁹³

I 22 kap 1 § ABL ges bestämmelsen om inlösen av minoritetens aktier i det fall en aktieägare äger mer än 90 procent av aktierna i bolaget. I ett sådant fall har såväl majoritetsaktieägaren som minoriteten möjlighet att påkalla inlösen. I paragrafens andra stycke stadgas att till majoritetsaktieägarens aktieinnehav ska även räknas aktier ägda av dotterbolag till majoritetsaktieägaren. Det är värt att beakta att aktieinnehavet vid inlösen enligt 22 kap 1 § ABL beräknas utifrån antalet ägda aktier utan beaktande av aktiernas röstvärde.⁹⁴

Värt att nämna i detta sammanhang är att egna aktier ägda av bolaget eller dess dotterföretag inte ska medräknas vid beräkningen av majoritetsägarens aktieinnehav, vilket följer av 4 kap 44 § ABL. Detta innebär således att i det fall bolaget äger 10 procent egna aktier krävs att majoritetsägaren innehar 81 procent av det totala antalet aktier i bolaget för att kunna påkalla inlösen enligt 22 kap 1 § ABL.⁹⁵

1.3 Bolagsledningens lojalitetsplikt

Bolagsledningen svarar för bolagets förvaltning enligt 8 kap 4 och 29 §§ ABL och företar därmed, på uppdrag av bolagets aktieägare, rättshandlingar för bolaget. Under vilka former dessa uppdrag får utföras begränsas till handlingar som är i bolagets intresse, något som direkt kan säga svara mot bolagsledningens lojalitetsplikt. Syftet med lojalitetsplikten är att motverka att bolagsledningen tillskansar sig fördelar på bolagets bekostnad.⁹⁶

Bolagsledningens lojalitetsplikt uttrycks inte explicit i ABL, men den kan uttolkas av generalklausulen i 8 kap 41 § ABL och jävsbestämmelserna i 8 kap 23 och 34 §§ ABL.⁹⁷ Särskilt intressant i detta sammanhang är att generalklausulen stadgar ett förbud mot att bolagsledningen företar en rättshandling som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en

⁹² Skog, s. 264.

⁹³ Ibid., s. 262.

⁹⁴ Ibid., s. 264.

⁹⁵ Skog, s. 103.

⁹⁶ Dotevall, s.155.

⁹⁷ Ibid., s. 161.

aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. I denna kontext innebär detta alltså att bolagsledningen inte får företa handlingar som ger en otillbörlig fördel för annan (läs bolagsledningen) till nackdel för bolaget. Frågan om vad som är att anse som en otillbörlig fördel i detta sammanhang har diskuterats i doktrinen i hög utsträckning och rekvisitet är minst sagt svårtillämpat.⁹⁸

Vid en bedömning ifall bolagsledningen har försummat sin lojalitetsplikt är det av avgörande betydelse i vilken mån bolagsledningens handlade har varit i bolagets intresse. Med bolagets intresse inbegrips samtliga aktieägares intresse.⁹⁹ Därmed kommer ageranden från bolagsledningens sida som inte missgynnar en aktieägare i förhållande till en annan aktieägare, utan som slår lika hårt mot alla aktieägare, således att falla in under 8 kap 41 ABL och därmed omfattas av bolagsledningens lojalitetsplikt.

Beträffande bolagets intresse är det av vikt att definiera vad detta intresse närmare innebär. Av 3 kap 3 § ABL framgår att verksamheten i bolaget ska bedrivas så att det genererar vinst till aktieägarna, förutsatt att annat syfte inte framgår av bolagsordningen. Denna bestämmelse anger således vilka intressen bolagsledningen ska ta hänsyn till för att undgå ansvar och fungerar därmed som ett tillägg till lojalitetsplikten så som den kommer till uttryck i generalklausulen.¹⁰⁰ Bestämmelsen i 3 kap 3 § ABL innebär inte sällan tillämpningssvårigheter eftersom den är vagt formulerad. Detta innebär att mer precisa kriterium krävs för att kunna bedöma om bolagsledningen har handlat inom ramen för bolagets intresse. Vidare krävs att dessa kriterier är rättsligt motiverade. För att konkretisterna syftet med verksamheten och därmed kunna ställa bolagsledningen till ansvar för överträdelser mot detta syfte får kompletterande vägledning från uppförandekoder som utfärdats för att redogöra för hur bolagsledningen ska bete sig inhämtas och användas vid bedömningen.¹⁰¹ Här torde Koden avseende bolagsledningars agerande vara av vägledande betydelse. Detta innebär sammantaget att en tolkning av enbart 3 kap 3 § ABL inte ensamt torde kunna föranleda ansvar för bolagsledningen, så till vida inte uppenbara överträdelser av kravet om att verka i aktieägarnas vinstintresse har ägt rum.¹⁰²

⁹⁸ Samuelsson, Karnov, not 610.

⁹⁹ Dotevall, s. 143.

¹⁰⁰ Ibid., s. 146.

¹⁰¹ Ibid., s. 146-147.

¹⁰² Ibid., s 154.

I de fall lojalitetsplikten prövas i förhållande till bolagsledningens arvode kan följande sägas. Vederlag till bolagsledningen är inte sällan knutet till bolagets aktiekurs vilket kan resultera i att ersättningen till bolagsledningen blir hög trots att bolaget i sig inte är väl skött. Aktiekursen är alltså inte en direkt indikator på att bolagsledningen har utfört ett bra jobb så kallade windfall profits.¹⁰³ Det går av denna anledning inte endast att se till bolagets aktiekursutveckling för att utröna ifall bolagsledningen har verkat i bolagets intresse, utan andra aspekter måste beaktas. Denna aspekt blir relevant i relation till förvärv av egna aktier eftersom ett sådant förvärv i regel innebär en ökad aktiekurs.¹⁰⁴

2 Börsrättsliga utgångspunkter

2.1 Förtroendet för aktiemarknaden

En grundläggande förutsättning för en väl fungerande aktiemarknad är att allmänheten har förtroende för marknaden, vilket primärt stadgas i 1 kap 2 § LHF. Denna regel stipulerar att handeln på värdepappersmarknaden ska bedrivas på ett sådant sätt att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och att enskildas kapitalinsatser inte äventyras. Denna paragraf kan sägas uppställa ramen för mycket av den övriga regleringen på värdepappersmarknaden. Ageranden som till synes är legala men som riskerar att äventyra detta förtroende är något som kan anses påkalla en översyn av den rättsliga regleringen.

2.2 Nasdaq OMX – Noteringskrav

Nasdaq OMX uppställer i sina noteringskrav att det ska finnas en tillräcklig likviditet och spridning i ett bolags aktien för att den ska kunna tas upp till handel på börsen. Dessa noteringskrav gäller både när aktien tas upp till handel på börsen och fortlöpande efter det att aktien har noterats på börsen vilket följer av 2.1.3 OMX.

I 2.3.9 OMX stadgas att ”det ska finnas förutsättningar för tillräcklig tillgång och efterfrågan på bolagets aktie i syfte att uppnå en fungerande prisbildningsmekanism”. För att dessa förutsättningar ska anses vara uppfyllda krävs enligt 2.3.10 OMX att tillräckligt många aktier finns i allmän ägo och att aktierna ägs av tillräckligt många aktieägare. Med allmän ägo innebär här aktieägare som äger mindre än tio procent av aktiekapitalet eller rösterna i bolaget, vilket följer av kommentaren till 2.3.12 OMX och för att kravet ska anses vara uppfyllt krävs enligt 2.3.11 OMX att 25 procent av aktierna i en serie ska finnas i allmän ägo. I kommentaren till 2.3.12 OMX kan vidare läsas att kravet

¹⁰³ Ibid., s. 193.

¹⁰⁴ Se de Ridler s. 294 och Ikenberry, Lakonshok, Vermaelen, s. 3.

beträffande antalet aktieägare normalt anses uppfyllt om bolaget har 500 aktieägare som vardera äger aktieposter om ca 1 000 euro. Enligt 2.3.12 OMX kan börsen bevilja dispens från kravet på att 25 procent av aktierna ska vara i allmän ägo om det bedöms att handeln i aktien ändå anses fungera tillfredställande. Detta förutsätter dock att ett stort antal aktier är i allmän ägo.

I det fall ett bolag inte uppfyller de ovan nämnda noteringskraven och inte har kunnat åtgärda dessa under en av börsen fastställd tidsram kan börsen med stöd av 2.8.2 p 2 OMX besluta om att bolaget ska avnoteras. Ett sådant beslut fattas av börsens disciplinnämnd enligt 2.8.3 OMX.

