# Förvärv av egna aktier i Tyskland: lagen före och efter den aktiebolagsrättsliga reformen

Av Rechtsanwalt Dr. Martin M. Geiger

*Artikeln behandlar den tyska aktiebolagsrättsliga lagreformen beträffande förvärv av egna aktier. Dessutom ges några rättskomperativa hänvisningar till den svenska aktiebolagsrätten och motsvarande reformöverläggningar där. Särskild uppmärksamhet ägnas praktiska problem för bolagen i samband med att förvärv av egna aktier i Tyskland numera är tillåtet i större utsträckning än tidigare. Manuskriptet till artikeln färdigställdes i februari 1998. Senare utvecklingar beträffande den tyska lagreformen har i begränsad mån kunnat beaktas.*

## 1. Inledning

Flera länder i Europa har liberaliserat eller håller åtminstone på att ompröva reglerna för bolagets förvärv av egna aktier. För det mesta är avreglering och ökad flexibilitet för företagen de viktigaste målen. Även i Sverige har diskussionen kommit igång. Aktiebolagskommittén har kommit ut med ett betänkande som rekommenderar stora förändringarna i Aktiebolagslagen.[1] Med anledning av förslaget till lagändring är det dags att se hur grannländerna som genomgått samma reformprocess löst motsvarande problem i sina rättsordningar. Tyskland kan vara ett lämpligt åskådningsobjekt, eftersom det inte var länge sedan Tyskland befann sig i just den situation Sverige är idag: mitt i diskussionen om ändringar i aktiebolagslagen rörande bland annat förbudet för bolagen att förvärva egna aktier. Sedan den 1 maj 1998 gäller en ny lag om förvärv av egna aktier i Tyskland, vilken ger bolagen mycket större möjligheter att återköpa sina egna aktier än vad tidigare har varit fallet. Den tyska lagen före reformen var nämligen nästan lika restriktiv som den nuvarande svenska lagen.

[1] Aktiebolagskommittén, Delbetänkande, Aktiebolagets kapital, SOU 1997:22. Delbetänkandet omfattar även rättskomparativa delar. Om Tyskland, jfr s. 170, 174. Se också Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier — är det dags att ompröva förbudet?, JT 1995–96 s. 753 f. Ingendera kunde dock ta hänsyn till förslaget till en ny tysk lag; jfr hänvisning i SOU 1997:22 s. 247 och Skog, JT 1996—97 s. 718.

## 2. Situationen före reformen

### *2.1 Grundsatsen och kompletterande bestämmelser*

71 § 1 st. i den tyska aktiebolagslagen (*Aktiengesetz*, i det följande: ”AktG”) innehåller såväl en allmän grundsats som flera undantag beträffande aktiebolagens rätt till förvärv av egna aktier. Det stadgas att aktiebolagen får förvärva egna aktier bara om åtminstone ett av de efterföljande fallen föreligger. Naturligtvis måste man därav dra slutsatsen att förvärv inte är tillåtet, om inget undantag kan åberopas.

Läget är något annorlunda i en annan tysk bolagsform, som kallas för bolag med begränsad ansvarighet (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*). I denna bolagsform är förvärvet av egna andelar principiellt tillåtet enligt 33 § i den tyska lagen om bolag med begränsad ansvarighet (*GmbH-Gesetz*), om andelarna är fullt betalda och det finns tillräckligt stora kapitalreserver i bolaget för att betala köpeskillingen utan att inkräkta på bolagets registrerade kapital (*Stammkapital*). Annars begränsas förvärvet inte i något hänseende, bolaget får förvärva hur många andelar som helst så länge det finns åtminstone en andelsägare förutom bolaget. I det följande skall den här redogörelsen dock begränsas till aktiebolagsrätten.

Reglerna om förvärv av egna aktier i sin nuvarande lydelse infördes under den stora världsekonomiska krisen i början av trettiotalet, i en av rikspresidentens under den här tiden mycket vanliga nödförordningar, 1931.[2] Innan dess lagfäste den tyska allmänna kommersiella lagboken (*Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch*) från 1870 ett allmänt förbud vilket dock redan 1884 reviderades så genomgripande att varje bolag därefter var i stånd att lagligt förvärva sina egna aktier. Eftersom förvärvet av egna aktier praktiskt taget inte var förbjudet före 1931, använde många företag de låga kurserna efter den stora börskraschen 1929 för att köpa tillbaka sina egna aktier och därmed stödja börskursen[3] eller också för att säkra bolagsledningens position mot möjliga uppköpare av aktierna genom att de förvärvade aktierna avyttrades till ”vänliga aktieägare”. På det sättet försvagades emellertid ytterligare dessa företags likviditet och egna kapital, ofta redan minskat på grund av depressionen, och tog bort kraften från företag som kämpade hårt för att överleva den svåra ekonomiska krisen. Lagstiftaren — i det här fallet rikspresidenten — beslutade i denna situation att förbjuda förvärvet av egna aktier för att försvara ekonomin mot att ännu fler företag gick i konkurs som följd av en felaktig reaktion

[2] Rikspresidentens förordning om aktierätt, banktillsyn och om en skatteamnesti (Verordnung des Reichspräsidenten über Aktienrecht, Bankaufsicht und über eine Steueramnestie) från 19.9.1931; jfr till den historiska utvecklingen Peltzer, Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, WM 1998 s. 322, 324 f.; se också Hampel, Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, 1994 s. 69.

[3] Se Kopp, Erwerb eigener Aktien, 1996 s. 17, Lutter, i: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2 uppl. 1988, 71 §, anm. 5.

på de fallande börskurserna. Naturligtvis var lagstiftningens motiv också att skydda bolagets borgenärer mot en urholkning av bolagets eget kapital och att förhindra att någon blev lurad på grund av artificiellt höga börskurser.[4]

Förbudet har hittills överlevt alla reformer som AktG har varit utsatt för, trots att de grundläggande ekonomiska förhållandena har förändrats rejält under tiden: Endast undantagen från förbudet som lagen stadgar har genom åren utvidgats, men bara på ett mycket försiktigt sätt.[5] Numera anförs som skäl för förbudet framför allt att förvärvet skulle inkräkta på skyddet för bolagets borgenärer. Som vederlag för köpeskillingen får bolaget bara egna aktier, vilkas värde är mycket osäkert och för bolag i kris nära noll. Å andra sidan vill man inte ge bolagets verkställande direktörer (*Vorstand*)[6] möjlighet att påverka vare sig ägarsammansättningen i bolaget, vilket enligt hävdvunnen uppfattning inte faller under verkställande direktörernas kompetensområde,[7] eller börskursen, som bara skall bestämmas av marknadens fria spel och inte vara utsatt för manipulation.

Förbudet har inte heller i högre grad berörts av de ändringar av AktG som föranleddes av omsättningen av EG:s andra bolagsrättsliga direktiv[8] i den tyska lagen, vilket skedde 1978.[9] Direktivet innehåller nämligen bara minimikrav, som varje medlemsland får över-, men inte underskrida.[10] Beträffande EG:s andra bolagsrättsliga direktiv betyder det att skyddet av det bundna kapitalet måste vara åtminstone så starkt som direktivet föreskriver, men EG:s medlemsländer kan givetvis bestämma sig för att inte nöja sig med denna nivå. Därför var det inte nödvändigt att ändra AktG med hänsyn till förbudet att förvärva egna aktier. Den nuvarande tyska lagen är mycket strängare än direktivet, så att de formella och materiella krav på förvärvet som ställs av direktivet genom 18 f. Art är uppfyllda i alla fall om förvärvet är tillåtet enligt 71 f. §§ AktG.

[4] Jfr sammanfattande till exempel Claussen, 25 Jahre deutsches Aktiengesetz von 1965, AG 1991 s. 10, 13.

[5] Angående rättsutvecklingen sedan 1931 se Lutter, a. a. (not 3), 71 § anm. 5 f.; jfr också Huber, Rückkauf eigener Aktien, i: Festschrift für Kropff, 1997 s. 101, 103 not 1.

[6] ”Vorstand” översätts här med ”verkställande direktörer”, fastän en verkställande direktör i Sverige inte har en lika stark och oberoende position som 76 § AktG tilldelar ”Vorstand” i Tyskland. Pluralen har valts, eftersom ”Vorstand” vanligtvis består av flera personer.

[7] Se Hopt, Aktionärskreis und Vorstandneutralität, ZGR 1993 s. 534, 545 f., Martens, Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel, Überlegungen de lege ferenda, AG 1996 s. 337.

[8] Direktiv 77/91/EEG.

[9] Lagändringen, som kallas för ”Änderung des Aktiengesetzes durch das Zweite Gesellschaftsrechtliche Koordinierungsgesetz”, beslöts den 13 december 1978 och är publicerad i den tyska förbundslagsamling (Bundesgesetzblatt) I 1978 s. 1959 f.

