Sant och falskt om förvärv av egna aktier — rättspolitiska motiv och problem

Av jur. kand. OSCAR NILSSON[1]

I dagarna är det 15 år sedan lagstiftaren öppnade upp för publika aktiebolag att förvärva egna aktier, något som tidigare varit förbjudet i över hundra år. Men hur starka var egentligen skälen för att tillåta publika bolag att förvärva egna aktier? Och till vilken risk? I artikeln förs en rättspolitisk diskussion om motiven till införandet av förvärv av egna aktier. Dessutom redovisas vad som inte analyserats i utredningen till införandet av förvärv av egna aktier. Slutligen ges ett förslag till hur regleringen bör utformas för att säkerställa förtroendet för värdepappersmarknaden.

1 Bakgrund

I 1895 års aktiebolagslag infördes ett förbud för svenska aktiebolag att förvärva egna aktier. Skälen för förbudet var flera. Risken för ett åsidosättande av borgenärsskyddet ansågs alldeles för stort eftersom reglerna för nedsättning av aktiekapitalet enkelt kunde kringgås genom förvärv av egna aktier. Senare motiverades förbudet främst av att handel i egna aktier kunde föranleda kursmanipulationer och otillbörlig handel. Dessutom låg ett kringgående av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen i farans riktning då förvärv av egna aktier inte gav aktieägarna likvärdigt skydd som vid nedsättning av aktiekapitalet.[2]

År 2000 avskaffades förbudet, delvis. Publika bolag gavs möjlighet att förvärva upp till tio procent av bolagets utgivna aktier vilket i skrivande stund fortfarande gäller. Förvärvet kan antingen ske direkt över en reglerad marknad, eller motsvarade marknad (OMR)[3], eller genom ett erbjudande riktat till samtliga aktieägare. Beslut om förvärv ska fattas av bolagsstämman men möjlighet finns att delegera beslutet till styrelsen, vilket regelmässigt görs. Förvärvade aktier får avyttras på en reglerad marknad, eller motsvarande marknad, användas vid emission eller dras in enligt processen för nedsättning av aktiekapital. Vid avskaffandet av förbudet var Sverige den sista medlemsstaten inom EU som förbjöd publika bolag att förvärva egna aktier. Förvärv

[1] För frågor och synpunkter kan författaren kontaktas på Twitter @NilssonOscar eller per e-mail oscar.e.nilsson@nordea.se. Författaren vill passa på att tacka professor Jan Andersson för värdefulla synpunkter under skrivarbetet.
[2] SOU 1997:22 s. 246 samt prop. 1999/2000:34 s. 51.
[3] OMR efter engelskans Open Market Repurchase.

av egna aktier har varit gemenskapsrättsligt möjligt sedan år 1977 genom det andra bolagsdirektivet[4].

Klassiskt har amerikanska bolag varit de största användarna av förvärv av egna aktier där förvärven tog fart efter att Securities and Exchange Commission (SEC)[5] antog den så kallade Safe-harbourregeln i Securities Exchange Act. Regeln innebar att förvärv av egna aktier, inom vissa ramar, inte klassificerades som otillbörlig marknadspåverkan. Paradigmskiftet skedde år 1998 då det förvärvades egna aktier till ett större värde än vad de amerikanska bolagen skiftade ut genom vinstutdelning[6], vilket tydliggör förvärvens betydelse i bolagens kapital- och utskiftningspolitik. I Europa kom utvecklingen något senare men har i princip varit lika stark som i USA. År 2005 förvärvades egna aktier till ett högre värde än vad de europeiska bolagen skiftade ut genom vinstutdelningar.[7]

Förvärv av egna aktier genomförs vanligtvis genom att bolagsstämman bemyndigar styrelsen att genomföra förvärv av egna aktier om maximalt tio procent av utestående aktier fram till nästa bolagsstämma. Enligt Nasdaq OMX regelverk för emittenter ska bolagsstämmans beslut offentliggöras så snart det är möjligt. Dagen efter bolaget genomfört ett förvärv av egna aktier ska marknadsplatsen där bolagets aktier är noterade underrättas om bland annat affärsdatum, pris och totalt innehav. Informationen ska offentliggöras på marknadsplatsens webbplats.

2 Införandet av möjligheten för publika bolag att förvärva egna aktier

Frågan om förvärv av egna aktier bereddes av bolagskommittén vars uppgift var att se över det aktiebolagsrättsliga regelverket. Arbetet resulterade i SOU 1997:22 om aktiebolagets kapital som var utredningsunderlaget för prop. 1999/2000:34 genom vilken möjligheten till förvärv av egna aktier infördes i svensk rätt. Vid ikraftträdandet av 2005 års aktiebolagslag (ABL) fördes de tidigare bestämmelserna om förvärv av egna aktier i all väsentlighet över till den nya regleringen.[8]

Eftersom förbudet mot förvärv av egna aktier behållits i såväl 1910 års, 1944 års, som i 1975 års aktiebolagslag är det intressant att undersöka argumenten som fick lagstiftaren att helt ändra uppfattning efter upprätthållandet av ett sekellångt förbud.