V ANGRÄNSANDE RÄTTSSOMRÅDEN

1 Aktiekursrelaterade incitamentsprogram

1.1 Bakgrund och syftet med incitamentsprogram

Incitamentsprogram av olika slag är en vanlig företeelse i det svenska näringslivet.¹⁰⁵ Framväxten av incitamentsprogram har lett till en omfattande materia på området med en rad olika upplägg för hur ett incitamentsprogram kan utformas. Detta avsnitt kommer att ge en bild av vad som motiverar incitamentsprogram utifrån den aktiekursrelaterade aspekten och hur detta område regleras. Vidare kommer endast incitamentsprogram som riktas till bolagsledningen att presenteras även om samma form av incitamentsprogram även skulle kunna riktas till andra anställda.

Syftet med aktiekursrelaterade incitamentsprogram är att företaget vill skapa ”lust och vilja” för en individ att agera i samma intresse som bolaget. Detta kan närmare definieras med hjälp av den så kallade principal-agent teorin. Denna teori tar sin utgångspunkt i att det råder ett missförhållande mellan principalens (aktieägarnas) och agentens (bolagsledningens) informationsinnehav. Denna informationsasymmetri riskerar att leda till att bolagsledningen tillskansar sig fördelar på bolagets bekostnad.¹⁰⁶ Incitamentsprogram är ett sätt att hantera detta förhållande. Genom att bolagsledningen får ett intresse som överensstämmer med bolagets, i detta fall att öka värdet på bolagets aktie, minskar risken för att bolagsledningen handlar på ett sätt som skulle minska värdet på bolagets aktie. Tilläggas kan att principal-agent konflikter är som mest påtagliga vid fördelningen av bolagets fria kapital, vilket är fallet vid förvärv av egna aktier.¹⁰⁷

1.2 Den rättsliga regleringen

1.2.1 Beslutsordningen

Beslutsordningen som råder vid upprättande av incitamentsprogram ser olika ut beroende på vem incitamentsprogrammet riktas till. I de fall programmen riktas till styrelsen aktualiseras 8 kap 23a § ABL. Här stadgas att det är bolagsstämman som ska besluta om arvode och ersättning till var och en av bolagets styrelseledamöter. Styrelsen har således ingen möjlighet att själva utforma riktlinjerna för de incitamentsprogram som riktas till dem. Detta till skillnad från när beslut fattas angående incitamentsprogram till

¹⁰⁵ Rutberg, Skog, s. 4.

¹⁰⁶ Samuelsson, s. 22.

¹⁰⁷ Jensen, s. 2.

ledande befattningshavare enligt 7 kap 61 § ABL. I dessa fall har styrelsen till uppgift att upprätta riktlinjer för incitamentsprogrammen enligt 8 kap 51 § ABL. Beslut om incitamentsprogrammen fattas därefter av bolagsstämman enligt 7 kap 61 § ABL.

I de fall incitamentsprogrammen involverar emission av aktier eller på annat sätt faller in under 16 kap 1 § ABL tillämpas inte beslutsordningen i 8 kap 23a eller 51 §§ ABL. I dessa situationer hänvisas istället till de så kallade leo-reglerna i 16 kap ABL.

En fråga som kan uppmärksammas är dock vilken korrelation det i praktiken kan råda mellan de incitamentsprogram som riktar sig till ledande befattningshavare, vilka styrelsen upprättar riktlinjer för, och de incitamentsprogram som styrelsen själva omfattas av.

1.2.2 Leo-reglerna – 16 kap ABL

Leo-reglerna uppkom i kölvattnet av den så kallade leo-affären, i vilken bolaget Sonesson inför en börsintroduktion av dess dåvarande dotterbolag Leo sålde nyemitterade leo-aktier till bolagsledningen i Sonesson till ett mycket förmånligt pris. Detta uppfattades som ett otillbörligt agerande från bolagsledningens sida varför en kommission tillsattes med syfte att utforma regler som avsåg att förhindra denna typ av agerande. Detta utmynnade sedan i 16 kap ABL.¹⁰⁸

Leo-reglerna uppställer krav på att i de fall vederlag utgår i form av riktade emissioner, i vårt fall inom ramen för incitamentsprogram till bolagsledningen, ska reglerna i 16 kap ABL tillämpas. Ett sådant beslut ska fattas av bolagsstämman och ett bemyndigande till styrelsen får inte ske, vilket följer av 16 kap 2 § ABL. För ett sådant beslut uppställs vidare ett kvalificerat majoritetskrav enligt 16 kap 5 § ABL, vilket innebär att beslutet måste ha biträttats av minst 90 procent av de avgivna rösterna såväl som 90 procent av de aktier som företräds vid bolagsstämman. Dessa regler har senare kommit att kompletteras med riktlinjer från AMN avseende vad som är att betrakta som god sed på aktiemarknaden i relation till leo-reglerna.

1.2.3 AMN 2002:1 – principuttalande

År 2002 framlade AMN ett principuttalande som syftade till att sammanföra tidigare uttalanden avseende vad som är att betrakta som god sed på aktiemarknaden i samband med incitamentsprogram i allmänhet och leo-reglerna i synnerhet. De riktlinjer som

¹⁰⁸ Se prop. 1986/87:76.

uppställs i detta uttalande kan således sägas vara vägledande för vad som generellt anses utgöra god sed på aktiemarknaden avseende incitamentsprogram.

AMN:s uttalande kompletterar 16 kap ABL i stora delar, men behandlar även situationer som inte direkt omfattas av denna reglering. Det finns ett par aspekter som här är av särskild vikt att framföra då de rent av är att se som en utvidgning av lagreglerna och går således inte att utläsa direkt ur lagstiftningen. AMN klargör att uppenbara kringgåenden av leo-reglerna i 16 kap ABL är att se som ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden. Detta innebär att i de fall ett bolag upprättar incitamentsprogram som inte direkt träffas av 16 kap ABL, men som till synes får samma effekt, istället kan angripas av börsens regelverk 5 OMX. Detta innebär att påföljder kan utdömas av börsens disciplinnämnd eftersom bolag som är registrerade på börsen har åtagit sig att följa god sed på aktiemarknaden, vilket följer av 5 OMX.

En annan aspekt som AMN uttalar sig om och som kan sägas vara av särskild betydelse då incitamentsprogrammen är knutna till aktiekursen, är program som baseras på syntetiska optioner. Med sådana program menas att styrelsen får vederlag kopplat till aktiekursen, men vederlaget består inte av någon rätt att i framtiden förvärva aktier utan ges istället i form av kontanta medel. AMN uppmärksammar i sitt uttalande att leo-reglerna inte är tillämpliga för program som baseras på syntetiska optioner. Det krävs således inte nio tiondelars majoritet för att besluta om ett sådant program. Vidare ligger det även inom styrelsens kompetensområde att fatta sådana beslut utan bolagsstämmans godkännande, varpå de blir garantier för att incitamentsprogrammen ligger i aktieägarnas intresse. Ett beslut av detta slag kan fångas upp av bolagets lojalitetsplikt och generalklausulen i 8 kap 41 § ABL.

AMN klargör även att då ett bolag förvärvar egna aktier som sedan överläts till optionsinnehavare i ett incitamentsprogram ska 16 kap ABL tillämpas.

1.2.4 Svensk kod för bolagsstyrning

Inom ramen för självregleringen har Kollegiet för svensk bolagsstyrning i Koden upprättat nya reviderade bestämmelser för ersättning till ledande befattningshavare.

Av III.9.4 Koden framgår att rörliga ersättningar ska vara kopplade till förutbestämda och mätbara prestationskriterier, vilka ska syfta till att generera ett långsiktigt värdeskapande i bolaget. I III.9.7 Koden stadgas specifika bestämmelser angående beslut kopplade till aktiekursrelaterade incitamentsprogram. Beslut om dessa typer av incitamentsprogram ska fattas av bolagsstämman och bolagsstämmans beslut ska omfatta

de väsentliga villkoren i programmet. Vidare gäller, vilket framgår av bestämmelsens andra stycke, att beslutsunderlaget ska möjliggöra för aktieägarna att i god tid före bolagsstämman på ett enkelt sätt bilda sig en uppfattning om motiven för programmet, de väsentliga villkoren i programmet samt eventuell utspädning och vad programmet sammanlagt kan beräknas kosta bolaget vid olika tänkbara utfall.

I III.9.8 Koden stipuleras att aktiekursrelaterade incitamentsprogram ska utformas med syfte att uppnå en ökad intressegemenskap mellan bolagets befattningshavare och dess aktieägare. Vidare fastslås att program som innebär förvärv av egna aktier ska utformas så att det främjar uppbyggnaden av bolagsledningens eget aktieinnehav.