[10] Det gäller åtminstone de regler som redan fanns när direktivet beslöts; se Lutter, Europäisches Unternehmensrecht, 4 uppl. 1996 s. 24 f.

Den tyska lagstiftaren bestämde sig 1978 medvetet att inte utnyttja det spelrum som EG:s andra bolagsrättsliga direktiv ställde till förfogande. Man ville inte gynna stora koncernbolag med bara en eller ett fåtal ägare i förhållande till bolag som ägs av ett stort antal aktieägare. De sistnämnda trodde man inte skulle kunna genomföra förvärv av egna aktier, eftersom det i detta fallet inte fanns några klara majoriteter som kunde driva igenom ett auktoriserande beslut av bolagsstämman.[11]

Som sagt är förvärvet av egna aktier principiellt förbjudet för aktiebolag enligt 71 § 1 st. AktG. Rättsföljderna vid kränkning av bestämmelsen är många. För det första är alla avtal, som förpliktar ett aktiebolag till förvärv av egna aktier, ogiltiga enligt 71 § 4 st. 2 m. AktG. Själva förvärvet är däremot giltigt enligt 71 § 4 st. 1 m. AktG, dvs. bolaget blir ägare till de förvärvade aktierna, men den förre ägaren har ett anspråk att bolaget överlåter aktierna tillbaka. I varje fall måste aktier som har förvärvats trots förbudet överlåtas inom ett år efter förvärvet (71 c § AktG). Överlåts inte aktierna inom ett år, måste de dras in. Styrelsemedlemmar (*Aufsichtsräte*)[12] och verkställande direktörer som inte lyder förbudet måste till och med betala böter. Vare sig förvärvet skulle undantagsvis vara tillåtet eller inte, måste bolaget aktivera aktierna i balansräkningen, men får ej del av de rättigheter som vanligtvis tillkommer en aktieägare, varken administrativa rättigheter som till exempel rösträtt eller förmögenhetsrättsliga förmåner som rätten att ta del i bolagets vinst (71 b § AktG).

71 § 1 st. AktG kompletteras av flera stadganden som skall förhindra ett kringgående av förvärvsrestriktionerna. Så förbjuder till exempel 71 a § 1 st. AktG affärer som lånegivning eller liknande som bolaget kan tänka sig använda för att understödja personer som skall förvärva bolagets aktier. 71 a § 2 st. AktG förklarar affärer ogiltiga i vilka en tredje person förpliktar sig att uppträda i eget namn men för bolagets räkning, om förvärvet, genomfört av bolaget självt, skulle inkräkta på 71 § 1, 2 st. AktG. Enligt 71 d och 71 e §§ AktG tillämpas förbudet mot förvärv av egna aktier analogt om en tredje person förvärvar aktier för bolagets räkning, om ett dotterbolag förvärvar aktier i moderbolaget eller om bolaget tar emot egna aktier som pant.

### *2.2 Undantagen*

Även om undantagen från förvärvsförbudet inte är så begränsade som i den gällande svenska lagen, så handlar det i alla fall om så snäva lagbestämmelser att de inte ofta finner användning i prakti-

[11] Jfr förbundsdagens trycksak (Bundestags-Drucksache) 8/1678 s. 14.

[12] ”Aufsichtsrat” översätts här med ”styrelse”, fastän den inte har precis samma befogenheter, utan ”Aufsichtsrat” är mestadels inskränkt till att kontrollera och övervaka de verkställande direktörerna. Därför översätts ”styrelse” vanligtvis med ”Verwaltungsrat” och inte med ”Aufsichtsrat”; se också not 6.

ken. Innan reformen innehöll 71 § 1 st. AktG sju undantag som beskriver, ibland ganska detaljerat, ibland som mer eller mindre begränsade generalklausuler, situationer i vilka det är tillåtet att inte iaktta det principiella förbudet. Uppräkningen ses enligt allmän uppfattning som uttömmande.[13] Vanligtvis skiljer man mellan två grupper av undantag: Den ena gruppen tillåter förvärvet, men det krävs utöver själva beskrivningen av undantagssituationen speciella rekvisit som måste uppfyllas för att förvärvet skall vara lagligt. Den andra gruppen tillåter förvärvet utan sådana begränsande villkor. Den första gruppen omfattar följande förhållanden:

— Förvärvet är nödvändigt för att skydda bolaget från svåra och omedelbara skador (71 § 1 st. 1 nr. AktG). Skadan måste hota bolaget självt, skador för aktieägarna är inte tillräckliga.[14] Det räcker inte heller att förvärvet kan avvända skadan, förvärvet måste vara nödvändigt för att göra det, dvs. förvärvet måste vara det medel för att uppnå målet som skonar — dvs. inte inkräktar på — borgenärernas och aktieägarnas intressen mer än alla andra medel som står till förfogande.[15] Praktiskt betyder det att förvärvet måste vara den enda godtagbara lösningen. Man kan tänka sig att kraven är uppfyllda till exempel om en av bolagets gäldenärer bara har bolagets aktier som värdefulla tillgångar eller om någon genom kursmanipulation försöker sänka bolagets börskurs så drastiskt att det hotar att inkräkta på bolagets solvens.[16]
— Förvärvet syftar till att erbjuda de anställda i bolaget de förvärvade aktierna (71 § 1 st. 2 nr. AktG). Undantaget syftar till att underlätta de anställdas medägande i bolaget, vilket ses som samhällspolitiskt önskvärt. För att kunna erbjuda de anställda aktierna, förvärvas aktierna vanligtvis inte på börsen utan genom att bolagsstämman (*Hauptversammlung*) auktoriserar de verkställande direktörerna att genomföra en nyemission vars exakta tidpunkt bestäms av de verkställande direktörerna (s. k. auktoriserad nyemission; *genehmigtes Kapital*). Undantaget sträcker sig numera också till före detta anställda i bolaget,[17] däremot enligt ordalydelsen inte till de

[13] Jfr Bungeroth i: Geßler/Hefermehl, AktG, 1983, 71 §, anm. 12, Würdinger, Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen, 4 uppl. 1981 s. 62.
[14] Jfr den Högsta skatterättsliga domstolen (Bundesfinanzhof), NJW 1977 s. 1216; Lutter, a. a. (not 3), 71 §, anm. 22, Hüffer, Aktiengesetz, 3 uppl. 1997, 71 §, anm. 7. Därför är kursförluster på börsen inte tillräckliga för att använda undantaget. Det har ibland bestridits, men är numera nästan allmänt accepterat, jfr Piepenburg, Sind die Vorschriften zum Rückkauf eigener Aktien noch zeitgemäß?, BB 1996 s. 2582, 2583.
[15] Lutter, a. a. (not 3), 71 §, anm. 31, Hüffer, a.a. (not 14), 71 §, anm. 8; däremot kräver Bungeroth, a. a. (not 13), 71 §, anm. 48 att förvärvet är den enda möjliga lösningen.
[16] Hüffer, a. a. (not 14), 71 §, anm. 9, Bungeroth, a. a. (not 13), 71 §, anm. 51, 54.
[17] Det gäller från och med den 1 augusti 1994. Se till den dåtida ändringen av AktG: Butzke, Gesetzliche Neuregelungen beim Erwerb eigener Aktien, WM 1995 s. 1389.

verkställande direktörerna, eftersom de inte har ett anställningsförhållande, utan ett särskilt tjänstekontrakt med bolaget, som av dem kräver speciella, i AktG lagfästa plikter. Frågan, om en analogi beträffande verkställande direktörer skulle vara lämplig, har diskuterats mycket under de senaste åren. Något enhetligt svar ges inte av den juridiska litteraturen.[18] Det finns i varje fall verkställande direktörer som åtminstone tidigare hade ett anställningsförhållande med bolaget. Eftersom det är rimligt att behandla alla verkställande direktörer lika i detta hänseende oavsett om de tidigare var anställda i bolaget eller ej, skulle undantaget tillämpas också på de verkställande direktörerna.[19] Frågan är betydelsefull därför att bolagen önskar ha möjlighet att betala sina verkställande direktörer delvis i egna aktier för att låta dem ta del i kursuppgångar som man tänker sig till stor del vara att hänföra till direktörernas arbete. Vanligtvis föredrar man visserligen från direktörernas såväl som från bolagets sida aktieoptioner som inte kräver en så stor insats av kapital och som närmare följer förändringar i bolagsvärdet. Kopplar bolaget dessutom optionerna till aktie- eller branschindex, så belönas direktörerna endast om bolagets börskurs utvecklar sig bättre än index. På detta sättet undviker man s. k. *windfall profits* vid en allmän börshausse.[20] Aktierna för att inlösa aktieoptionerna skall bolaget vanligtvis få av en — numera också för det syftet tillåten — villkorlig nyemission (*bedingte Kapitalerhöhung*) och inte genom att förvärva egna aktier, eftersom det vore mycket dyrare för bolaget.