2.1 Lagstiftarens skäl

Det första skälet som anförs för att tillåta bolag förvärva egna aktier är att förbättra bolagens möjligheter att återföra överskottsmedel till ak-

[4] 1977/91/EG (Kapitaldirektivet).
[5] USA:s motsvarighet till den svenska Finansinspektionen.
[6] Grullon. G, Ikenberry, D., What do we know about stock repurchases, s. 31, Journal of Applied Corporate Finance, 2000, Vol. 13, Issue 1, s. 31–51.
[7] Von Eije, H., Megginson, W., Dividends and share repurchases in EU, s. 335, Journal of Financial Economics, 2008, Vol. 89, Issue 2, s. 347–374.
[8] Prop. 2004/05:85, s. 408.

tieägarna.[9] Den bakomliggande orsaken är att en sådan ordning är samhällsekonomiskt önskvärd om kapitalet återinvesteras i bolag som är i behov av kapital.[10] Utan djupare analys kan det konstateras att argumentet inte har någon självständig bäring i just förhållande till förvärv av egna aktier. Vinstutdelning ger aktieägarna lika möjligheter använda överskottsmedel för andra investeringar. För att uppnå sådan effekt är det helt enkelt egalt huruvida utskiftning av överskottsmedel sker genom förvärv av egna aktier eller genom vinstutdelning. I detta perspektiv måste utredningens primära argument för att tillåta förvärv av egna aktier kompletteras med andra argument för att ge en fördel gentemot utdelning. I annat fall finner jag det svårt att bortse från argumenten för det tidigare förbudet.

Det andra skälet som redovisas i förarbetena är att förvärv av egna aktier och vinstutdelning ger olika signaler till marknaden. Det grundas i antagandet att bolag är ovilliga att sänka vinstutdelningsnivån eftersom bolagen eftersträvar en stabil och långsiktig vinstutdelningsnivå. Med bakgrund av nämnda antagande efterfrågas en metod för att skifta ut överskottsmedel som inte bedöms vara långsiktigt möjligt att upprätthålla.[11] Argumentet kan ifrågasättas ur ett flertal perspektiv. Det största problemet är att förvärv av egna aktier och vinstutdelning i grunden är två olika metoder för att uppnå exakt samma resultat, det vill säga distribuera överskottsmedel till aktieägarna. Huruvida överskottsmedlen har märkts som förvärv av egna aktier eller vinstutdelning föranleder ingen skillnad i bedömningen om bolaget kan bibehålla sådan intjäning och kassaflöde över tid. Andersson menar att lagstiftaren undervärderar marknadsaktörernas analytiska förmåga och att det är uppenbart att medel som används för att förvärva egna aktier lika gärna kan användas för vinstutdelning.[12] Vidare har termen extrautdelning, eller special dividend, tidigare tillämpats för att markera att vinstutdelningen varit extraordinär och att en sådan vinstutdelningsnivå inte kan förväntas framöver. I denna del existerar således inget reellt behov av förvärvsmöjligheten. Empiriska studier ger emellertid visst stöd för argumentationen i förarbetena. Medan ett uteblivet förvärv av egna aktier inte visar någon effekt på marknaden skapar en reducerad vinstutdelning en genomsnittlig kursminskning med 5,7 procent.[13] Enligt en amerikansk enkätstudie ansåg 90 procent av de finansiella beslutsfattarna i de deltagande bolagen att det fanns negativa effekter av minskad vinstutdelning och att

[9] SOU 1997:22 s. 247.
[10] Prop. 1999/2000:34 s. 54.
[11] SOU 1997:22 s. 248.
[12] Andersson, J., Kapiltalskyddet i aktiebolag, s. 177, 6 u., Jure AB, Stockholm, 2010.
[13] Denis, D.J m.fl., The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment and dividend clienteles, s. 572, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1994, Vol. 29, Issue 4, s. 567–587.

det var viktigt att behålla den historiska vinstutdelningsnivån.[14] Följaktligen existerar en efterfråga av en alternativ metod till den ”vanliga årliga vinstutdelningen”. Det är dock inget som talar för att behovet inte kan täckas av möjligheten att ge extrautdelning.

Det tredje skälet som anförs är att möjligheten att förvärva egna aktier skapar bättre förutsättningar att anpassa utskiftningsmetoden efter aktieägarnas preferenser.[15] Aktieägare som föredrar hög direktavkastning kan välja att avyttra aktier vid bolagets erbjudande medan aktieägare som föredrar värdetillväxt väljer att inte avyttra aktier vid bolagets erbjudande. Genom ett i ABL redan tillgängligt medel, minskning av aktiekapitalet[16], finns möjlighet att på samma sätt uppnå en utskiftningspolicy som ger aktieägarna en valmöjlighet. I lagtexten anges till och med återbetalning till aktieägarna som ett av minskningsändamålen. Det föreligger dock vissa skillnader mellan förvärv av egna aktier och minskning av aktiekapitalet. Minskning av aktiekapital fordrar beslut på bolagsstämma och kan inte delegeras av bolagsstämman till styrelsen, vilket är möjligt vid förvärv av egna aktier. Vidare kan bolaget inte använda de aktier som aktieägarna löser in vid minskning av aktiekapitalet till skillnad från aktier som förvärvats genom återköp. Dessa kan användas vid exempelvis incitamentsprogram och som köpeskilling vid bolagsförvärv. Det ska även påpekas att aktieägare som är fortsatt positiv till bolagets möjlighet att skapa en god avkastning på kapitalet de facto kan återinvestera vinstutdelningen i bolaget. Att enbart ge vinstutdelning försämrar således inte aktieägarnas valmöjligheter. Vari ligger den egentliga skillnaden i att låta en aktieägare med preferens för hög direktavkastning sälja sitt innehav vid bolagets förvärv av egna aktier än att låta en aktieägare som föredrar värdetillväxt att återinvestera vinstutdelningen? Utöver viss beskattningseffekt är förflyttning av aktiv handling det enda som skapas.