2 Budplikt

2.1 Bakgrund och syftet med budplikt

Budplikt innebär att en aktieägare som skaffar sig kontroll över ett bolag ska vara skyldig att lämna ett bud på resterande aktier i bolaget.¹⁰⁹ Bestämmelserna om budplikt i svensk rätt återfinns i LUA och trädde i kraft år 2006. Ursprunget till LUA kan härledas från EU:s takeoverdirektiv¹¹⁰, vilket syftar till att harmonisera medlemsstaternas lagstiftning beträffande uppköpserbudanden vilket även inkluderar regler om budplikt.

Uppköpserbudanden var dock redan före införandet av LUA en relativt vanlig företeelse i Sverige och bestämmelserna rörande dessa frågor kom då ifrån NBK i form av rekommendationer om vad som var att betrakta som god sed på aktiemarknaden. NBK:s rekommendationer är numera intagna i Nasdaq OMX:s regelverk för emittenter vilket innebär att de fortfarande är vägledande i frågor angående budplikt för aktieägare vilka själva är noterade på Nasdaq OMX.¹¹¹

Syftet bakom reglerna om budplikt är att ge aktieägare möjlighet att lämna bolaget i det fall en aktieägare genom sitt aktieinnehav har tagit kontroll över bolaget.¹¹² Budplikten kan således ses som ett skydd för minoritetetsaktieägarna i bolaget.¹¹³ Vidare syftar

¹⁰⁹ Prop. 2005/06:140, s. 35.

¹¹⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden.

¹¹¹ Prop. 2005/06:140, s. 57.

¹¹² Prop. 2005/06:140, s. 117.

¹¹³ Ibid., s. 56.

reglerna om uppköpserbudanden i allmänhet till att ge aktieägare i bolag som riskerar att bli uppköpta en ”rättvis och rimlig behandling”.¹¹⁴

2.2 Den rättsliga regleringen

2.2.1 Lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

Huvudregeln beträffande budplikt återfinns i 3 kap 1 § LUA. Denna regel stadgar att den som innehar mindre än 30 procent av rösterna i ett aktiebolag vars aktier är upptagna på en reglerad marknad och som förvärvar aktier och därmed uppnår ett aktieinnehav som motsvarar 30 procent eller mer av samtliga röster i bolaget ska (1) omedelbart offentliggöra hur stort dennes aktieinnehav i bolaget är och (2) därefter, inom fyra veckor, lämna ett offentligt bud på samtliga aktier i bolaget i enlighet med bestämmelserna i 2 kap 1-3 §§ LUA.

Vid beräkning av aktieinnehavet ska även närståendes aktieinnehav inkluderas vilket framgår av 3 kap 1 § 1 st LUA. I närståendebegreppet inräknas enligt 3 kap 5 § LUA (1) företag i samma koncern som förvärvaren, (2) make eller sambo till förvärvaren, (3) barn som står under förvärvarens vårdnad, (4) den som förvärvaren träffat överenskommelse med om att gemensamt utöva sin rösträtt i bolaget för att långsiktigt uppnå ett bestämmande inflytande i bolaget och (5) någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att få kontroll över bolaget.

I förarbetena till lagen framgår att vid beräkningen av det totala antalet aktier ska även de aktier som bolaget själv innehar medräknas.¹¹⁵ Således påverkar inte det faktum att bolaget innehar egna aktier, vilka inte ger rösträtt enligt 7 kap 7 § ABL, beräkningen av en aktieägars budpliktsskyldighet.

I det fall en aktieägare uppnår ett aktieinnehav som överstiger 30 procent av det totala antalet röster i bolaget till följd av en åtgärd från bolaget eller någon annan aktieägare föreligger inte budplikt vilket följer e contrario av 3 kap 2 § LUA. Av samma paragraf framgår dock att i det fall en aktieägare förvärvar fler aktier efter det att denne har ”skjutits” över 30 procent föreligger budplikt med samma krav på att lämna ett offentligt bud och offentliggöra aktieinnehavet som i 3 kap 1 § LUA. Exempel på sådana åtgärder från bolagets och andra aktieägars sida som aktualiserar bestämmelsen i 3 kap 2 § LUA är inlösen av aktier med stöd av 20 kap ABL respektive omvandling av aktier till aktier

¹¹⁴ Prop. 2005/06:140, s. 34.

¹¹⁵ Ibid., s. 101.

med högre röstvärde med stöd av 4 kap 6 § ABL.¹¹⁶ Det fall då en aktieägare kommit över budpliktsgränsen i och med en åtgärd från bolaget eller annan men inte förvärvar fler aktier benämns som ”latent budplikt”.¹¹⁷

För att budplikt ska bortfalla krävs enligt 3 kap 6 § 1 st LUA att den budpliktsskyldige avyttrar det antal aktier som innebär att aktieägarens rösträtt överstiger 30 procent av det totala antalet aktier i bolaget, alternativt att någon annan eller bolaget företar en handling som innebär att den budpliktsskyldige ”skjuts” under budpliktsgränsen. Den budpliktsskyldige har även möjlighet att inom samma tid påkalla inlösen av de aktier som överstiger 30 procent enligt bestämmelserna i 22 kap ABL eller 14a kap försäkringsrörelselagen (1982:713), vilket följer av 3 kap 6 § 2 st LUA. Detta förutsätter dock att begäran om inlösen inte återkallas, ogillas eller avvisas.

I det fall budplikten inte fullföljs enligt 3 kap 1 § LUA har FI möjlighet att förelägga den budpliktsskyldige att avyttra det antal aktier som överstiger budpliktsgränsen eller ifall en aktieägare är budpliktsskyldig med stöd av närståendebestämmelserna i 3 kap 5 § p 1, p 4 eller p 5 förelägga att ett sådant förhållande upphör, vilket framgår av 7 kap 6 § 1 st LUA. I 7 kap 6 § 4 st LUA stadgas att ett sådant föreläggande får förenas med vite.

Möjligheten att få dispens från budplikt kan ges i fall då det finns särskilda skäl. Huvudregeln angående dispens återfinns i 7 kap 5 § LUA där det stadgas att FI beslutar om undantag från budplikt och att ett sådant undantag får förenas med villkor. FI har dock möjligheten att, efter regeringens bemyndigande, delegera detta ansvar till ett organ bestående av företrädare för näringslivet, vilket följer av 7 kap 10 § LUA. Denna uppgift har tillfallit AMN, vilket tycks ha varit lagstiftarens vilja.¹¹⁸ Exempel på när AMN har beviljat dispens från budplikt är vid emission som ett led i rekonstruktion och företrädesemission¹¹⁹, emissionsgarantier¹²⁰, apportemission vid förvärv¹²¹ och fall då inget kontrollägarskifte¹²² de facto har ägt rum. I det sistnämnda fallet syftas på situationer där en aktieägare redan innan förvärvet har ett aktieinnehav i bolaget som medför att denne kan utöva kontroll över bolaget. Vidare har FI, enligt 7 kap 4 § LUA

¹¹⁶ Prop. 2005/06:140, s 102.

¹¹⁷ www.aktiemarknadsnamnden.se/guide-till-uttalanden__39.

¹¹⁸ Prop. 2005/06:140, s. 82.

¹¹⁹ AMN 2006:41, 2009:7 och 2009:8.

¹²⁰ AMN 2006:43, 2008:36 och 2009:5.

¹²¹ AMN 2007:37, 2008:34 och 2009:9.

¹²² AMN 2007:1 och 2007:8.

skyldighet att efter ansökan lämna tolkningsbesked om ifall budplikt föreligger för en viss situation. Även denna funktion har delegerats till AMN med stöd av 7 kap 10 § LUA.

2.2.2 AMN uttalanden – förvärv av egna aktier i relation till budplikt

De kanske viktigaste uttalandena från AMN angående förvärv av egna aktier och som är av störst intresse för denna uppsats, då de rör frågan om förvärv av egna aktier i relation till budplikt, är AMN 2000:9 och 2007:8.