— Förvärvet tjänar till att fullgöra aktieägarnas fordringar i samband med speciella omvälvande förändringar av bolagets rättsliga ställning eller form (71 § 1 st. 3 nr. AktG).[21] Stadgandet hänsyftar å ena sidan på speciella koncernrättsliga tilldragelser, varigenom ett bolag underkastar sig ett annat bolags styrelse genom ett s. k. behärskarfördrag (*Beherrschungsvertrag*), förpliktar sig att överföra all sin vinst till ett annat bolag genom ett s. k. vinstöverföringsfördrag (*Gewinnabführungsvertrag*) eller blir fullkomligt inlemmat i ett annat bolag (*Eingliederung*). Eftersom det i dessa fall inte förefaller lönsamt eller, vad beträffar inlemmande, inte är möjligt för minori-

[18] Jfr Lutter, a. a. (not 3), 71 §, anm. 41, Bungeroth, a. a. (not 13), 71 §, anm. 77, Baums, Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, i: Festschrift für Claussen, 1997 s. 3, 33.

[19] Det förespråkar Martens, Eigene Aktien und Stock-Options in der Reform, AG 1997, extrautgåva, s. 83, 84.

[20] Det har övervägts att tillfoga ett klarläggande till AktG att undantaget också är tillämpligt för att erbjuda de förvärvade aktierna till verkställande direktörer. Numera är man dock också från regeringens sida övertygad om att den föreslagna ändringen skulle sakna praktisk betydelse och man avstår därför från det; jfr Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, DB 1998 s. 177, 180, 185.

[21] Lagen hänvisar till 305 § 2 st., 320 b § AktG, 29 § 1 st. och 125 § 1 m. tillsammans med 29 § 1 st., 207 § 1 st. 1 m. lag om bolagens omvandling (Umwandlungsgesetz).

tetsaktieägarna att stanna kvar i sitt bolag, får de tillfälle att byta ut sina aktier mot ett visst antal aktier i moderbolaget. Å andra sidan uppkommer likartade problem också vid vissa bolagsrättsliga omstruktureringar. Om två bolag antingen smälter ihop till ett (*Verschmelzung*) eller om ett aktiebolag bryts upp i flera delar (*Spaltung*), skall aktieägarna även i framtiden vara ägare i det övertagande bolaget respektive i alla delbolag och inte endast betalas med pengar, om de inte föredrar det senare. I samtliga nämnda fall är därmed ett bolag förpliktat att avyttra egna aktier till minoritetsaktieägarna om de så vill. Det måste därför tillåtas detta bolag att först förvärva de aktier som behövs.

—Förvärvet sker utan vederlag som villkorslös gåva (71 § 1 st. 4 nr. AktG). Undantaget diskuteras också inom den svenska rättsvetenskapen, men är inte lagfäst i Sverige. De flesta författare yttrar sig därför avböjande,[22] fastän förvärvet naturligtvis skulle gynna bolagets finansiella situation. Bolaget får sina tillgångar ökade utan att förlora likviditet eller råka ut för andra nackdelar. Därför gynnas också bolagets aktieägare och borgenärer endast av skeendet. Om man icke dess mindre skulle tillämpa förbudet, skulle man kunna göra det bara med hänvisning till risker som visserligen i allmänhet är förknippade med förvärvet av egna aktier, men i det konkreta fallet är obefintliga. Att vinsten som vanligtvis är förenad med förvärvet är skattepliktig, kan rimligtvis inte föranleda en annan bedömning.[23]

— Förvärvet genomförs av en bank som agerar som förvärvskommissionär för en kund (71 § 1 st. 4 nr. AktG). Om banken först förvärvar aktierna och efteråt överlåter dem till kunden, så kan banken enligt tysk rätt inte undvika att juridiskt sett åtminstone för en liten tid äga de förvärvade aktierna. Från ekonomisk synpunkt däremot innehar banken de förvärvade aktierna inte för egen, utan för kundens räkning, eftersom den ekonomiska risken uteslutande träffar kunden. Därmed kan undantaget, som är nödvändigt om förbudet att förvärva egna aktier inte skall inkräkta på bankens verksamhet, tillåtas utan risk för bolaget och dess ägare och borgenärer.

— En banks eller ett annat finansinstituts bolagsstämma kan besluta att bolaget får förvärva egna aktier för att driva handel med dem (71 § 1 st. 7 nr. AktG). Beslutet, som inte får gälla längre än 18 månader, måste bestämma högsta och lägsta pris och att bolagets bestånd av egna aktier inte får överstiga fem procent av aktiekapitalet i slutet av varje börsdag. Det tycks vara tillräckligt för

[22] Se Lindskog, Aktiebolagslagen; 6:e och 7:e kapitlet; Aktiekapitalnedsättning och egna aktier, 1995, 7:2; 4.1.2. s. 114, Kedner/Roos, Aktiebolagslagen, 5 uppl. 1996, 7:1.01, prop 1975:103 s. 366; jfr dock 11 kap. 7 § 1 nr. av Aktiebolagskommitténs förslag för en ny svensk ABL, a. a. (not 1) s. 90.

[23] Hüffer, a. a. (not 14), 71 §, anm. 16; Bungeroth, a. a. (not 13), 71 §, anm. 107.

att bankerna skall kunna bedriva handel även med egna aktier. I motsats till de andra undantagen avser det här inte aktieförvärv vid enstaka tillfällen, utan öppnar befogenheten att varaktigt köpa och sälja egna aktier. Femprocentgränsen avser beståndet vid en viss tid, inte antalet aktier bolaget sammanlagt får förvärva. Däremot tillåter de andra undantagen endast ett visst förvärv med påföljande avyttring.[24] Det här undantaget har införts i lagen så sent som den 26 juli 1994. Före dess ansåg bankerna att det var tillåtet för dem att förvärva och äga ett mindre antal egna aktier enligt 71 § 1 st. 1 nr. AktG,[25] men många jurister tvivlade på att så verkligen var fallet. Numera är saken klar. Banker och andra finansinstitut kan erbjuda sina tjänster beträffande sina egna aktier även utöver förvärvskommissionen utan att störas av förbudet att förvärva egna aktier.[26]

I alla dessa sex just beskrivna fall är förvärv bara tillåtet i begränsad utsträckning. Nominalbeloppet av de förvärvade aktierna får, tillsammans med alla tidigare förvärvade aktier i bolagets ägo, inte överstiga tio procent av bolagets aktiekapital (71 § 2 st. 1 m. AktG).[27] För övrigt måste bolaget vara i stånd att uppvisa reserver som motsvarar nominalbeloppet av de förvärvade egna aktierna utan att röra aktiekapitalet eller de reserver som inte får avyttras till aktieägarna (71 § 2 st. 2 m. AktG).[28] Slutligen får aktier som inte är fullt betalda inte förvärvas (71 § 2 st. 3 m. AktG).[29]

Till den andra gruppen hör situationer i vilka förvärvet av egna aktier är tillåtet utan att de nyss nämnda rekvisiten måste uppfyllas. Även i dessa fall måste bolaget dock enligt 71 c § 2 st. AktG inom tre år efter förvärvet avyttra andelen av de förvärvade aktierna vilkas nominalbelopp tillsammans med alla tidigare förvärvade aktier i bolagets ägo överstiger tio procent av aktiekapitalet. I den andra gruppen ingår två undantag:

— Förvärvet sker genom universalfång (*Gesamtrechtsnachfolge*), 71 § 1 st. 5 nr. AktG, till exempel genom arv eller fusion. Universalfång-

[24] Jfr Huber, a. a. (not 5) s. 108 f., som skiljer på två grundformer av förvärvet av egna aktier, som är exemplifierade genom bankernas varaktiga handel med egna aktier å ena sidan och den enskilda nedsättningen av aktiekapitalet å andra sidan.

[25] Lutter, a. a. (not 3), 71 §, anm. 27.

[26] Jfr i Sverige 6 kap. 10 § bankaktiebolagslagen (1987:618), 6 kap. 10 § försäkringsrörelselagen (1982:713) och 3 kap. 6 § 2 st. lagen om värdepappersrörelse (1991:981).

[27] Jfr 19 Art. 1 st. b mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv; 71 § 2 st. 1 m. AktG gäller inte för 71 § 1 st. 4 nr. AktG (förvärv utan vederlag).

[28] Jfr 19 Art. 1 st. c mom. och 15 Art. 1 st. a mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv; 71 § 2 st. 2 m. AktG gäller inte för 71 § 1 st. 4 nr. AktG (förvärv utan vederlag).

[29] Jfr 19 Art. 1 st. d mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv; 71 § 2 st. 3 m. AktG gäller inte för 71 § 1 st. 3 nr. AktG (bolagets omstrukturering), men för 71 § 1 st. 4 m. AktG (förvärv utan vederlag).

et skall inte omintetgöras på grund av förbudet att förvärva egna aktier. I synnerhet skulle en fusion annars inte kunna genomföras, så även om det överlåtande bolaget endast ägde en enda aktie i det övertagande bolaget.