Det fjärde skälet som anförs är att förvärv av egna aktier, till skillnad från vinstutdelning, har fördelen att det kan genomföras när som helst under året.[17] Tidigare kunde vinstutdelning enbart beslutas på ordinarie bolagsstämma vid fastställandet av bolagets balansräkning. Efterutdelning, dvs. beslut om vinstutdelning vid annan bolagstämma än den ordinarie bolagsstämman, blev tillåtet först vid införandet av 2005 års ABL[18]. Enligt gällande regelverk är det således lätt att kritisera förslaget. Men, givet att lagstiftaren ansåg att vinstutdelningsmöjligheterna var för begränsade vid tiden för förslaget, varför reformerade inte lagstiftaren vinstutdelningsreglerna och skapade möjlighet att fatta beslut om vinstutdelning under löpande räkenskapsår? Det torde vara betydligt mindre ingripande att förändra de befintliga

[14] Brav, A., m.fl., Payout policy in the 21st century, Journal of Financial Economics, 2005, Vol. 77, Issue 3, s. 483–527.
[15] SOU 1997:22 s. 248.
[16] 6 kap. 1975 års ABL, 20 kap. 2005 års ABL samt prop. 2004/05:85 s. 400 ff.
[17] SOU 1997:22 s. 248.
[18] Se 2005 års ABL kap. 19 § 4.

vinstutdelningsreglerna än att införa möjligheten att förvärva egna aktier, i synnerhet med bakgrund av argumenten för det hundraåriga förbudet av förvärv av egna aktier. Skälet är således en icke-fråga efter 2005 års ABL men innehöll klara brister utifrån förutsättningarna år 1997 när förslaget presenterades.

Det femte skälet som anförs i förarbetena är att förvärv av egna aktier kan bidra till att nyckeltal, såsom vinst per aktie, förbättras och att det i förlängningen kan innebära en högre aktiekurs.[19] Det förutsätter att antalet aktier minskar proportionerlig sett mer än eventuellt bortfall av bolagets intäkter. Studier visar att förbättring av nyckeltal och kapitalstruktur är ett vanligt förekommande argument vid återköp. Samtidigt visar studierna att majoriteten av de finansiella beslutsfattarna inte förstod kopplingen att nyckeltalen enbart förbättras om vinsten behålls vid en minskning av aktiekapitalet.[20] Det innebär dock inte att resonemanget i förarbetena är felaktigt. Däremot kan i vart fall två invändningar göras. Det ena är att kapitalstrukturen kan justeras i samma syfte genom minskning av aktiekapitalet. Möjligheten att förvärva egna aktier skapar således inget mervärde i denna del, även om argumentet i sak är korrekt. Den andra invändningen jag vill framföra är att det i förarbetena uttryckligen anges att bolaget genom förvärvet och den förbättrade ration mellan aktiekapital och vinst kan åstadkomma en högre aktiekurs. Det problematiska i uttalandet är frågan huruvida bolag verkligen ska agera utifrån aktiekursen och om sådan hänsyn omfattas av föremålet för verksamheten. En annan sak är att argumentera för att bolagets kapitalstruktur förbättras och att bolaget helt enkelt blir effektivare, vilket kan ha positiv effekt på aktiekursen.

Slutligen presenteras två skäl, som enligt lagstiftaren, är av mindre betydelse. Det ena av dem är att förvärv av egna aktier kan *förbättra aktiens likviditet*[21]. Det finns två sidor av att ett bolag tillåts påverka sin akties likviditet. Dels påverkar likviditeten ofta aktiens marknadsvärde. En mer likvid aktie är även en aktie som är mer attraktiv, i synnerhet för investerare med större poster såsom institutionella förvaltare. En viktig fråga i sammanhanget, och även i ett större perspektiv, är om bolagets förvärv av egna aktier återspeglar en verklig efterfrågan, och därmed en verklig likviditet. Vad händer när ett bolag som frekvent förvärvat egna aktier slutar förvärva egna aktier och köpsidan i orderboken plötsligt blir tunnare. Min poäng är att det är svårt att särskilja bolagets åtgärder för att påverka aktiens likviditet från åtgärder för att påverka aktiens marknadsvärde eftersom likviditeten är av kurspåverkande natur. Å andra sidan kan bolagets handel i den egna aktien fungera som en krockkudde vid oroliga marknadsförhållanden. EU-kommissionen har i art. 8 i marknadsmissbruksdirektivet med anled-

[19] SOU 1997:22 s. 248.
[20] Se a.a Grullon och Ikenberry, What do we know about share repurchases, s. 35 samt Brav m.fl. Payout policy in the 21st century, s. 12.
[21] SOU 1997:22 s. 249.

ning av särskilda marknadsförhållanden föreskrivit ett undantag från marknadsmissbruksregleringen förutsatt att förvärvet sker i syfte att stabilisera ett finansiellt instrument.[22] I en studie från år 2008 visade De Ridder och Råsbrant att bolagens förvärv av egna aktier hade en påverkan på likviditeten. Förutsatt att förvärven skedde genom handelssystemet fann författarna effekter såsom minskad ”spread” och ökat orderdjup. Skedde handeln däremot utanför handelssystemet visades istället negativa effekter för såväl ”spread” som orderdjup.[23] Detta trots att bolaget som en ytterst välinformerad investerare i teorin torde göra investerare vaksamma och kritiska. Oaktat dessa effekter går det inte att bortse från risken att den förbättrade likviditeten på sikt kan påverka bolagets aktiekurs och att priset på aktien därmed frångår sitt verkliga värde.