Nämndens uttalande i AMN 2000:9 består av tre relevanta delar. Inledningsvis konstaterar nämnden att ett förvärv av egna aktier som resulterar i att en viss aktieägare får ett aktieinnehav motsvarande 40 procent¹²³ eller mer (nuvarande 30 procent enligt 3 kap 1 § LUA) av det totala röstetalet i bolaget inte utlöser budplikt. Vidare konstaterar nämnden att inlösen av de förvärvade aktierna enligt reglerna i 20 kap ABL inte heller ger en aktieägare som får ett aktieinnehav motsvarande 40 procent budpliktsskyldighet. Dessa båda frågor korrelerar med den nuvarande bestämmelsen i 3 kap 2 § LUA som stadgar att budplikt inte utlöses för någon som genom åtgärder från bolagets sida uppnår 30 procent av rösterna i bolaget. Nämnden går därefter vidare med att besvara frågan om budplikt utlöses i det fall någon som fått ett aktieinnehav som motsvarar 40 procent till följd av att bolaget förvärvat av egna aktier som därefter lösts in och aktieinnehavaren därefter gör ytterligare förvärv. I detta fall konstaterar nämnden att budplikt föreligger och att situationen är att likna vid fallet då en aktieägare har givits dispens från budplikt upp till en viss gräns. En kontrollaktieägare ges inte rätt att förvärva aktier över gränsen för vilken han eller hon givits dispens utan att lämna ett erbjudande till samtliga aktieägare. Således kan inte heller en aktieägare som fått ett aktieinnehav motsvarande 40 procent till följd av inlösen av förvärvade aktier förvärva ytterligare aktier utan att lämna ett erbjudande till övriga aktieägare. Det kan här också nämnas att även detta uttalande korrelerar med bestämmelsen i 3 kap 2 § LUA som föreskriver att budplikt utlöses för en aktieägare som fått ett aktieinnehav motsvarande 30 procent av rösterna i bolaget till följd av åtgärder från bolagets sida och därefter förvärvar ytterligare aktier.

I AMN 2007:8 förtydligar nämnden sitt tidigare uttalande från år 2000. Vid tiden för uttalandet i AMN 2007:8 hade även bestämmelserna i LUA trätt i kraft vilket delvis gav nämnden en annan grund för sin ståndpunkt än i uttalandet i AMN 2000:9 eftersom de

¹²³ Vid tidpunkten för detta uttalande föreskrev NBK:s rekommendationer att budplikt skulle inträda vid ett aktieinnehav motsvarande 40 procent av de totala rösterna i bolaget. Rekommendationerna kom dock att ändras till 30 procent i november år 2003. Se Prop. 2005/06:140, s. 92.

kunde söka stöd i förarbetena till lagen. Nämnden konstaterade i uttalandet, genom hänvisning till förarbetena¹²⁴, att förvärv av egna aktier ska medräknas vid beräkning av antal röster i bolaget. I detta fall hade dock aktierna lösts in enligt bestämmelserna i 20 kap ABL varmed en aktieägare (Volkswagen) uppnått en röstandel i bolaget om 34 procent. I och med detta skulle ytterligare förvärv av aktieägaren resultera i budplikt enligt 3 kap 2 § LUA. Nämnden beviljade dock aktieägaren dispens från budplikt med villkor att de inte fick förvärva mer än 49,99 procent av det totala antalet röster i bolaget.

Sammanfattningsvis kan, av nämndens uttalanden angående budplikt i relation till förvärv av egna aktier, konstateras att en aktieägare inte kan "skjutas" över gränsen för budplikt varken enligt 3 kap 1 § LUA eller 3 kap 2 § LUA till följd av att bolaget förvärvar egna aktier. Grunden för detta finner vi i förarbetena till LUA.¹²⁵ I det fall ett bolag löser in egna aktier som de har förvärvat föreligger dock latent budplikt enligt 3 kap 2 § LUA eftersom aktierna då inte längre kommer att ingå i beräkningen av det totala röstvärdet.

¹²⁴ Prop. 2005/06:140, s. 101.

¹²⁵ Ibid., s. 101.

VI ANALYS OCH SLUTSATS

1 "Till vems nytta och i vilket syfte"

I den ovan gjorda framställningen har instrumentet förvärv av egna aktier beskrivits med fokus på det nya lagförslaget om att slopa den nuvarande tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL. Vidare har regleringen som omfattar områdena *incitamentsprogram* och *budplikt* samt generella bestämmelser som aktualiseras då ett företag förvärvar egna aktier behandlats. I den kommande framställningen kommer förvärv av egna aktier att analyseras utifrån en konsekvensinriktad infallsvinkel med fokus på frågor rörande budplikt och incitamentsprogram. För de båda områdena kommer förslag på hur lagstiftaren alternativt näringslivet bör bemöta de konsekvenser som uppmärksammas i analysen. Avslutningsvis kommer jag att ge min syn på framtidsutsikterna för instrumentet förvärv av egna aktier där särskild vikt har lagts vid förslaget på sloandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL.

2 Är aktiv kursvård att se som en otillbörlig åtgärd?

Diskussioner om styrelsens möjlighet att bedriva aktiv kursvård förs till och från. Denna fråga kan ta sin utgångspunkt i att bolagsledningen ska verka i aktieägarnas intresse, vilket kan sägas korrelera med i bolagsledningens lojalitetsplikt. Vidare kan sägas att aktieägarna har ett intresse av att värdet på deras aktier är högt och att detta i sin tur är ett argument för att styrelsen vidtar åtgärder som håller uppe aktiekursen, vilket i sig får anses vara i linje med lojalitetsplikten. Å andra sidan har det framförts åsikter i doktrinen om att aktiv kursvård inte är något som styrelsen bör befatta sig med.¹²⁶ Likaså framgår av förarbetena till 19 kap ABL att förvärv av egna aktier inte ska fungera som ett sätt för bolaget att påverka aktiekursen.¹²⁷ I kontrast till detta så förs det fram, i såväl svensk som utländsk ekonomisk doktrin, att själva kurspåverkan som föranleds av förvärv av egna aktier är en bidragande anledning till varför förvärv av egna aktier är ett bra alternativ när det kommer till att förvalta bolagets fria egna kapital.¹²⁸ Detta indikerar att lagstiftningen inte tillämpas i linje med dess syfte.

Aktiespararnas bolagsövervakare Gunnar Ek menar att det är självklart att förvärv av egna aktier har en kursdrivande effekt och att detta kan utnyttjas för att lyfta en

¹²⁶ af Sandeberg, Servenius / Lindskog, s.161.

¹²⁷ Prop. 1999/2000:34, s. 56.

¹²⁸ Se exempelvis Dittmar s. 5, de Riddler s. 294 och af Sandeberg, Servenius / Lindskog, s.161.

aktiekurs.¹²⁹ Detta har, som ovan beskrivits, kritiserats i doktrinen och kan i mångt och mycket ses som ett tveksamt utnyttjande av lagstiftningen. Det har i denna uppsats konstaterats att ur ett rent företagsekonomiskt perspektiv sker diskussionen beträffande aktiv kursvård på en annan nivå än ur ett strikt juridiskt perspektiv. Många ser förvärv av egna aktier som ett medel att just höja aktiekursen, vilket inte får anses ha varit lagstiftarens intention.

Anna Gårdö skriver att ”det sannolikt är praktiskt omöjligt att undgå varje form av missbruk vad avser illojala beteenden vid handel med egna aktier”¹³⁰, vilket är något som jag är beredd att hålla med om. Detta är dock något som bör uppmärksammas, särskilt då aktiemarknaden är beroende av allmänhetens förtroende och att reglerna som är instiftade för att upprätthålla förtroendet dessutom verkar i detta syfte.

2.1 Aktiv kursvård i samband med aktiekursrelaterade incitamentsprogram

Frågan angående aktiv kursvård ställs på sin spets när det gäller dess kopplingen till aktiekursrelaterade incitamentsprogram. Det finns då inte enbart ett handlingsutrymme för bolagsledningen att verka i aktieägarnas intresse utan även ett starkt vägande incitament för att hålla upp kursen för att själva kunna tillgodogöra sig vinst. I USA har det gjorts studier som visar på att aktiekursrelaterade optionsprogram till bolagsledningen kan vara en bidragande orsak till den ökning som har skett av förvärv av egna aktier.¹³¹ Detta kan bero på att förvärv av aktier är ett bättre alternativ, sett ur bolagsledningens perspektiv, framför att exempelvis göra nyinvesteringar. Detta trots att investeringar kan vara mer värdeskapande för aktieägarna på lång sikt.

Gårdö framför i sin artikel att det faktum att så många bolag idag ”återköper egna aktier för att understödja optionsprogram skulle kunna tyda på att bolagsledningen utnyttjar sitt kontrollvakuum för att gynna sig själva framför aktieägarna”.¹³² I likhet med detta menar de Riddler att huvudmotivet till förvärv av egna aktier är att det pressar upp bolagens aktiekurs och därigenom också ledningens bonusar i de fall bonusarna är kopplade till kursutvecklingen.¹³³ Vidare menar han att de privatekonomiska motiven som förvärv av egna aktier medför då bolaget har incitamentsprogram kopplat till kursutveckling är

¹²⁹ Öhrn, DI, 23 feb 2008.