— Förvärvet syftar till att förbereda aktiernas indragning på grund av en nedsättning av aktiekapitalet (71 § 1 st. 6 nr. AktG).[30] Denna nedsättning sker i enlighet med 237 § 1 st. 1 m. 2 alt. AktG genom att bolagsstämman beslutar om nedsättningen och bemyndigar direktörerna att förvärva egna aktier, vilka skall dras in efter förvärvet. Därmed är i det här fallet nedsättningsbeslutet bara genomförbart om bolaget förvärvar egna aktier. Naturligtvis kan aktiekapitalet också minskas på andra sätt, till exempel genom att nedsätta varje akties nominalbelopp eller genom att sammanlägga flera aktier till en. Kapitalnedsättningen på detta sätt sker, om det vederbörande egna kapitalet inte har förbrukats, utan kapitalet inte längre behövs av bolaget och därför skall delas ut till aktieägarna. De egna aktierna får i regel inte behållas i bolagets ägo, utan måste dras in mer eller mindre omedelbart, eftersom de verkställande direktörerna är förpliktade att genomföra bolagsstämmans beslut.[31] I praktiken händer det rätt sällan, att ett bolag sätter ned sitt aktiekapital på det här viset. Det beror på att aktierna är definitivt borta efter indragningen. Om bolaget senare skulle behöva nytt kapital, måste en omständlig nyemission genomföras.

## 3. Lagreformen

### *3.1 Reformprocessen*

Diskussionen om rimligheten i förbudet att förvärva egna aktier är inte alls ny i Tyskland.[32] Med blicken framför allt riktad mot USA, där förvärv av egna aktier är tillåtet mer eller mindre utan bolagsrättslig begränsning,[33] har det ofta hävdats att bestämmelsen är föråldrad och borde omprövas. Men helt nyligen har det blivit ny fart på reformprocessen. Inte bara industridirektörer som naturliga förespråkare för en mer vidsynt lagstiftning, utan också ett antal organisationer för små aktieägare har påstått att en hävning av förbudet skulle främja deras intresse.[34] Den 26 november 1996 lade det tyska justitiedepartmentet fram ett utkast

[30] Europarättsligt underlag är 20 Art. 1 st. a mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv.

[31] Jfr Lutter, i: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2 uppl. 1993, 237 §, anm. 78; se också Martens, a. a. (not 7) s. 343 som drar den yttersta gränsen vid den följande ordinarie bolagsstämman.

[32] Jfr Kübler, Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 1989, s. 62 f.

[33] Kübler, a. a. (not 32) s. 41 f., Hampel, a. a. (not 2) s. 60 f., Kopp, a. a. (not 3) s. 31 f.

[34] ”Initiative Aktiensparen Bremen GmbH” har gett ett uppdrag till en advokatfirma att den skulle utreda de juridiska konsekvenserna av en lagändring och föreslå en ny lagtext. Utredningsrapporten har publicerats i Wastl/Wagner/Lau, Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer Sicht, 1997.

(s. k. *Referentenentwurf*; i det följande: ”RefE”) till en ny lag som främst handlar om förbättrad maktbalans mellan olika aktörer inom aktiebolagen, men också berör förvärvet av egna aktier.[35] Olika experter och intressegrupper deltog i utredningen inför RefE. Ställningstagandena har haft en mer eller mindre positiv grundtendens, men innehöll mest några kritiska anmärkningar till detaljer.[36] I mars 1997 kom ett nytt utkast från Justitiedepartementet vilket försökte korrigera några svagheter i det ursprungliga lagförslaget. Den 6 november 1997, mycket senare än man förväntade sig, beslutade regeringen om RefE och godkände det i alla väsentliga delar genom att framlägga ett mestadels likalydande utkast (s. k. *Regierungsentwurf*; i det följande: ”RegE”).[37] Fördröjningen berodde på diskussioner mellan Justitie- och Arbetsdepartementen om minskning av minimiantalet styrelsemedlemmar vilket också är en del av reformöverläggningarna. Ytterligare fördröjning kom från den andra parlamentariska kammaren (*Bundesrat*) som framförde åsikten att reformen inte går tillräckligt långt beträffande bankernas makt i bolagen och begränsandet av antalet styrelseposter för enskilda personer och därför lade fram ett eget utkast, som dock inte innehåller några förslag beträffande förvärvet av egna aktier. Slutligen godkände det tyska parlamentet lagförslaget den 6 mars 1998. Lagen trädde i kraft den 1 maj 1998.

### *3.2 Motiven för reformen*

Motiven för förändringen är mer eller mindre desamma som de vilka anförs av experterna i Sverige.[38] I Tyskland anför man i detta sammanhang ofta att reformen skall främja bolagens omorientering till en ny företagsfilosofi som beskrivs med ”shareholder value”-tanken.[39] Enligt denna uppfattning måste bolagsledningen,

[35] ”Utkast till en lag om kontroll och transparens i företagsområde” (Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich); RefE är bland annat publicerat i ZIP 1996, s. 2129 f. (första delen), s. 2193 f. (andra delen).

[36] Se till exempel ställningstagandet av det gemensamma arbetsutskottet för förbundsorganisationer för industri, banker, arbetsgivare och försäkringsinstitut i frågor om företagsrätt (Gemeinsamer Arbeitsausschuß des Bundesverbandes der Deutschen Industrie, des Bundesverbandes Deutscher Banken, der Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, des Deutschen Industrie- und Handelstages, des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft für Fragen des Unternehmensrechts), ZIP 1997 s. 490, 491 f.

[37] ”Utkast till en lag om kontroll och transparens i företagsområdet” (Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)). De viktigaste delarna är bland annat publicerat i ZIP 1997 s. 2059 f. (första delen) och s. 2100 f. (andra delen).

[38] Se Aktiebolagskommittén, a. a. (not 1) s. 20 f., 247 f., jfr redan Skog, a. a. (not 1) s. 765 f.

[39] Jfr RefE, allmänna motiveringen, ZIP 1996 s. 2129; se om begreppet och koncept ”Shareholder Value” grundläggande Rappaport, Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance, 1986; i tysk litteratur se till

dvs. framför allt verkställande direktörer och styrelse, främst ta hänsyn till aktieägarnas bästa. Naturligtvis sägs ingenting nytt när man beskriver aktieägarna som de som bestämmer det intresse de verkställande direktörerna och styrelseledamöterna är förpliktade att främja. Utmärkande är dock att aktieägarna numera ofta i detta sammanhang ses framför allt som individuella aktörer på kapitalmarknaden. Deras främsta intresse är att bolaget representerar ett marknadsvärde som är så stort som möjligt och inte nödvändigtvis att bolaget omsätter så mycket som möjligt eller använder så mycket kapital som möjligt.[40] Tvärtom kräver principen ”shareholder value” att bolaget krymper om det höjer lönsamheten.[41] Om bolagets kapitalbehov går ner på lång eller åtminstone medellång sikt, skall företagsledningen kunna tänka sig att ta ett visst antal aktier från marknaden. Avkastningen kan höjas för de övriga aktierna (s. k. *leverage*-effekt) om, trots förpliktelsen att betala köpeskillingen för de egna aktierna, vinsten per aktie stiger på grund av minskningen av aktiernas antal.[42] Sjunkande kapitalbehov är dessutom inte det enda skälet för ett sådant handlingssätt, eftersom det finns tider i vilka på grund av låga räntor eget, vinstberättigat kapital är dyrare än banklån. För att av dessa anledningar avyttra en del av kapitalet, är det nödvändigt att bolaget förvärvar egna aktier. Andra sätt att gå till väga är inte användbara. Att betala ut kapitalet som dividender duger inte, eftersom bolagen vill, om det är möjligt, hålla dividenderna stabila av psykologiska skäl. Dividendhöjningar, som har sin orsak i att bolaget har överflödiga likvida medel, skulle nödvändigtvis följas av sänkningar, vilka har negativa effekter på börskursen. Dividendutdelningar är dessutom ofta mer ofördelaktiga i skatterättsligt hänseende än förvärvet av egna aktier.[43] Kapitalnedsättningen å andra sidan förändrar aktiekapitalet alltför oflexibelt och väcker dessutom negativa associationer, eftersom den mestadels användes vid bolagssaneringar.[44]

Ytterligare ett skäl — som man på grund av den idag ibland mycket självkritiska stämningen i Tyskland inte skall underskatta — är att förbudet mot förvärv av egna aktier tycktes vara en av de inskränkningar av företagsledningens rörelsefrihet som gör att Tyskland internationellt sett framstår sig som ett land i vilket eko-

exempel Mülbert, Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997 s. 129, v. Werder, Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, ZGR 1998 s. 69; i svensk litteratur jfr Dotevall, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, 1989 s. 352 f.

[40] Hörter, Das Shareholder-Value-Konzept: ein Steuerungsinstrumentarium für Banken?, Kreditwesen 1996 s. 146.

[41] Martens, a. a. (not 7) s. 338.