Det andra av de ”övriga argumenten” i förarbetena är att de förvärvade aktierna kan användas som *köpeskilling vid bolagsförvärv.*[24] I detta avseende har förvärvsmöjligheten fördelar gentemot såväl vinstutdelning som minskning av aktiekapitalet eftersom ingen av nämnda metoder ger bolaget en post aktier att använda. Det i lagstiftningen befintliga alternativet är att nyemittera aktier till köparen. Nyemissioner är dock känsligt då de medför en utspädningseffekt, vilket förvärv av egna aktier inte leder till. Ett anslutande argument, som lagstiftaren emellertid inte behandlar, är att de förvärvade aktierna även kan användas för att uppfylla åtaganden i incitamentsprogram till anställda, vilket på senare tid ökat i popularitet. [25] Aktier, eller vanligtvis optioner på aktier, utgör en metod att lösa agent- och principalproblematiken som finns inbyggd i bolagsinstitutet. Även om förhållandet mellan incitamentsprogram och förvärv av egna aktier inte är helt oproblematiskt[26] torde användningen likväl utgöra ett skäligt argument för att tillåta förvärv av egna aktier eftersom alternativa metoder har klara nackdelar.

Vidare diskuteras det i förarbetena att svensk bolagsrätt i stort genomgår en anpassning till europeisk standard men att ett införande av förvärv av egna aktier måste avgöras utifrån huruvida det är till gagn för svenska företag och svenskt näringsliv.[27] Efter att lagstiftaren redovisat ovan behandlade skäl avslutas diskussionen med att beskriva svenskt näringslivs iver inför införandet av förvärvsmöjligheten och att ovanstående förbättringar är ett måste för svenska bolag i den internationella konkurrensen. Då argumentationen, enligt min uppfattning, inte har sådana övertygande fördelar har jag svårt att se att de

[22] Se 2003/6/EG Marknadsmissbruksdirektivet Art. 8 och förutsättningar i Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003.
[23] De Ridder, A., Råsbrant, J., The liquidity impact of open market repurchases, s. 18, 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493044
[24] SOU 1997:22 s. 249.
[25] Sevenius R., Örtengren, T., Börsrätt, s. 295, 3 u., Studentlitteratur AB, Lund, 2012.
[26] Se avsnitt 3.1.1 nedan.
[27] SOU 1997:22 s. 247.

svenska bolagen eller den svenska lagstiftningsprodukten tar skada av att förvärvsförbudet behålls. För mig blir det ännu tydligare att införandet är drivet av en vilja att anpassa regleringen till den europeiska standarden, rätt eller fel, snarare än att regleringen är till gagn för svenska bolag och svenskt näringsliv. Ansatsen blir således något ambivalent och istället för att vara tydlig med att en europeisk harmonisering kan vara fördelaktig för svenska bolag och svenskt näringsliv i stort legitimeras införandet istället med ett flertal argument som saknar grund.

Sammanfattningsvis menar jag att lagstiftarens argument för att tillåta svenska publika bolag att förvärva egna aktier i många delar är dåligt underbyggd och till vissa delar chimär. Det är uppenbart att ett flertal mindre övervägda skäl adderats för att supportera införandet av förvärvsmöjligheten. Av ovanstående nedbrytning av de anförda argumenten framstår tydliga brister och summan av argumenten blir inte bättre än dess underliggande komponenter. Det kan dock konstateras att förvärvsmöjligheten i vissa delar har fördelar gentemot andra alternativa metoder som den då gällande lagstiftningen erbjöd. Återköp möjliggör uppbyggandet av en aktiepost som kan användas som köpeskilling vid bolagsförvärv eller för att uppfylla åtaganden i incitamentsprogram. Den enskilt allvarligaste bristen som tydligt genomsyrar hela utredningen är emellertid lagstiftarens tidigt bestämda mål att införa förvärvsmöjligheten, istället för att utreda huruvida förvärvsinstitutet är fördelaktig för svenska bolag och det svenska näringslivet samt avvägningen mellan fördelar och nackdelar, där få nackdelar har redovisats eller eljest behandlats flyktigt. Förvärvsmöjligheten tillämpas på liknande sätt även idag som vid införandet varför skälen, och därmed kritiken, alltjämt är relevant.