¹³⁰ Gårdö, s. 1077.

¹³¹ Fenn, Liang, s. 3.

¹³² Gårdö, s. 1081.

¹³³ Realtid, 20 feb 2008.

uppenbara.¹³⁴ Detta får anses vara ett problem med regleringen vilket bör uppmärksammas och åtgärdas i den mån det är möjligt.

Det faktum att det kan finnas ett intresse från bolagsledningens sida att agera kortsiktigt för egen vinning är något som här särskilt bör uppmärksammas då detta är att se som en inneboende problematik i publika bolag med spritt ägande. Förvärv av egna aktier kan anses stå i strid med ett långsiktigt värdeskapande i bolaget då alternativet att nyinvestera står till buds. Ser vi till exemplet med AstraZeneca som ovan beskrivits kan vi fråga oss om det ur ett långsiktigt perspektiv verkligen är det bästa alternativet för aktieägarna att bolaget köper tillbaka egna aktier framför att spendera de finansiella resurserna på forskning och utveckling. Ur ett kortsiktigt perspektiv skulle detta kunna ses som fördelaktigt för aktieägarna i allmänhet och bolagsledningen i synnerhet eftersom det får en positiv påverkan på aktiekursen. Investering i forskning och utveckling hade troligtvis inte haft denna positiva effekt eftersom sådana utgifter vanligtvis kostnadsförs och därmed ej tas upp som en tillgång i balansräkningen.

De problem som förvärv av egna aktier inbegriper kan sägas slå mot två olika intresseområden då förvärvet görs i samband med aktiekursrelaterade incitamentsprogram. För det första kan det få inverkan på allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Det faktum att bolagen själva har möjlighet att styra aktiekursen och att detta faktiskt görs med innehav av insiderinformation kan ses som otillbörligt. Eftersom ett sådant val kanske inte i alla fall görs utifrån bolagets bästa kan ödesdigra konsekvenser beträffande allmänhetens förtroende för aktiemarknaden uppstå. För det andra så är detta även en problematik som slår direkt mot aktieägarna. Detta eftersom bolagsledningen vid beslutsfattandet har att välja mellan olika alternativ för hur fritt eget kapital ska användas och där ett av alternativen är mera förmånligt för dem själva, vilket kan riskera att åsidosätta bolagsledningens lojalitetsplikt.

2.2 Förslag på åtgärder

Ett möjligt tillvägagångssätt för att komma till rätta med detta problem är att bolag med incitamentsprogram kopplade till kursutvecklingen som regel beaktar eventuella förvärv av egna aktier och justerar den kurs som ska ligga till grund för incitamentsprogrammen därefter. Aktiekursrelaterade incitamentsprogram är ju tänkt att fungera som en drivkraft för att få bolagsledningen att skapa värden i företaget och att detta ska återspeglas i utvecklingen på aktiekursen. Förvärv av egna aktier kan inte per definition anses vara

¹³⁴ Öhrn, DI, 23 feb 2008.

värdeskapande för bolaget. Förvisso höjer det varje aktieägars andel av framtida kassaflöden men det är inget som utvärderar styrelsens arbete och skulle närmare vara att se som så kallade windfall profits. Att justera den aktiekurs som ligger till grund för incitamentsprogrammen kan därför såväl ur ett rent företagsekonomiskt som juridiskt perspektiv anses vara ett gångbart argument. Därmed undanröjs problemet med att bolagsledningen väljer att förvärva egna aktier framför eventuella nyinvesteringar, samtidigt som man indirekt angriper det incitament som finns hos bolagsledningen att tillämpa aktiv kursvård. En åtgärd av detta slag skulle exempelvis kunna införas i Koden. Inom många ägarpolicyer framgår redan att aktiekursrelaterade incitamentsprogram inte ska påverkas av exempelvis den allmänna tillväxten.¹³⁵ Stöd för detta kan även sökas i utländska källor så som exempelvis den så kallade Greenburry-rapporten där det stadgas att "...directors should not be rewarded for increase in shareprices or other indicators which reflect general movements in stock market, movements in a particular sector of the market or the development of regulatory regimes".¹³⁶ Med detta som utgångspunkt är det enligt min mening rimligt att även beakta den påverkan som förvärv av egna aktier har på aktiekursen då bolagsledningens incitamentsprogram utformas.

Vad som dock kan vara en nackdel med en åtgärd av detta slag är att det kan få en negativ effekt på förvärv av egna aktier som ett medel att faktiskt bedriva en effektiv kapitalallokering, vilket var det huvudsakliga motivet till att införa möjligheten för marknadsnoterade bolag att förvärva egna aktier. I det fall bolagsledningen vet att den aktiekurs som sedan kommer att ligga till grund för deras incitamentsprogram per automatik sätts ner vid förvärv av egna aktier är ett sådant förfarande inte att se som neutralt i förhållande till övriga alternativ. En åtgärd av detta slag kan således få en omvänd effekt där styrelsen väljer att inte förvärva egna aktier då de anser att de personligen missgynnas av ett sådant handlande. Det bör dock uppmärksammas att ett sådant handlande riskerar att strida mot bolagsledningens lojalitetsplikt.

En annan mindre ingripande åtgärd skulle kunna vara att bolagsledningen då bolaget förvärvar egna aktier skulle vara tvungna uppmärksamma de konsekvenser ett sådant förvärv skulle få på aktiekursen och därmed hur förvärvet påverkar styrelsens vederlag i de aktiekursrelaterade incitamentsprogrammen. Ett sådant upplägg skapar en medvetenhet hos aktieägarna vilket bidrar till en större förståelse för innebörden av ett

¹³⁵ Aktiespararnas ägarstyrningspolicy 2007, Första AP-fondens ägarpolicy 2009.

¹³⁶ Directors' remuneration – report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury, 6.39.

förvärv av egna aktier. Den inneboende fördelen som förvärv av egna aktier innebär för bolagsledningen uppmärksammas och aktieägarna blir varse om rådande förhållanden vilket medför att de kan fatta ett mer välgrundat beslut. Vidare kan detta sägas öka genomsynen av aktiemarknaden i stort när det kommer till förvärvens påverkan på kursutvecklingen. Detta då sådan information skulle behöva offentliggöras inom ramen för 3.1.3 OMX. Ett mer konsekvensinriktat förhållningssätt till förvärv av egna aktier i förhållande till aktiekursrelaterade incitamentsprogram kan bidra till att öka förtroendet för aktiemarknaden samtidigt som det utjämnar den informationsasymmetri som kan finnas mellan bolagsledningen och aktieägarna. Denna belastning torde inte medföra någon större börda för de berörda bolagen. Detta gäller särskilt om åtagandet ges inom ramen för självregleringen och förs in i Koden, eftersom bolagen då kan frångå åtagandet med stöd av principen följ eller förklara.

3 Förvärv av egna aktier – ett "alternativ" till budpliktsförvärv

De konsekvenser som kan uppkomma vid förvärv av egna aktier i relation till budplikt är vid en första anblick inte helt tydliga. För att förstå kopplingen mellan dessa båda områden är det av vikt att vara medveten om att ett bolag som äger egna aktier inte kan utöva rösträtt för dessa vilket följer av 7 kap 7 § ABL. I det fall ett bolag förvärvar egna aktier höjs således det relativa röstvärdet för övriga aktier i bolaget. Går vi över till bestämmelserna om budplikt i 3 kap 1-2 § LUA kan vi konstatera att reglerna tar sikte på antalet röster i bolaget och inte antalet aktier. Med en bokstavstolkning av de båda bestämmelserna skulle förvärv av egna aktier vara att se som en sådan åtgärd från bolagets sida som åsyftas i 3 kap 2 § LUA och som kan resultera i att en aktieägare får latent budplikt om bolagets förvärv medför att aktieägaren får ett aktieinnehav motsvarande 30 procent av rösterna i bolaget. Detta är dock inte fallet, vilket framgår av förarbetena till LUA eftersom aktier som ägs av bolaget ska medräknas vid beräkning av budpliktsgränsen.¹³⁷ Det råder således inte kongruens mellan bestämmelserna i 7 kap 7 § ABL och 3 kap 1-2 §§ LUA.