[42] Se Skog, a. a. (not 1) s. 749, 767, RegE, ZIP 1997 s. 2059.

[43] Se närmare Huber, a. a. (not 5) s. 105.

[44] Kapitalnedsättningens nackdelar skulle kunna undvikas om man hade följt ett förslag av Martens, a. a. (not 7) s. 343 f. Han förordar en auktoriserad kapitalnedsättning, vilken de verkställande direktörerna skulle kunna använda efter behov, om de blev bemyndigade till den av bolagsstämman.

nomiska förhållanden regleras allt för mycket. Därför ansågs konsekvensen av förbudet att förvärva egna aktier inte bara vara att företagsledningen förvägrades ett viktigt instrument för att styra företaget. Överregleringen, som förbudet tycktes stå för, ses i ett mycket större sammanhang: på den skylls att den tyska kapitalmarknaden inte fungerar så effektivt som den måste i betraktande av kapitalmarknadernas globala konkurrens med varandra och att den som slutlig konsekvens får att sysselsättningen minskar och därmed arbetslösheten ökar. Med tillåtelsen att förvärva egna aktier strävar man efter att anpassa finansieringsmöjligheterna för de tyska bolagen till dem som är vanliga i internationell jämförelse.[45] ”Finansplatsen Tyskland” skall bli attraktivare tack vare en livligare handel med aktier inte bara genom institutionella aktörer utan också genom inhemska privata investerare som hittills skyr aktierna mer än utländska privatpersoner gör. Tyska företag har inte minst därför haft jämförelsevis stora problem att bilda eget kapital, vilket gör dem mer utsatta för konkurs i ekonomiskt kritiska situationer. Det här motivet visar den ändrade tyngdpunkten i den bolagsrättsliga lagstiftningen. Förr var det framför allt skyddet av bolagets borgenärer och minoritetsägare som var viktigt; numera är det kapitalmarknaden och dess aktörer som gäller.[46] Aktieägarna ses i överensstämmelse med förändringen i aktieägarnas beteende inte längre huvudsakligen som bolagets delägare utan som investerare vilka bryr sig mer om börskurs och avkastning än om inflytande i bolaget.

Slutligen skulle man kunna använda förvärvet som förberedelse av omställningen av aktiernas nominalbelopp med anledning av införandet av den nya europeiska valutan, euro,[47] vilket kommer att kräva ett tämligen stort antal kapitalåtgärder. Dessa skulle

[45] RefE, motivering till ändringen av 71 § AktG, ZIP 1996 s. 2130; Wastl/Wagner/Lau, a. a. (not 34) s. 22, Eberstadt, Rückkauf eigener Aktien — Ein wichtiges Element zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, WM 1996 s. 1809, 1810; för Sverige jfr Aktiebolagskommittén, a. a. (not 1) s. 20 f., 250.

[46] Se till exempel Martens, a. a. (not 19) s. 83.

[47] Som följd av omställningen från tyska mark till euro skulle aktiernas nominalbelopp inte längre vara en jämn siffra. Flera möjligheter diskuteras hur man kan undvika sådana opraktiska nominalbelopp. Ett förslag är att efter omställningen till ett runt belopp skulle bolaget återköpa de delar av aktierna som är mindre än en full aktie, jfr Schneider/Sünner, Die Anpassung des Aktienrechts bei Einführung der Europäischen Währungsunion, DB 1996 s. 821. För andra lösningar till detta problem, se Schröer, Zur Einführung der unechten nennwertlosen Aktie aus Anlass der Europäischen Währungsunion, ZIP 1997 s. 221 f. och numera lagen beträffande tillåtelse av styckaktier (Gesetz über die Zulassung von Stückaktien (Stückaktiengesetz — StückAG)), som trädde i kraft den 1 april 1998 och som tillåter aktier utan nominalbelopp; se också det tyska Justitiedepartementets omfattande lagförslag beträffande bolagsrättens omställning vid införandet av Euro (Gesetz zur Umstellung des Gesellschaftsrechts auf den Euro), publicerat till exempel i ZIP 1997 s. 1259 f.; jfr därtill också Heider, Einführung der nennwertlosen Aktie in Deutschland anläßlich der Umstellung des Gesellschaftsrechts auf den Euro, AG 1998 s. 1 f.

underlättas om det fanns mer flexibilitet till exempel genom tillåtelse att i större utsträckning förvärva egna aktier. Eftersom lagstiftaren strävar efter att inte själv bestämma hur bolagen skall anpassas till den nya valutan, utan bara ämnar ge bolagen flera möjligheter att välja mellan, motiverades lagreformen också av den nya valutan, även om det inte är särskilt sannolikt att många bolag kommer att förvärva egna aktier för att genomföra omställningen till euro.[48]

Trots alla dessa fördelar får man å andra sidan inte bortse från de farhågor som en gång utgjorde skälet till förbudet. Till exempel skulle det större utrymmet för företagsledningen inte få tjäna till att påverka börskursen. Tvärtom är målet att genom utformning av förvärvsbestämmelserna och omfattande publicitet motverka ett sådant — som man anser — felaktigt utnyttjande av den nya friheten. En fungerande kapitalmarknad levererar den ”riktiga” företagsvärderingen och därmed den ”riktiga” aktiekursen[49] så att all påverkan bara kan syfta till manipulation. Det bör inte åläggas enbart kapitalmarknadsrätten att motverka ett sådant missbruk, eftersom aktiebolagsrättens regleringsområde inte är begränsat till det interna förhållandet mellan olika aktiebolagsaktörer.[50] Därför måste de lagliga förvärvsvillkoren utformas på sådant sätt att förvärv som syftar till kursmanipulationer helst är uteslutna. Risker för bolagets borgenärer[51] å andra sidan trodde man kunna undgå genom att man utformade villkoren för förvärvets tillåtelse efter dem som också gäller för kapitalnedsättning. Inte heller ville man tillåta förvärv av egna aktier som en möjlig försvarstaktik mot ett fientligt takeoverbud. Ägarkretsens manipulation genom de verkställande direktörerna tänkte man motverka genom reglering såväl av sättet att förvärva som av sättet att avyttra, som båda skall förhindra att de verkställande direktörerna kan utpeka säljaren respektive köparen enligt eget val och på det viset ge tilldelning av aktierna till ”vänliga aktieägare”.[52]

[48] RegE hänvisar därför inte längre till omställningen från tyska mark till euro som motiv, se RegE, ZIP 1997 s. 2059 f.; jfr däremot RefE, ZIP 1996 s. 2130.

[49] Jfr RegE, ZIP 1997 s. 2059; däremot tycker delar av litteraturen att insatsen av återköp till kursstabilisering vore ett lämpligt sätt att främja aktieägarnas intresse i stabila börskurser, Martens, a. a. (not 7) s. 338, von Rosen/Helm, Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, AG 1996 s. 434, 437, Claussen, Aktienrechtsreform 1997, AG 1996 s. 481, 490.

[50] Omfattande Assmann, i: Großkommentar zum AktG, 4 uppl. 1992, Einleitung, anm. 343 ff också till divergerande äldre åsikter; allmänt till förhållandet mellan aktiebolagsrätt och kapitalmarknadsrätt Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt (1995) passim.

[51] Se ovan vid 2.1.

[52] Sammanfattande Martens, a. a. (not 7) s. 337. De verkställande direktörernas s. k. neutralitetsplikt beträffande tvister mellan aktieägare har mycket diskuterats, jfr till exempel Hopt, a. a. (not 7) s. 545 f.

## 4. Den nya lagen

### *4.1 Förändringar i bolagsrättsliga regler*

a) Ett nytt undantag

Den nya lagen lägger till bara ett undantag till katalogen i 71 § 1 st. AktG. Fastän förändringarna i lagtexten alltså inte är särskilt stora, handlar det icke desto mindre om en vridning på etthundraåttio grader. Den nya 71 § 1 st. 8 nr. AktG[53] fungerar nämligen som en generalklausul. Den bryter mot den hittills gällande grundsatsen att varje förvärv av egna aktier är förbjudet om inte särskilda materiella skäl kan göras gällande, dvs. om ett speciellt syfte skall uppnås, så att förvärvet undantagsvis är tillåtet. Numera handlar det bara om formella krav som ställs för att förvärvet kan ske i enlighet med lagen. Kraven är för det mesta utformade efter vad EG:s andra bolagsrättsliga direktiv fordrar.