3 Vad har lagstiftaren missat?

En sak är att argumenten för införandet av förvärvsmöjligheten är dåligt underbyggda. I många fall kan dålig argumentation vara av mindre betydelse och utan större negativa konsekvenser. I detta fall finns emellertid ytterligare aspekter att lyfta fram som knappt analyserats i utredningen. Lagstiftaren har släppt in en tung aktör på marknaden som, mer än någon annan, besitter icke-offentliggjord information. Frågan som uppstår är vad lagstiftaren gjort för att undvika att bolagen som förvärvar egna aktier utnyttjar eventuella informationsasymmetrier på marknaden och vad dålig lagstiftning kan innebära för förtroendet på värdepappersmarknaden.

3.1 Marknadsmissbruk

Rädsla för kursmanipulationer och stödköp i den egna aktien har varit en av de främsta anledningarna till att förvärvsförbudet behållits under en lång period.[28] Sådant agerande är kriminaliserat i lag

[28] SOU 1997:22 s. 246 samt prop. 1999/2000:34 s. 51.

(2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MML) där det stadgas ett förbud mot att otillbörligen påverka marknaden. Denna bestämmelse har även kompletterats med ett undantag som innebär att handel som sker i enlighet med EU-kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 inte ska omfattas av bestämmelserna i MML. Undantaget är tillämpligt när de förvärvade aktierna antingen ska användas för att nedsätta aktiekapitalet eller användas för att säkra bolagets incitamentsprogram. Det är även tillåtet att förvärva aktier i kursstabiliserande syfte vid vissa tillfällen, exempelvis vid börsintroduktioner.[29]

I förarbetena till införandet av förvärvsmöjligheten konstateras att det är av största vikt att regler för att minska risker för kursmanipulationer införs.[30] Ansvaret för vad som ska regleras och vilka åtgärder som bör vidtagas läggs emellertid över på Finansinspektion och självregleringsorgan. Resultatet blev att förvärv av egna aktier lades in i den befintliga regleringen för marknadsmissbruk och därtill kompletterades med vissa mängd- och kursbegränsningar från självregleringsorgan. Följaktligen avskaffar lagstiftaren ett förbud som vidhållits i över hundra år och menar att det är synnerligen viktigt att regler för att förhindra kursmanipulationer införs, men tar själv inte ansvar för dessa regler överhuvudtaget. Det är minst sagt anmärkningsvärt att risken för marknadsmissbruk inte hanteras på ett mer bestämt sätt från lagstiftarens sida. Möjligen kan det vara så att ivern att införa förvärvsmöjligheten fick lagstiftaren att se mellan fingrarna när kom till marknadsmissbruk.

3.1.1 Finns det incitament att påverka den egna aktiens marknadsvärde?

Vidare är det intressant att undersöka bolagens och bolagsledningarnas incitament vid förvärv av egna aktier och hur dessa står i förhållande till risker för marknadsmissbruk. På bolagsnivå kan det vara viktigt att hålla aktiekursen på en attraktiv nivå och undvika hög volatilitet i aktien. En stabil aktiekurs skapar trygghet, gott rykte och långsiktiga investerare vilket i sin tur skapar bra möjligheter att anskaffa kapital. Möjlighet att förvärva egna aktier skapar verktyg för bolagen att till viss del styra utbud och efterfrågan i aktien och därmed påverka likviditeten. Som jag ovan behandlat kan en sådan möjlighet användas för ett gott syfte, exempelvis vid extraordinära marknadsförhållanden och börsintroduktioner. Samtidigt kan förvärven användas enbart i syfte att skapa en attraktiv aktie, vilket i förlängningen kan skada förtroendet för värdepappersmarknaden. Det ska noteras att det i många fall är omöjligt att gå till botten med bolagens avsikt med förvärvet av egna aktier.

[29] Prop. 2004/05:142 s. 85.
[30] Prop. 1999/2000:34 s. 75.

Även på ledningsnivå finns tydliga incitament att förvärva egna aktier, i synnerhet om bolagsledningen sitter med aktieinnehav eller incitamentsprogram. Sådan risk för missbruk uppstår till följd av aktiens rörelser i samband med offentliggörandet av ett förvärv av egna aktier. I studier avseende den amerikanska marknaden redovisas att den genomsnittliga kursuppgången de närmaste handelsdagarna efter ett offentliggörande av förvärv av egna aktier var 3 procent.[31] Studier för den europeiska marknaden visar att motsvarande uppgång var 0,5 till 1,5 procent.[32] För svensk del är studierna inte helt konsekventa. I en studie av De Ridder som avsåg förvärv av egna aktier mellan åren 2000–2004 var den kortsiktiga kursförändringen 0,34 procent[33], det vill säga relativt låg i förhållande till utländska studier. I en senare studie av Råsbrant som avsåg återköp mellan åren 2000–2009 redovisades en genomsnittlig kursökning med 1,94 procent de två första handelsdagarna efter offentliggörandet av initieringen av förvärven. Råsbrant fann även att kursökningen var mindre, enbart 0,86 procent, om förvärvets syfte var att anskaffa aktier till incitamentsprogram. Eftersom en rationell investerare eftersträvar maximering av sitt innehav är det i teorin inte otänkbart att en opportunistisk ledningsperson söker genomföra ett förvärv av egna aktier före en realisering av sitt privata innehav eller i anslutning till inlösen av ett incitamentsprogram. Det finns inget direkt stöd för att en sådan potentiell missbruksmöjlighet verkligen utnyttjas. Det finns emellertid internationella studier som pekar på att insiderpersoner tenderar att avyttra innehav vid offentliggörandet av förvärv av egna aktier, vilket talar för ett missbruk.[34] Ytterligare en förklaring till att ledningspersoner väljer att avyttra ett privat innehav samtidigt som bolaget förvärvar egna aktier kan vara att ledningspersonen vill avyttra en illikvid position. I ett sådant scenario är det uppenbart att ledningspersonerna sitter på dubba stolar och kan ha personliga incitament att företa ett förvärv av egna aktier där övriga aktieägare indirekt står för kostnaden. Regler om begränsning av förvärvets storlek i förhållande till daglig omsättning begränsar risken men undanröjer den inte.