Vi kan här hypotetisk arbeta med ett par tänkbara scenarion för hur röstfördelningen för aktieägare påverkas då ett bolag förvärvar egna aktier. I dagsläget skulle ett förvärv av egna aktier med 10 procent innebära att en aktieägare med 29,99 procent av aktierna fick

¹³⁷ Prop. 2005/06:140, s. 101.

ett aktieinnehav som representerar 33,32 procent av rösterna på bolagsstämman.¹³⁸ AMN har även möjlighet att ge aktieägare dispens ifrån budplikt vilket många gånger har givits med motivering att det trots ett innehav över 30 procent av det totala antalet röster i bolaget inte har skett något de facto kontrollägarskifte. I de fall aktieägare tilldelas dispens är det inte ovanligt att AMN villkorar dispensen med att aktieägaren endast får förvärva aktier upp till 49,99 procent av rösterna i bolaget.¹³⁹ I ett sådant fall skulle ett förvärv av egna aktier om 10 procent innebära att en aktieägare som innan förvärvet har 49,99 procent av rösterna i bolaget får ett innehav motsvarande 55,54 procent av de faktiska rösterna i bolaget. I dagsläget kan således en ensam aktieägare som har beviljats dispens från budplikt upp till 49,99 procent ensamt inneha absolutmajoritet på bolagsstämman. Detta scenario ställs ytterligare på sin spets om vi beaktar att alla aktieägare sällan är närvarande på bolagsstämman och att de aktier som bolaget har förvärvat inte nödvändigtvis måste motsvara 10 procent av rösterna i bolaget eftersom 19 kap 15 § ABL stadgar att bolaget får förvärva upp till 10 procent av samtliga aktier i bolaget. Möjligheten för bolaget finns således att förvärva röststarka aktier vilket ytterligare kan ge en ensam aktieägare en högre röstandel än 55,54 procent trots att samtliga aktieägare är närvarande på bolagsstämman.

Ser vi på frågan med beaktande av det nya lagförslaget ändras de ovan nämnda utfallen. Bolagen kan då förvärva egna aktier fritt och det finns inget stopp för hur stor en aktieägare kan bli med stöd av reglerna i ABL. Detta skulle ge en enskild aktieägare, som innehar mindre än 30 procent av rösterna i bolaget, möjlighet att överskrida gränsen för absolut majoritet i bolaget utan att behöva lämna ett offentligt bud enligt bestämmelserna i 3 kap LUA.¹⁴⁰ Vidare skapar de nya reglerna möjligheten för en aktieägare att uppnå kvalificerad majoritet om såväl två tredjedelar som 90 procent utan att budpliktsskyldighet utlöses.¹⁴¹

¹³⁸ Här förutsätts att alla aktieägare är närvarande på bolagsstämman och att alla aktier representerar samma röstvärde samt att de aktier som återköps har samma röstvärde som övriga aktier, vilket mycket sällan eller aldrig är fallet i verkligheten.

¹³⁹ Så var fallet exempelvis i AMN 2007:8.

¹⁴⁰ För att en aktieägare som innehar 29,99 procent av rösterna i bolaget och således inte överstiger gränsen för budplikt enligt 3 kap 1 § LUA krävs att bolaget förvärvar 40,2 procent egna aktier för att aktieägaren ska inneha 50 procent av rösterna i bolaget.

¹⁴¹ För att aktieägaren ska inneha två tredjedelar av rösterna i bolaget krävs att bolaget förvärvar ca 55,11 procent av de egna aktierna och ca 66,68 procent för att aktieägaren ska inneha 90 procent av

Enligt den nuvarande regleringen i 19 kap 15 § ABL som stadgar att bolag endast får förvärva 10 procent av det totala antalet aktier i bolaget är utfallen inte lika anmärkningsvärda som när ett bolag ges möjligheten att fritt förvärva aktier enligt det nya lagförslaget. De reella effekterna av förvärv av egna aktier är svåra att uttala sig om då det beror på vilken typ av aktier som har återköpts (A- eller B-aktier) och hur många aktieägare som faktiskt närvarar på bolagsstämman. Det som dock bör uppmärksammas är att det rent teoretiskt finns möjlighet för aktieägare att utöva kontroll i bolag upp till gränserna för absolut majoritet samt kvalificerad majoritet om två tredjedelar respektive 90 procent. Beroende på strukturen av aktieägare i ett bolag och hur aktiva dessa aktieägare är på bolagsstämman finns det således möjlighet för en aktieägare att uppnå kontroll i bolaget genom att bolaget förvärvar egna aktier. Risken som jag ser är att starka aktieägare förordar förvärv av egna aktier av denna anledning som ett alternativ till budplikt. Detta skulle i sin tur innebära att syftet med budplikt, att ge minoritetsägarna möjlighet att lämna bolaget inom ramen för det bud som ges i det offentliga uppköpserbjudandet, går förlorat. Denna fråga blir ytterligare problematisk om vi ser till möjligheten att frångå företrädesrätten vid nyemission enligt 13 kap 1 § ABL och besluta om riktade emissioner enligt 15 kap ABL. I det fall en aktieägare uppnår ett aktieinnehav som motsvarar två tredjedelar av rösterna på bolagsstämman finns möjligheten att besluta om att emittera nya aktier riktade till sig själv, vilket följer av bestämmelserna i 15 kap 1-2 §§ ABL. Detta innebär att en aktieägare som uppnår två tredjedelar av rösterna i bolaget har möjlighet på bolagsstämman besluta om att bolaget ska förvärva ytterligare aktier och att rikta emissioner till sig själv. Båda dessa beslut skulle, tillsammans eller enskilt, kunna medföra att aktieägaren får ett aktieinnehav motsvarande 90 procent av rösterna i bolaget och således besluta om inlösen av de resterande aktierna enligt 22 kap 1 § ABL.

En viktig aspekt som dock bör noteras är att dessa situationer är teoretiska extremfall och förutsätter dels en aktieägares intention att ta över bolaget med hjälp av att förordar förvärv av egna aktier dels en minoritet som inte är aktiv eller reagerar på dessa intentioner. I dagsläget finns nämligen lagstiftning som hindrar att de ovan skisserade exemplen inte kan uppstå från en dag till en annan. För det första krävs bolagsstämmans

rösterna i bolaget. I det fall en aktieägare har beviljats dispens från budplikt upp till 49,99 procent skulle det krävas att bolaget förvärvade ca 25,02 procent för att aktieägaren ska inneha två tredjedelar av rösterna i bolaget och för 90 procent av rösterna skulle kräva att bolaget förvärvar ca 44,46 procent av de egna aktierna.

medgivande om att förvärva egna aktier vilket kräver två tredjedelars majoritet. För det andra uppställs det i stödlagstiftning handelshinder som begränsar bolagets möjlighet att under kort tid förvärva egna aktier. I Nasdaq OMX:s regelverk uppställs exempelvis att ett bolag endast får förvärva 25 procent av dagsomsättningen i den egna aktien vilket följer av 2.3.11 OMX.

Faktum kvartår dock att förvärv av egna aktier, efter lagändringen, ger aktieägare möjligheten att öka sitt innehav till nivåer som stärker dess kontroll i bolaget utan att övriga aktieägare ges möjligheten att lämna bolaget genom ett offentligt bud. I det fall ingen ändring sker avseende förvärv av egna aktiers påverkan på budpliktsberäkningen är det av vikt att få klarhet i hur ett sådant scenario förhåller sig till god sed på aktiemarknaden varför AMN bör inta en aktiv roll genom att ge tydliga uttalanden i frågan. Ett principuttalande på området i anledning av lagändring är enligt min mening i sådant fall av intresse.

3.1 Förslag på åtgärder

Eftersom effekterna på området är svåra att överblicka i dagsläget då de närmast är att se som hypotetiska scenarion och som framför allt skulle få störst genomslag i och med ikraftträdandet av det nya lagförslaget är det vanskligt att ge några konkreta förslag på åtgärder. Problemet är dock teoretiskt framställt här ovan varför det finns anledning att presentera tänkbara åtgärder för hur vi proaktivt kan minska de icke önskvärda effekterna.