Bolagsstämman måste auktorisera förvärvet genom ett beslut, som principiellt kan fattas med enkel majoritet och i beslutet bestämma inte bara att förvärvet skall ske över huvudtaget och hur många aktier som sammanlagt skall kunna förvärvas genom beslutet, utan också det högsta och det lägsta pris bolaget skall få betala för sina egna aktier. Priset kan inte bara fastställas som absolut penningbelopp utan också i förhållande till börskursen, så att det till exempel kan sägas att priset inte får överstiga 120 procent av den nuvarande eller kommande börskursen. I motsats till 19 Art. 1 st. a mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv sägs dock ingenting om nödvändigheten att även fastställa beslutets giltighetstid. Det auktoriserande beslutet gäller enligt 71 § 1 st. 8 nr. AktG i alla fall inte längre än 18 månader, vilket stämmer överens med 19 Art. 1 st. a mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv. Det vore ändå för klarhetens skull rimligt om det vore obligatoriskt att besluta även om giltighetstiden.[54] Om bolagsstämman så vill, får den fastslå fler detaljer än de obligatoriska beslutselementen. Som sådana ytterligare detaljer kan till exempel tänkas tiden under vilken aktierna får behållas av bolaget, sättet på vilket aktierna senare skall avyttras[55] och i synnerhet det mål som de verkställande direktörerna får

[53] 71 § 1 st. 8 nr. AktG låter i svensk översättning: ”Bolaget får förvärva egna aktier bara ... 8. enligt ett bemyndigande av bolagsstämman, som gäller högst 18 månader och fastslår det minsta och högsta vederlaget såväl som andelen av aktiekapitalet, vilken inte får överstiga tio procentenheter. 53a § AktG måste tillämpas på förvärv och avyttring. Förvärv och avyttring på börsen förslår detta. En annan avyttring kan beslutas av bolagsstämman; 186 § 3, 4 st. och 193 § 2 st. 4 nr. AktG måste analogt tillämpas i så fall. Bolagsstämman kan bemyndiga de verkställande direktörerna att indraga de egna aktierna utan ytterligare beslut av bolagsstämman.”

[54] Detsamma kräver också det tyska advokatsamfundet (Deutscher Anwaltsverein; i det följande: ”DAV”) i sitt ställningstagande som har publicerats i ZIP 1997 s. 163, 170 f.

[55] Det sistnämda ses av flera författare som speciellt önskvärt att bli bestämt genom bolagsstämman, jfr Wastl, Erwerb eigener Aktien nach dem Referentenentwurf zur Änderung des AktG und des HGB, DB 1997 s. 461, 462, Wastl/Wagner/Lau, a. a. (not 34) s. 130 f. Till exempel kan bolagsstämman

sträva efter med förvärvet. I den kommande lagen skall inte finnas någon katalog med godkända ändamål för bolagets förvärv, utan bedömningen, vilka ändamål som anses skäliga, har lämnats nästan helt till bolagsstämman. Det betyder visserligen inte att alla ändamål därför är lovliga. Trots undantaget som är lagfäst redan i 71 § 1 st. 6 nr. AktG får ändamålet dock vara att förbereda en nedsättning av kapitalet.[56] 71 § 1 st. 6 nr. AktG förutsätter nämligen att ett beslut därom redan har fattats av bolagsstämman före förvärvet. Om ett sådant beslut ännu inte finns, står det nya undantaget till förfogande. Nedsättningen kan sedan följa genom ett förenklat indragningsförfarande[57] som inte kräver ett ytterligare beslut av bolagsstämman. De verkställande direktörerna måste bara anmäla nedsättningen till registerdomstolen (*Handelsregister*). Lagen utesluter däremot uttryckligen att bolagsstämmans beslut syftar till att bemyndiga de verkställande direktörerna att bedriva handel med egna aktier. Vilka företeelser som kommer att räknas till att ”driva handel” är ganska oklart och kommer antagligen att resultera i mycken diskussion i rättspraxis.[58] Avsikten med att infoga denna inskränkning, som inte fanns i RefE, var att förhindra spekulation i egna aktier. I varje fall får bolaget inte varaktigt förvärva och överlåta egna aktier för att kontinuerligt påverka börskursen.[59]

Antalet aktier som får förvärvas av bolaget enligt det auktoriserande stämmobeslutet, får sammanlagt inte överstiga tio procent av bolagets aktiekapital. I RefE var undantaget ännu formulerat på ett sätt vilket lät förmoda att de verkställande direktörerna efter att ha blivit auktoriserade av bolagsstämman inom tioprocentgränsen eller en av bolagsstämman fastställd snävare gräns skulle kunna förvärva och sälja egna aktier så ofta de ville, vilket numera endast banker får göra enligt 71 § 1 st. 7 nr. AktG. Den allmänna tioprocentsgränsen (71 § 2 st. 1 m. AktG) förbjuder inte ett sådant beteende. Den är nämligen så formulerad att den bara begränsar ägandet, inte förvärvet av egna aktier. Vid frågan om gränsen är överskriden, tar man alltså bara hänsyn till de aktier som för närvarande ägs av bolaget, inte till dem som redan har sålts igen. Varje försäljning skapar alltså utrymme för nya affärer.[60] Efter det att

kräva att avyttringen bara får ske på grund av ett ytterligare beslut av bolagsstämman, se RegE, ZIP 1997 s. 2060, eller att de verkställande direktörerna skall ha rätten till att avyttra aktierna som ett slags auktoriserat kapital; om detaljerna se Huber, a. a. (not 5) s. 119 f.

[56] RegE, ZIP 1997 s. 2059.

[57] Detta är reglerat i 237 § 3–5 st. AktG.

[58] Claussen, a. a. (not 20) s. 180; mycket kritiskt därför Martens, a. a. (not 19) s. 85 f.

[59] RegE, allmänna motiveringen, ZIP 1997 s. 2059; om det betyder att åsyftade kurspåverkningar på kort sikt är tillåtna, är inte helt klart. Några ser i detta även det egentliga målet med lagändringen, jfr Claussen, a. a. (not 20) s. 180.

[60] Jfr Lutter, a. a. (not 3) 71 §, anm. 53. RefE, motiveringen till ändringen av 71 § AktG, ZIP 1996 s. 2129, 2131, tolkade visserligen den allmänna tioprocentsgränsen så att den gällde i det här sammanhanget alla någonsin för-

detta kritiserats av många remissinstanser,[61] tog RegE upp kritiken och ändrade lagförslaget.[62] Numera är bara enskilda förvärv med efterföljande avyttring tillåtna så att man undviker att bolaget alltid har ett visst antal aktier i portföljen och höjer respektive sänker antalet genom olika aktieaffärer inom den allmänna tioprocentsgränsen. Skillnaden mellan de två alternativen för med sig konsekvenser för bolagen: medan enskilda förvärv typiskt syftar till att nedsätta det använda kapitalet antingen till en framtida försäljning eller för alltid, skulle tillåtelsen av ständigt pågående förvärv och avyttringar skapa ett slags rörligt kapital och därmed gynna kursmanipulationer genom stödköp. Det är alltså följdriktigt ur lagstiftarens synpunkt att förbjuda ”handeln med egna aktier”, om man ser till motiven för lagreformen.

Det nya undantaget i 71 § 1 st. 8 nr. AktG nämns i 71 § 2 st. 1 m. AktG som kräver att alla egna aktier som har förvärvats enligt undantag nr 1, 2, 3, 7 och numera 8 och vilka bolaget alltjämt äger sammanlagt inte får överstiga tio procent av aktiekapitalet. Vidare måste bolaget förutses vara i stånd till att i den följande balansräkningen utforma en speciell reserv till ett belopp som motsvarar aktiveringsbeloppet på balansräkningens aktivsida, regelmässigt alltså köpeskillingen, så att varken bolagets aktiekapital eller de reserver det är tvunget att ha påverkas, även om de egna aktierna skulle gå ner i värde. Kravet att utforma en speciell reserv[63] garanterar att bolagets borgenärer inte får nackdel av att bolaget förvärvar sina egna aktier. Med andra ord betyder detta att bolaget har att välja mellan att distribuera utdelningsbar vinst till aktieägarna direkt eller indirekt genom att köpa egna aktier. Däremot finns ingen aktiveringsplikt, om bolaget har för avsikt att dra in de förvärvade aktierna eller, vilket anses som likvärdigt, om bolagsstämman vid beslutet om aktiernas förvärv har satt villkoret att avyttringen kräver ett ytterligare beslut i bolagsstämman med en majoritet som vid en nyemission. I dessa fall är det obligatoriskt att avskilja aktiernas nominalbelopp från det egna kapitalet för att klarlägga att, från en ekonomisk synpunkt, aktiekapitalet har nedsatts.[64] Utöver detta måste de förvärvade aktierna vara fullt

värvade aktier. Tolkningen var dock knappast täckt av ordalydelsen, jfr till exempel Martens, a. a. (not 19) s. 85.

[61] Se bara Huber, a. a. (not 5) s. 120 f.

[62] Se RegE, allmänna motiveringen, ZIP 1997 s. 2060, som konstaterar att volymbegränsningen i 71 § 1 st. 8 nr. AktG inte avser beståndet, utan de aktier, som skall sammanlagt förvärvas.

[63] Se 272 § 4 st. handelslagboken (Handelsgesetzbuch, i det följande: ”HGB”); jfr också 22 Art. 1 st. b mom. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv. Till aktiveringsplikt jfr ovan 2.1. 272 § 4 st. HGB fanns inte i nutida form och beaktades dessutom inte 1931, när förbudet att förvärva egna aktier lagfästes. Därför medförde en kursnedgång i egna aktier ofta stora förluster för företagen.