Ytterligare problematik i förhållandet mellan ledningspersoner och incitament för att förvärva egna aktier är vid optionsbaserade incitamentsprogram. En skillnad mellan optionsinnehavare och aktieinnehavare är att eventuell utdelning tillfaller aktieägare, men inte optionsinnehavare. Vid utdelning, allt annat lika, faller aktiekursen motsvarande utdelningens storlek. För en optionsinnehavare blir således

[31] Ikenberry, D., m.fl., Market underreaction to OMR, s. 11, Journal of Financial Economics, 1995, Vol. 39, Issue 2–3, s. 181–208.
[32] Råsbrant, J., The price impact of open market share repurchases, s. 2 not 3, 2001, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1780967
[33] De Ridder, Share repurchases and firm behavior, International Journal of Theoretical and Applied Finance, 2009, Vol. 12, Issue 5, s. 605–631.
[34] Fried, JM., Informed trading and false signaling with open market repurchases, s. 54, California Law Review, 2005 (October), Vol. 93, s. 1323–1386.

optionens värde mindre ju högre utdelning som ges. Om det utdelande bolaget istället väljer att förvärva egna aktier ökar optionens värde eftersom aktiekursen påverkas positivt av förvärvet.

3.2 Insiderhandel

På den svenska marknaden finns ett befintligt regelverk, MML, som syftar till att stävja otillbörligt utnyttjade av insiderinformation. MML förbjuder handel på sådan information som inte är offentliggjord och som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Bestämmelsen träffar typiskt sett ledningspersoner i noterade bolag men även juridiska personer, innefattande bolag som förvärvar egna aktier. I SOU:n till införandet av förvärv av egna aktier behandlas knappt frågan om risken för insiderhandel, det konstateras enbart att insiderlagstiftningen även är tillämplig när bolag förvärvar egna aktier. Därefter skickas en passning till regeringen och Finansinspektionen att närmare hantera frågan, hur det ska göras lämnar bolagskommittén därhän.[35] Regeringen gör en något djupare analys och anser, till skillnad från bolagskommittén, att insiderlagstiftningen endast till viss del fångar upp de nya förutsättningarna. Regeringen menar att själva utnyttjandet av insiderinformation faller inom den befintliga regleringen. Det konstateras dock att en komplettering med anmälningsskyldighet till insiderregistret och förbud mot korttidshandel är nödvändig så att bolags handel i sina egna aktier underkastas samma reglering som andra insiderpersoner.[36] En viktig synpunkt som framförs av flera remissinstanser är att ett bolag rimligtvis vid alla tidpunkter besitter kurspåverkande information av något slag. I praktiken innebär det att ett bolag ytterst sällan kan komma att genomföra ett förvärv av egna aktier. Regeringen delar förvisso den åsikten men menar samtidigt *”För att förbudet skall inträda krävs ju att den icke offentliggjorda informationen är ägnad att väsentligt påverka kursen på de egna aktierna.”*.[37] Regeringen menar att frågan löses genom att bolagsledningarna från tid till annan måste avgöra huruvida väsentlighetskravet är uppfyllt eller inte. Uttalandet ryms förvisso inom lagtextens ordalydelse men detta måste likväl anses vara en olycklig tolkning av väsentlighetskravet. Min bestämda uppfattning är att väsentlighetskravet är grundat i ett rättssäkerhetsresonemang och att det inte är avsett att utgöra ett fönster inom vilket handel på icke-offentliggjord information är tillåten.[38] För mig blir det i vart fall tydligt att den befintliga lagstiftningen inte var särskilt väl anpassad för att förhindra att bolaget utnyttjar insiderinformation vid förvärv av egna aktier, i motsats till vad regeringen givit uttryck för.

Vidare är det även intressant att analysera hur effektiv insiderlagstiftningen är, dvs. den lagstiftning som såväl bolagskommittén som

[35] SOU 1997:22 s. 252.
[36] Prop. 1999/2000:34 s. 81.
[37] Prop. 1999/2000:34 s. 80.
[38] Jmf Prop. 1990/91:42 s. 51 ff.

regeringen ansåg vara lämplig för att hantera informationsövertaget bolagen har angående sin egen verksamhet. Under perioden 2004–2013 uppgick antalet anmälda insiderbrott till 1147 stycken. Under samma period lagfördes enbart fem personer för insiderbrott.[39] Statistiken visar således att det är oerhört svårt för Ekobrottsmyndigheten att få personer fällda för insiderbrott. Jag har svårt att tro att missbruk av insiderinformation enbart har förekommit i 0,4 procent av de anmälda fallen. Till detta kan troligtvis även ett stort mörkertal läggas till. Att släppa in en sådan oerhört stark aktör som bolaget självt och enbart förlita sig på att otillbörligt utnyttjande av information fångas upp av insiderlagstiftningen är enligt mig oerhört naivt. Ytterligare åtgärder för att försäkra sig om att inget otillbörligt utnyttjande är nödvändigt och borde således ha skett redan vid införandet av förvärvsmöjligheten.