I den nuvarande ordningen gäller att förvärv av egna aktier ska medräknas vid beräkning av budpliktsgränsen i 3 kap 1 § LUA. Detta följer av prop. 2005/06:140 s. 101 och bekräftas i AMN 2007:8. Det ges ingen motivering till varför så är fallet. Troligtvis grundar sig detta i att egna aktier som ägs av bolaget kan överlåtas med stöd av 19 kap 32 § ABL, vilket därmed skulle innebära att bolaget får fler utestående aktier som sänker det relativa röstvärdet för övriga aktier. Detta förfarande är dock inte helt olik fallet då ett bolag löser in egna aktier enligt 20 kap ABL för att sedan besluta om en nyemission enligt 13 kap ABL. I det fall bolaget inte har löst in de egna aktierna har de i princip samma ställning som om de vore inlösta då de inte ger rätt till utdelning, 4 kap 44 § ABL, eller finns möjlighet att utöva rösträtt i aktierna, 7 kap 7 § ABL. Vidare gäller i princip samma beslutsförfarande vid överlåtelse av egna aktier och nyemission. I det fall de egna aktierna överlåts på en reglerad marknad krävs kvalificerade majoritetskrav om två tredjedelar vilket följer av 19 kap 33 § ABL. Samma majoritetskrav gäller för nyemission i

det fall företrädesrätten frångås enligt 13 kap 1 § ABL. I det fall de egna aktierna inte överläts på en reglerad marknad ska bestämmelser i 11 och 13 kap ABL om nyemission tillämpas enligt 19 kap 35 § ABL. Ett beslut om överlåtelse av egna aktier bör därför inte anses vara ett effektivare sätt att höja det relativa röstvärdet för övriga aktier än ett beslut om nyemission. Enligt min mening är det därför rimligt att såväl inlösen av egna aktier som förvärv av egna aktier faller in under rekvisitet ”åtgärder från bolagets sida” i 3 kap 2 § LUA och att en aktieägare som till följd av en sådan åtgärd skjuts över gränsen för budplikt får latent budplikt. Egna aktier ägda av bolaget bör således enligt min mening inte räknas med vid beräkningen av budpliktsgränsen på samma sätt som inlösta aktier inte medräknas.

Förslagsvis bör lagstiftaren vid det fortsatta arbetet med det nya lagförslaget även utreda om slopandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL även påkallar en ändring av den nuvarande ordningen avseende förvärvade egna aktiers relation till budplikt. Det kan dock vara svårt att få en tydlig bild av den verkliga effekten av förvärv av egna aktiers påverkan på röstfördelningen och beslutsfattandet i bolag varför empiriska studier bör göras efter det att det nya lagförslaget träder ikraft. Det är dock av vikt att problematiken uppmärksammas idag för att göra de organ som verkar på området, lagstiftaren, FI och AMN, är medvetna om de konsekvenser som kan följa av den föreslagna lagändringen.

4 Avslutande kommentar och framtidsutsikt

Det faktum att marknadsnoterade bolag numera får förvärva egna aktier i Sverige har inneburit en rättslig reglering som troligtvis är här för att stanna. Detta inte minst eftersom reglerna anses medföra en effektivare kapitalanvändning som dessutom står i överstämmelse med internationella uppfattningar och regelverk. Lagstiftaren har på flera håll infört såväl offentligrättslig reglering som påkallat självreglering för att komma åt problematik som kan aktualiseras vid förvärv av egna aktier. Inte att förglömma är att rättsområdet avseende den finansiella marknaden och det klimat som näringslivet verkar i är under snabb och ständig förändring. Dessutom finns det starka incitament att göra snabb ekonomisk vinst vilket påverkar bolagens och bolagsledningens ageranden. Detta kräver en föränderlig och flexibel rättslig reglering på området. Det faktum att ett bolag håller sig inom det rättsliga regelverket ger dock inte till fullo en garanti för att risken för kursmanipulation eller andra illegitima handlanden helt och hållet undviks. I den gjorda analysen har ett par implikationer uppmärksamats beträffande instrumentet förvärv av egna aktier vilket ger en bild av den problematik som kringgärdar detta rättsområde.

Med beaktande av frånvaron av en utförlig konsekvensanalys i det nya lagförslaget är det svårt att i dagsläget få klarhet i vad som kommer bli följderna av lagförslaget. I min mening finns det såväl positiva som negativa effekter som är värda att uppmärksamma.

För det första kan nämnas att det trots förslaget om lagändringen i 19 kap 15 § ABL kommer finnas stödlagstiftning som begränsar bolagens möjlighet att förvärva egna aktier. De kanske mest tydliga av dessa regler återfinns i Nasdaq OMX:s noteringskrav som i 2.3.10 OMX jämte 2.3.11 OMX föreskriver att minst 25 procent av ett bolags aktier ska vara i allmän ägo för att bolaget ska kunna notera sina aktier på Nasdaq OMX. Ser vi detta jämte det faktum att endast marknadsnoterade bolag får förvärva egna aktier enligt 19 kap 13 § ABL jämte 19 kap 4 § ABL är det högst osannolikt om ens möjligt att ett bolag innehar samtliga aktier utom en aktie som är den gräns som föreslås inskrivas i 19 kap 5 § ABL.¹⁴² Den faktiska gränsen för hur många aktier som måste ägas av annan än bolaget kommer således att vara högre än en aktie.

För det andra är det enligt min mening troligt att lagändringen kan medföra att bedömningen angående förvärv av egna aktier i förhållande till försiktighetsregeln i 17 kap 3 § ABL blir viktigare. Det är uppenbart att den möjlighet som ges med lagändringen riskerar att inkräkta på kapitalskyddsreglerna i större utsträckning än innan lagändringen då egna aktier endast fick förvärvas inom tioprocentsspärren till skillnad från när det står ett bolag fritt att förvärva egna aktier enligt ABL. Med beaktande av försiktighetsregelns generella utformning, vilket påkallar en bedömning i varje enskilt fall, och det därtill knuta personliga ansvaret för bolagsledningen enligt 29 kap 1 § ABL är det min uppfattning att förslag om förvärv av egna aktier, med stöd av 19 kap 22 § ABL, kan komma att göras utifrån en mer väl övervägd bedömning med särskild hänsyn tagen till försiktighetsregeln i 17 kap 3 § ABL. Med andra ord öppnar lagändringen upp för ett tydligare ställningstagande beträffande förvärv av egna aktier och ett mer aktivt beslutsfattande, där krav ställs på noga övervägda bedömningar över hur förvärven påverkat bolagets ekonomiska ställning. Som framgått av den ovan gjorda analysen finns det dock vissa komplikationer som bör ses över. Detta gäller såväl bedrivandet av aktiv kursvård i det fall bolagsledningen har ett eget intresse i att bolaget förvärvar egna aktier som konflikten som uppstår då förvärven görs för att ge en aktieägare kontroll genom att öka sin procentuella röstandel långt över budpliktsgränsen, 30 procent, utan att behöva lämna ett offentligt bud enligt 3 kap 1 kap LUA.

¹⁴² Ds 2010:8, s. 31.

För det tredje kan det nya lagförslaget komma att medföra ett mer öppet och aktivt ställningstagande avseende förvärv av egna aktier i stort. I dagsläget då förvärv av egna aktier endast kan göras upp till 10 procent är de komplikationer som kan följa av ett förvärv inte av sådan signifikans att effekten blir uppenbar eller ens betydande. Utan denna begränsning blir dock de eventuella effekterna mer tydliga, vilket kan få till följd att aktörerna som påverkas av förvärven intar en mer aktiv roll än tidigare. Exempelvis kan minoriteten utnyttja möjligheten att besluta om utdelning med stöd av 18 kap 11 § ABL för att därmed förhindra att majoriteten utnyttjar möjligheten att ta kontroll över bolaget genom att påkalla förvärv av egna aktier.

Vad gäller de negativa effekterna kan eventuella konsekvenser av förvärv av egna aktier, som riskerar att bli mer påtagliga i och med slopandet av tioprocentsspärren, komma att kräva att lagstiftaren intar en mer aktiv roll genom att motverka eventuella missbruk med hjälp av stödlagstiftning till bestämmelserna i ABL. Detta kan ske inom ramen för såväl självreglering som lagstiftning. I denna uppsats har ett par förslag givits för hur lagstiftaren kan gå tillväga i sitt arbete. Vad gäller frågan om förvärv av egna aktier i relation till bedrivande av aktiv kursvård är jag av den uppfattningen att lagstiftningen bör ses över för att komma åt de problem som beskrivits i denna uppsats. I vart fall bör problematiken uppmärksammas för att aktieägare lättare ska kunna utvärdera och besluta i frågor som rör förvärv av egna aktier i de fall som bolaget har utställt aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen. Incitamentsprogram som har för avsikt att till viss del komma till rätta med principal-agent förhållandet skapar en inneboende problematik av likartat slag. Denna är dock inte lika tydlig som den traditionella, då den ger sken av att vila på legitima grunder. Det är därför av stor vikt att detta uppmärksammas och att de eventuella luckor detta medför täpps igen. De åtgärder som föreslagits i denna uppsats är ett sätt att angripa problemet, men den kanske viktigaste åtgärden är att väcka en medvetenhet angående denna fråga för att såväl marknaden som aktieägarna ska kunna fatta beslut och agera med hänsyn taget till dessa förhållanden. Som tidigare nämnts kan det nya lagförslaget vara ett steg i rätt riktning när det kommer till att skapa en sådan medvetenhet genom att beslut fattas på mer välgrundade avvägningar. En sådan medvetenhet öppnar upp för en mer effektiv och ändamålsenlig styrning av bolagen och kan motverka de negativa effekter som denna problematik kan föranleda.