[64] Numera har lagstiftaren beslutat om en vederbörlig ändring i 272 § 1 st HGB. Skillnaden mellan aktiernas nominalbelopp och köpeskillingen skall kvittas mot bolagets reserver.

betalda, 71 § 2 st. 3 m. AktG. Så garanteras att en av de viktigaste principerna i den tyska aktiebolagsrätten, kapitalskyddsprincipen (*Kapitalerhaltungsgrundsatz*), som fastslår att det nominella aktiekapitalet alltjämt måste bli bevarat till bolagets och dess borgenärers förfogande, inte riskeras. Slutligen erfordrar förvärvet av egna aktier publicitet, framför allt gentemot aktieägarna. De verkställande direktörerna måste underrätta den näst följande bolagsstämman inte bara att förvärvet har skett utan också tillkännage syfte, aktiernas antal och nominalbelopp, andel av aktiekapital samt vederlaget (71 § 3 st. 1 m. AktG).

b) Förvärvssätt och likhetsprincipen

Sättet på vilket förvärvet skall genomföras bestäms inte i lagen, men det är ändå klart att de verkställande direktörerna måste vara strikt neutrala mot alla aktieägarna så att offerten regelbundet riktas till alla aktieägare (s. k. *self tender offer*) eller sker över börsen (s. k. *open market repurchase*). I lagen är rekvisitet antytt genom att den i 71 § 1 st. 8 nr. 2 m. AktG för klarhets skull uttryckligen hänvisar till den allmänna aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen gentemot aktieägarna som har lagfästs i 53 a § AktG.[65] Motiven för att bolagen måste iaktta likhetsprincipen är bland andra att det skall bidra till att förhindra en företeelse som kallas för ”greenmailing”. Med detta menas att någon köper upp ett större aktiepaket och hotar att ta över bolaget om det inte betalar ett mycket högt pris för hans eller hennes aktier.[66] Om bolagsstämman bryter mot likhetsprincipen kan beslutets därav följande ogiltighet hävdas av varje aktieägare som har anmält protest till bolagsstämmans protokoll. Om beslutet blir förklarat ogiltigt, måste de förvärvade aktierna överlåtas inom ett år efter förvärvet. De verkställande direktörer som bryter mot lagen, kan dessutom bli skyldiga att betala skadestånd till den orättvist behandlade aktieägaren.

Enligt lagen räcker förvärvet över börsen till att uppfylla likhetsprincipen i alla fall. Men man vill inte tillåta förvärvet bara för börsnoterade bolag utan också till exempel underlätta generationsskifte i små bolag med hjälp av förvärvet av egna aktier.[67] Därför tog man med i beräkningen att icke-börsnoterade bolag kommer att ha större svårigheter att återsälja sina egna aktier för

[65] Jfr också 42 Art. i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv.

[66] Till förhindrande av greenmailing som argument för att alla aktieägarna måste ha chansen att få erbjuda sina aktier till bolaget, se Huber, a. a. (not 5) s. 107 och i Sverige: Aktiebolagskommittén, a. a. (not 1) s. 251, 398.

[67] RegE, ZIP 1997 s. 2060. Jfr också Aktiebolagskommittén, a. a. (not 1) s. 389: För Sverige föreslår Aktiebolagskommittén med hänsyn till publika bolag att bara förvärvserbjudande som riktas till samtliga aktieägare eller samtliga ägare av aktier av visst slag är lagliga, 11 kap. 4 § av lagförslaget.

att få tillgång till likviditet.[68] Följaktligen har man inte förbjudit andra sätt att förvärva, men då måste i varje fall prövas, om likhetsprincipen har iakttagits. I praktiken skall det antagligen betyda att bolagen kan, bortsett från förvärvet över börsen, använda två olika förvärvssätt: antingen riktas en tender offert till alla aktieägare eller, och mycket tyder på att det skulle vara det mest rättvisa förvärvssättet även för börsnoterade bolag, utger bolaget överlåtbara säljoptioner, som i USA kallas för *transferable put rights* eller *tender puts*.[69] Varje aktieägare får då i form av en option rätten att sälja ett visst antal aktier till bolaget beroende på hur många aktier han eller hon äger. Aktieägaren kan antingen använda säljoptionerna eller sälja dem på börsen, så att på det sättet alla aktieägarna får del av den fördel som består i skillnaden mellan vederlaget och börskursen.

Förhandlade återköp bara från en enda eller en grupp av aktieägare (s. k. *negotiated repurchase* eller på tyska *Pakethandel*) är dock inte i sig uteslutna, utan kan vara lagliga, om det finns skäl för den däri liggande olika behandlingen av aktieägarna. Man har anfört att sådana skäl kan bestå i att bolaget hotas att bli föremål för en fientlig take-over offert.[70] Det är dock mycket tvivelaktigt om det är rätt, eftersom förvärvet av egna aktier inte skall användas för att ge bolagsledningen en möjlighet att kontrollera ägarkretsen. Därmed har jag svårt att tänka mig ett fall i vilket det skulle vara till bolagets bästa att inte rikta en offert till alla aktieägare. Annars är förhållandet, om bolaget bara har ett fåtal ägare som alla samtycker till att gå till väga på ett sådant sätt.

c) Avyttringen av de förvärvade aktierna

De egna aktierna får behållas av bolaget hur länge som helst. 18 månaders-gränsen gäller bara för förvärvet, inte för frågan, hur länge aktierna får vara i bolagets ägo.[71] För att de förvärvade aktierna skall kunna avyttras, erfordras ett beslut av bolagsstämman, vilket kan fattas redan vid förvärvets bemyndigande. Bolagsstämman kan även i börsnoterade bolag besluta att försäljningen inte skall genomföras över börsen, utan till exempel genom allmänt anbud eller riktad offert, om det kan ske i enlighet med likhetsprincipen som naturligtvis gäller även här. Om bolaget säljer aktierna på ett annat sätt än genom börsen, ses en avyttring av egna aktier med fog vara lik en nyemission av aktier, fastän

[68] Martens, a. a. (not 7) s. 339 pekar på att det finns mycket större risker för icke-börsnoterade bolag att förvärva egna aktier på grund av bristande marknad för deras aktier.
[69] Jfr Hampel, a. a. (not 2) s. 17 f., Kopp, a. a. (not 3) s. 37.
[70] Wastl, a. a. (not 55) s. 463 f.
[71] RegE, ZIP 1997 s. 2060.

aktiekapitalet formellt sett inte höjs.[72] Detta medför att varje aktieägare har rätt att få sig tilldelad en så stor del av de sålda aktierna som motsvarar hans eller hennes aktieandel i bolaget. Denna företrädesrätt kallas för *Bezugsrecht* och är lagfäst i 186 § AktG med avseende på nyemission. Bolagsstämman har rätt att med tre fjärdedels majoritet besluta om avvikelse från detta tilldelningssätt om de verkställande direktörerna har ansökt om detta och det dessutom finns en skälig grund för det. Bara om köparen betalar kontant och inte mycket mindre än börskursen får bolagsstämman för ett börsnoterat bolag göra avsteg från företrädesrätten utan att det föreligger en särskild grund för detta.[73] Detta undantag skulle man rimligtvis kunna tilllämpa även på avyttring av egna aktier.

Det är alltså inte lättare för bolagsledningen att bestämma vem som skall få de sålda aktierna än i fall av nyemission. Därmed blir företagsförvärv mot vederlag av egna aktier inte underlättade genom att förvärvet av egna aktier numera tillåtes i större utsträckning. Hittills har man varit tvungen att hänskjuta frågan om upphävande av företrädesrätten till bolagsstämman. Denna regel gäller även om man går den nya vägen över förvärvet av egna aktier. Alltså får de verkställande direktörerna ingen ökad flexibilitet i detta hänseende. Men det är inte orimligt att det är så. Det måste visserligen medges att kallelse till en bolagsstämma tar ganska lång tid, tid man ofta inte har, när förhandlingar om ett företagsköp pågår. Dessutom är det ingen osannolik risk för att bolagsstämmans beslut blir överklagat av enskilda aktieägare, även om beslutet är helt i överensstämmelse med lagen. Följden är ytterligare fördröjning. Men om lagstiftaren skulle vilja förbättra möjligheterna att förvärva företag mot vederlag av egna aktier, vilket hjälper köparen att behålla sin likviditet, så måste man revidera 186 § AktG[74] och inte bryta mot systemet genom att tillämpa andra värderingar vid avyttring av egna aktier än vid nyemission. Därför är regleringen i alla fall lagtekniskt sett konsekvent. Av lagen följer sålunda, att bolagsstämman måste få

[72] Se utförligt Hirte, Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung, 1986 s. 173 f.