3.2.1 Empiriskt underlag

Givet att även verkligheten förhåller sig såsom jag ovan befarat, det vill säga att bolagen utnyttjar sin goda kunskap om sin egen verksamhet, torde aktier i återköpande bolag uppvisa bättre utveckling än aktier i motsvarande icke-återköpande bolag.

3.2.1.1 USA

På den amerikanska marknaden, där förvärv av egna aktier varit en betydande del av bolagens utskiftningspolitik sedan 1980-talet, finns ett flertal studier som redovisar förhållandet mellan aktiekursutveckling för bolag som är återköpande respektive bolag som inte är återköpande. Moderstudien, som andra författare byggt vidare på, genomfördes av Ikenberry, Lakinshok och Vermaelen och omfattade 1200 OMR under 1980-talet. Författarna tillämpade en ”buy-and-hold”-strategi med årlig rebalansering och jämförde en portfölj med återköpande bolag med en portfölj av icke-återköpande bolag i samma storlek och värde. Studien visade att portföljen med återköpande bolag gav en överavkastning med mer än 12 procent över fyra år. Vidare kategoriserades innehaven i tillväxtbolag och värdebolag där det visades att värdebolagen gav en överavkastning gentemot jämförelseportföljen med mer än 45 procent över fyra år.[40] Chan, Ikenberry och Lee använde motsvarande metod för 4400 offentliggöranden av OMR under åren 1980–1996. Studien visade en överavkastning om nästan 35 procent för hela urvalet sett över fyra år. För värdebolag var överavkastningen 57 procent över fyra år.[41] Mitchell och Stafford tillämpade en modell som var mindre känslig för att enskilda aktier

[39] Statistik hämtad från BRÅ:s webbplats http://statistik.bra.se/solwebb/action/anmalda/urval/sok samt http://www.bra.se/bra/brott-och-statistik/statistik/personer-lagforda-for-brott.html

[40] A.a. Ikenberry, D., Market underreaction to OMR.

[41] Chan, K., m.fl., Do managers time the market? Evidence from open-market share repurchases, Journal of Banking and Finance, 2007, Vol. 31, Issue 9, s. 2673–2694.

fick en stor andel av portföljen då portföljen rebalanserades månatligen. Trots den något mer defensiva metoden visades att återköpande värdebolag överavkastade mer än 17 procent jämfört med motsvarande portfölj av icke-återköpande bolag.[42] Den samlade bilden av studierna på den amerikanska marknaden är således att portföljer med återköpande bolag visar väsentligt högre avkastning än portföljer med icke-återköpande bolag, oaktat vald metod.

Studierna på den amerikanska marknaden har styrkan i att förvärv av egna aktier sedan länge använts av de amerikanska bolagen. För svenska förhållanden är dock den amerikanska marknaden inte helt jämförbar. Det beror på att de svenska reglerna kräver ett snabbare offentliggörande av transaktioner samt karaktäriseras av bättre transparens.

3.2.1.2 Europa

Avseende den norska marknaden genomförde Skjeltorp en studie av 318 offentliggöranden av OMR. Likt det svenska regelverket ska norska bolag på daglig basis offentliggöra sin återköpsaktivitet. Författaren fann att överavkastningen för de återköpande bolagen var 11 procent per år jämfört med en portfölj justerad för bolagens storlek, värde och risk.[43] Studier har även gjorts i Storbritannien där 468 offentliggöranden av förvärv av egna aktier omfattades. Studien visade en överavkastning, sett över två år, på 6 procent för tillväxtbolag och nästan 16 procent för värdebolag.[44]

3.2.1.3 Asien

Flertalet asiatiska marknader kännetecknas av hårdare krav än de europeiska marknaderna. I Korea måste ett förvärv genomföras inom tre månader och tre dagar från att ett styrelsebeslut om förvärv av egna aktier har fattats. När förvärvet sedermera genomförts måste offentliggörande ske omedelbart. Trots den tuffa regleringen fann Park och Jung att en portfölj med återköpande bolag gav en överavkastning om 14 procent det första året efter förvärvet jämfört med en portfölj av icke-återköpande bolag i motsvarande värde och storlek.[45] I Taiwan är regleringen ännu hårdare. Förvärvet ska ske inom två månader från offentliggörandet av återköpsprogrammet och bolaget ska ange om de förvärvade aktierna ska återemitteras till de anställda eller om de ska användas för att minska aktiekapitalet. I en studie som av-

[42] Mitchell, M., Stafford, E., Managerial decisions and long-run stock price performance, Journal of Business, 2000, Vol. 73, Issue 3, s. 287–329.
[43] Skjeltorp, J., Trading in equity market, a study of individual, institutional and corporate trading decisions, 2004, nr. 8, BI, Norwegian School of Management.
[44] Crawford, K., Wang, Z., Is the market underreacting or overreacting to open market share repurchases? A UK perspective, Research in International Business and Finance, 2012, Vol., 26, Issue 1, s. 26–46.
[45] Jung, K., Park, Y., Stock repurchase in Korea: Market reactions and operating performance, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 2005, Vol. 1, s. 81–112.