Det finns dock utrymme att ställa sig kritisk till att mer liberala regler angående förvärv av egna aktier skulle råda bot på de problem som kringgärdar rättsområdet. I det fall

problemen kvarstår efter lagändringen finns risken att problemen intar större proportioner än vad de har idag eftersom förvärven i princip kommer att kunna ske utan någon absolut begränsning. Detta menar jag påkallar en mer utförlig konsekvensanalys från lagstiftarens sida med uppföljning av de problemområden som identifieras, innan en eventuell lagändring kan genomföras.

Förutsatt att lagstiftaren och de organ som verkar för självreglering på aktiemarknaden uppmärksammar och motverkar de konsekvenser som förvärv av egna aktier kan medföra är det dock möjligt att det nya lagförslaget medför positiva effekter. Detta gäller för såväl näringslivet som för aktieägarna. För näringslivet och bolagen öppnar det nya lagförslaget upp för en större flexibilitet när det kommer till att allokera bolagets fria kapital vilket kan medföra ett mer effektivt resursutnyttjande. För aktieägarna torde den främsta fördelen vara att det nya lagförslaget öppnar upp för mer välavvägda beslut angående förvärv av egna aktier då beloppsspärren i 19 kap 15 § ABL inte längre sätter gränsen för hur många egna aktier bolaget får förvärva. Innan lagändringen genomförs är det dock av stort vikt att en mer konsekvensinriktad utredning genomförs av lagstiftaren avseende det nya lagförslaget i synnerhet och instrumentet förvärv av egna aktier i allmänhet, med beaktande av i vilket syfte förvärv av egna aktier görs och till vems nytta detta *egentligen* är.

KÄLLFÖRTECKNING

1 Offentligt tryck

Prop. 1986/87:76 *om riktade emissioner m.m.*

SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital*

Prop. 1999/00:34, *Förvärv av egna aktier*

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

Prop. 2005/06:140, *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*

Europaparlamentet och rådets direktiv 2006/68/EG av den 6 september 2006 om ändring av rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, EUT L 264, 25.9.2006

Rådets direktiv 77/91/EEG när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital

SOU 2009:34, *Förenklningar i aktiebolagslagen m.m.*

Ds 2010:8, *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor*

2 Litteratur och artiklar

af Sadeberg, C, Sevenius, R, *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2008

Amy, K, Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, Journal of Business, 1999

Andersson, J, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, LitteraturCompagniet AB, sjätte upplagan, 2010

Andersson, S, Johansson, S, Skog, R, *Aktiebolagslagen – En kommentar del II*, Nordstedts Juridik AB, 2006

Bergström, C, Samuelsson, P, *Aktiebolagets grundproblem*, Nordstedts Juridik, 2009

Danelius, J, Svensson, B, *Nya aktiebolagslagen*, Tholin och Larsson, 2005

Davies, L, P, *Principles of modern company law*, Sweet & Maxwell Ltd, åttonde upplagan, 2008

Dotevall, R, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Nordstedts Juridik AB, andra upplagan, 2008

Fenn, G, W, Liang, N, *Corporate payout policy and managerial stock incentives*, Journal of Financial Economics vol. 61, 2001

- Greenbury, R**, mfl., *Directors' remuneration – report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury*, 1995
- Gårdö, A**, Förvärv av egna aktier – en utvärdering av lagstiftningen, Svensk Juridisk Tidsskrift, s. 1069-1089, 2003
- Ikenberry, D, Lakonishok, J, Vermaelen, T**, *Market Underreaction to open market share repurchases*, Workingpaper no. 4965, National Bureau of economic research, 1994
- Jensen, M**, *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, American Economic Review vol. 76 no. 2, 1986
- Nilsson, S**, *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – reptrick eller värdefullt alternativ till aktiutdelning?*, Balans nr. 6/7, 1996
- Rodhe, K**, *Aktiebolagsrätt*, Nordstedts Juridik, 2007
- Rutberg, A, Skog, R**, *Användning av optioner för belöning av anställda: privat- och skatterättsliga frågor*, 36:e nordiska juristmötet i Helsingfors, 2002
- Samuelsson, P**, *Karnov – kommentar till 8 kap 4§ ABL*, Thomson Reuters, 2009
- Skog, R**, *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, Juridisk Tidsskrift, s. 749-786, 1995/96

3 Uttalanden från AMN

AMN 2000:8	AMN 2002:1	AMN 2006:41
AMN 2006:43	AMN 2007:1	AMN 2007:8
AMN 2007:37	AMN2008:34	AMN 2008:36
AMN 2009:5	AMN 2009:7	AMN 2009:8
AMN 2009:9		

4 Självreglering

Nasdaq OMX Stockholm, *Regelverk för emittenter*

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Svensk kod för bolagsstyrning*

5 Remissyttranden

Advokatsamfundet, *Promemorian Fyra Aktiebolagsrättsliga frågor Ds 2010:8*, 2010-06-22

Aktiespararna, *Remissyttrande, Promemorian fyra aktiebolagsrättsliga frågor*, 2010-06-21

AMN, *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor, (Ds 2010:8)*, 2010-04-21

Bolagsverket, *Promemorian fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-16

SRF, *Remissvar: Fyra aktiebolagsrättsliga frågor, Ds 2010:8*, 2010-04-06

FI, *Remissvar: Yttrande över promemorian Fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-21

Finansbolagens Förening, *Promemorian fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-21

Fondbolagens Förening, *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-18

Skatteverket, *Promemorian Fyra aktiebolagsrättsliga frågor (Ds 2010:8)*, 2010-06-21

6 Tidningsartiklar

Hammarstöm, M, *Carl Bennet varnar för guldregnet*, Dagens Industri, 22 feb 2005

<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspxprocent3FarticleIdprocent3D2005procent255C02procent255C22procent255C134383procent26SectionIDprocent3DEttanprocent26menusectionprocent3DStartsidanHuvudnyheter> - Hämtad 2010-11-21

Författare okänd, *Forskare kritisk till återköp*, Realtid, 20 feb 2008

http://www.realtid.se/ArticlePages/200802/20/20080220163625_Realtid434/20080220163625_Realtid434.dbp.asp - Hämtad 2010-11-21

Öhrn, L, *Dunkla motiv bakom återköp*, Dagens Industri, 23 feb 2008

<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspxprocent3FarticleIdprocent3D2008procent255C02procent255C23procent255C271365procent26SectionIDprocent3DEttanprocent26menusectionprocent3DStartsidanHuvudnyheter> - Hämtad 2010-11-21

7 Internet

www.nvr.se

www.aktiemarknadsnamnden.se

8 Övriga källor

Aktiespararnas ägarstyrningspolicy, 2007

AstraZeneca – Årsredovisning med information från Form 20-F, 2009

AstraZeneca PLC, Bokslutsrapport för fjärdekvartalet och januari – december 2010,
London, 27 jan, 2011

Första AP-fodens ägarpolicy, 2009

Bilaga

E-postkorrespondensen med Thomas Edling, rättssakkunnig på Justitiedepartementet, angående Ds 2010:8 *Fyra aktiebolagsrättsliga frågor*.

From: thomas.edling@justice.ministry.se

To: mikael.karlsson@hotmail.com

Subject: Ang. Fråga om Ds 2010:8

Date: Thu, 25 Nov 2010

Hej Mikael,

Vi har som ambition att i ett lagstiftningsärende överväga de ändringar som förelås i ds 2010:8. I vår planering är det angivet att lagrådsremiss och proposition kommer tidigast 2012. Det kan alltså även bli senare. Jag är ledsen att jag inte kan ge dig ett mer precist svar.

Med vänlig hälsning,

Thomas Edling

Rättssakkunnig

From: mikael.karlsson@hotmail.com

To: thomas.edling@justice.ministry.se

Subject: Fråga om Ds 2010:8

Date: Fri, 19 Nov 2010

Hej Thomas,

Jag talade med dig över telefon i förra veckan angående förslaget om sloandet av tioprocentsspärren i 19 kap 15 § ABL som presenteras i Ds 2010:8 Fyra aktiebolagsrättsliga frågor.

Du nämnde att beslut ännu inte har fattats om hur ni ämnar bemöta förslaget. Min fråga är om du kan ge någon ungefärlig tidsram för när denna fråga kommer att behandlas och även när i tiden en eventuell lagändring kan komma att ske?

Detta mail kommer att biläggas i min examensuppsats.

Tacksam svar så snart som möjligt.

Med vänlig hälsning,

Mikael Karlsson