[73] 186 § 3 st. 4 m. AktG; regleringen föreskriver också att nyemissionen inte får avse mer än tio procent av aktiekapitalet, men det kräver här redan 71 § 1 st. 8 nr. AktG.

[74] Nyligen har just detta gjorts genom en dom av den Högsta civilrättsliga domstolen (Bundesgerichshof; i det följande: ”BGH”), enligt vilken det är tillåtet att bolagsstämman beslutar om en auktoriserad nyemission i form av apportemission (Sacheinlage) och därvid utesluter aktieägarnas företrädesrätt med hänsyn till framtida företagsköp utan att de verkställande direktörerna måste redovisa konkret om exakt till vilka företagsköp det nya kapitalet skall användas, BGH JZ 1998 s. 47 i avvikelse från BGHZ 83, 319. Domen har kritiserats skarpt på grund av att den inte tycks ta tillräckligt hänsyn till minoritetsskydd, jfr till exempel Lutter i en anmärkning till den nyss nämnda domen i JZ 1998 s. 50 f.

befattning med avyttringen, om aktierna inte skall gå till alla aktieägare enligt deras andel av aktiekapitalet, i annat fall är de verkställande direktörerna bemyndigade att besluta om avyttringen.[75]

De egna aktierna kan bland annat användas till att inlösa optioner som bolaget har utgivit till verkställande direktörer och anställda. I så fall är den nya 193 § 2 st. 4 nr. AktG analogt användbar som föreskriver, med avseende på en villkorlig nyemission av aktier med syfte att inlösa sådana optioner, att alla betydelsefulla detaljer måste omfattas av bolagsstämmans beslut. Det gäller fördelningen av aktier mellan de verkställande direktörerna och de anställda, möjliga förvärvstidpunkter, kursmål, väntetid till första inlösning av optionerna och inlösningstidsrymder. För att inte de verkställande direktörerna skall kunna driva upp aktiekursen genom att förvärva egna aktier och sedan inlösa sina optioner skall bolagsstämman iaktta att det finns god tid mellan slutet av förvärvstidsrymden och tidpunkten för första inlösning av optionerna.[76]

### *4.2 Kapitalmarknadsrättsliga bestämmelser*

Det börsnoterade bolagets avsikt att förvärva egna aktier kan påverka börskursen om avsikten är tillräckligt konkret och antalet berörda aktier tillräckligt stort. Sådana fakta som är lämpade att utöva inflytande på börskursen kallas för ”kursrelevanta fakta” (*kursrelevante Tatsachen*) och måste offentliggöras enligt 15 § lagen om värdepappershandel (*Wertpapierhandelsgesetz*, i det följande: ”WpHG”). Antagligen kommer dock de verkställande direktörerna att besluta om att genomföra ett förvärv först på ett ganska obestämt och allmänt sätt och befatta sig med detaljerna på tämligen kort sikt, beroende på börskursen och bolagets kapitalbehov. Det har påståtts att bolaget i så fall slipper informera offentligheten om det kommande förvärvet.[77] Likväl finns det inget skäl varför de verkställande direktörerna inte skulle kunna meddela förvärvsavsikten, när den slutligen är tillräckligt konkret.[78] Ändå infördes inte minst på grund av denna osäkerhet en speciell informationsplikt i aktiebolagslagen. Enligt 71 § 3 st. 3 m. AktG måste bolaget informera förbundstillsynsämbetet för värdepappershandel (*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*) om att bolagsstämman har fattat beslut att bemyndiga de verkställande direktörerna att

[75] Wastl, a. a. (not 55) s. 465 har kritiserat RefE på den här punkten och kräver bolagsstämmans beslut för alla avyttringar av egna aktier. Nödvändigheten av ett avyttringsbeslut är dock inte klarlagd. Om alla aktieägare får var sin andel av de avyttrade aktierna, så kan beslutet bara reglera när aktierna skall avyttras och till vilket pris. Det är rimligare att bolagsstämman inte måste utan bara har möjligheten att bestämma om dessa detaljer.
[76] RegE, ZIP 1997 s. 2060.
[77] Jfr Martens, a. a. (not 7) s. 341 och Peltzer, a. a. (not 2) s. 330.
[78] Likaså von Rosen/Helm, a. a. (not 49) s. 440.

förvärva egna aktier. Ämbetet skall på det viset ha tillfälle att granska påfallande kursändringar i bolaget med speciell uppmärksamhet.[79] Dessutom är förvärvet relevant med hänsyn till den informationsplikt som gäller för varje person som förvärvar eller säljer aktier i ett börsnoterat bolag och därmed över- eller underskrider vissa andelar av aktiekapitalet i detta bolag, nämligen 5, 10, 25, 50 eller 75 procent.[80] Den förvärvande eller säljande personen måste meddela förbundstillsynsämbetet för värdepappershandel och det berörda bolaget inte bara att han eller hon har över- eller underskridit de nämnda trösklarna utan också sitt namn, sin adress och hur stor hans eller hennes andel i bolaget är. Det bolag som får ett sådant meddelande, är enligt 25 § 1 st. WpHG förpliktat att publicera det i en överregional tidning, som är godkänd för att publicera börsmeddelanden (*Börsenpflichtblatt*). Nu ändrades 25 § 1 st. WpHG för att omfatta även förvärven av egna aktier. Om bolagets egna aktier över- eller underskrider de nämnda gränserna, måste bolaget publicera även detta som om det hade fått ett meddelande av en aktieägare.

I samma lag finns också bestämmelser som skall förhindra insiderhandel, 12 f. §§ WpHG. De är naturligtvis även tillämpliga vid förvärv av egna aktier, vilket ur insiderrättslig synpunkt alltid är särskilt känsligt, eftersom det förvärvande bolaget med nödvändighet har de bästa informationerna om sig självt och även skulle kunna samordna informationsutlämnande till allmänheten med de egna förvärvsavsikterna.[81] Därutöver vore det möjligt att verkställande direktörer utnyttjar sin vetskap om bolagets avsikt att förvärva eller sälja bolagets aktier. Efter de verkställande direktörernas beslut att förvärva eller sälja egna aktier enligt auktorisering av bolagsstämman får därför en verkställande direktör inte förvärva eller sälja bolagets aktier för egen räkning, innan beslutet har kungjorts för allmänheten. Dessutom rekommenderas de verkställande direktörerna att de skall förvärva och sälja aktier endast inom vissa tidsrymder, till exempel inom tre veckor efter publikationen av en rapport, så att alla marknadsaktörer har aktuella informationer om bolaget.[82] Detta är dock enbart en rekommendation som de verkställande direktörerna bör följa för att inte bli utsatta för misstankar, men som inte kan framtvingas med rättsliga åtgärder.

[79] RegE, ZIP 1997 s. 2061; jfr också Aktiebolagskommittén, a. a. (not 1) s. 252 som föreslår en likartad bestämmelse: Publika bolag måste anmäla förvärvet (inte det auktoriserande beslutet) till den vederbörande börsen eller auktoriserade marknadsplatsen. Den nya svenska lagen skall också efter engelsk och amerikansk förebild innehålla mycket mer precisa regleringar av hur förvärvet praktiskt får genomföras på börsen. DAV, a. a. (not 54) s. 171 f. har — hittills förgäves — efterlyst sådana bestämmelser också för tysk rätt.
[80] 21 § 1 st. WpHG.
[81] Se Fürhoff, Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen und Management Buy-Out, AG 1998 s. 83, 84.
[82] RegE, ZIP 1997 s. 2061.

## 5. Slutsats

Tyskland har tagit ett stort steg från ett förbud att förvärva egna aktier med bara några begränsade undantag till — tekniskt sett — ett förbud med ganska omfattande undantag, som i praktiken kommer att verka som en tillåtelse med detaljerat utformade rekvisit. Jämför man den nya tyska lagen med motsvarande reformförslag i Sverige, så går Tyskland bara ett litet steg längre. I Tyskland har de verkställande direktörerna obetydligt mer flexibilitet att styra det egna kapitalet än sina kollegor i Sverige kommer att ha. Skillnaden beror dock mestadels på de undantag som redan fanns i den tyska respektive den svenska lagen före reformen. Angående lagreformen är båda lagstiftare optimistiska och tror att det nya spelrummet inte skall utnyttjas till nackdel för bolagets aktieägare och borgenärer. För att bekämpa missbruksförsök litar man i Tyskland och i Sverige inte längre bara på aktiebolagsrätten, utan mer och mer också på en allt mer sofistikerad reglering av kapitalmarknaden. Förtroendet för kapitalmarknadens reglerande kraft tycks vara något större i Tyskland än i Sverige. I båda länder är man väl nyfiken på om pendeln som för närvarande svänger mot en ökad flexibilitet för bolagen och deras ledning kommer att svänga åt andra hållet om — eller när — de första fallen av missbruk av den nya friheten blir kända. Förhoppningsvis kommer lagstiftarna då inte att gå hela vägen tillbaka utan i stället endast försöka förbättra detaljer i den nuvarande regleringen.