såg över 3000 OMR mellan åren 2000–2009 visades att en portfölj med återköpande bolag gav en överavkastning om nästan 20 procent över tre år jämfört med en portfölj med icke-återköpande bolag i motsvarande storlek och värde.[46] I Hong Kong, vars regler är relativt lika de svenska (krav på detaljerad information men inte krav på att förvärvet måste företas inom viss tid efter offentliggörandet av återköpsprogrammet) har liknande studier genomförts. Zhang undersökte 3850 OMR mellan åren 1993–1997 och fann en överavkastning om 20 procent sett över tre år. Författaren menade även att bolagsledningarna tenderade att agera opportunistiskt då fler återköp företogs när aktiekursen historiskt sett var låg.[47]

3.2.1.4 Sverige

Trots den ringa tid förvärv av egna aktier varit tillåtet i Sverige finns två studier som undersöker timingen av förvärv av egna aktier på den svenska marknaden. Dessa är tyvärr inte lika omfattade och nyanserade som studierna från USA. De Ridder undersökte 104 offentliggöranden av OMR-program under åren 2000–2004 och jämförde om en portfölj med återköpande bolag gav en överavkastning jämfört med en portfölj av icke-återköpande bolag i motsvarande storlek och värde. Di Ridder fann att en ”buy-and-hold”-strategi gav en överavkastning med 71 procent över tre år jämfört med en värde- och marknadsjusterad portfölj. Vid jämförelse med enbart en storleksjusterad portfölj var överavkastningen 37 procent sett över tre år.[48] Även Råsbrant genomförde en studie av den svenska marknaden.[49] Studien avsåg 351 OMR-program på Stockholmsbörsen mellan åren 2000–2009 där en portfölj med återköpande bolag jämfördes med en portfölj av icke-återköpande bolag i samma storlek och värde. Författaren fann en överavkastning om nästan 7 procent under det första året efter återköpet, efterföljande år kunde ingen överavkastning konstateras. Observera att Råsbrant tillämpade en metod med månatlig reallokering, varför effekten av starka kursvinnare begränsades. Vidare har såväl De Ridder som Råsbrant gjort vissa iakttagelser som indikerar att bolagen återköper i rätt marknadslägen. De Ridder fann att bolag noterade på börsens mindre listor (mid cap och small cap) i större utsträckning initierar förvärv av egna aktier efter en period av sämre kursutveckling. Sådant mönster syns emellertid inte på stora listan (large cap). Råsbrant noterade i sin studie att den största delen av den avvikande avkastningen uppstod månad 7–12 efter återköpet, vilket var samma period som bolagen generellt sett slutade återköpa.

[46] Wang, LH., m.fl., An analysis of stock repurchase in Taiwan, International Review of Economics and Finance, 2013, Vol. 27, s. 497–513.
[47] Zhang, H., Share price performance following actual share repurchases, Journal of Banking and Finance, 2005, Vol. 29, Issue 7, s. 1887–1901.
[48] A.a. De Ridder, Share repurchases and firm behavior.
[49] A.a. Råsbrant, The price impact of open market share repurchases.

Bolagen lyckades således förvärva aktier billigt och slutade förvärva när kursen steg.

3.2.2 Sammanfattning insiderhandel

Det empiriska underlaget visar tydligt att en portfölj med återköpande bolag genererar en överavkastning jämfört en portfölj med icke-återköpande bolag. Bolag som förvärvar egna aktier visar förmåga att tima marknaden och förvärva aktier före en positiv utveckling i bolagets aktiekurs. Innan perioden för den största kursuppgången slutar bolagen lämpligt nog att förvärva egna aktier. Ovanstående forskning indikerar således att det föreligger informationsasymmetrier och att dessa de facto utnyttjas, vilket är problematisk på ett flertal plan. Dels förhindras möjligheten att på ett samhällsekonomisk effektivt sätt optimera allokeringen av riskkapital. Dessutom riskerar förtroendet för värdepappersmarknaden att urholkas vilket i slutändan kan försvåra bolagens kapitalanskaffning med förödande konsekvenser för samhällsekonomin som följd. Vidare går det även att finna stöd för denna uppfattning utifrån bolagsledningarnas egna reflektioner av förvärv av egna aktier. Ett amerikanskt forskningsteam lät 400 finansiella beslutsfattare anonymt svara på ett antal frågor rörande deras syn på förvärv av egna aktier. En av frågorna som ställdes var varför bolagen initierade förvärv av egna aktier. Över 86 procent av deltagarna menade att en historiskt sett låg aktiekurs var en viktig eller en mycket viktig faktor. Av intervjuerna framgick även att närmare hälften av de tillfrågade förde böcker över resultatet av handeln i den egna aktien och att bolagen inte sällan slog marknaden.[50]

Sammanfattningsvis menar jag att det är uppenbart att lagstiftaren haft en alldeles för naiv inställning till huruvida de återköpande bolagen har beretts möjlighet att utnyttja sin starka ställning. Det är problematiskt att en djupare analys inte genomförs och att lagstiftaren närmast kringgår MML genom att hänvisa till väsentlighetskravet i definitionen av insiderbrott. Stor del av forskningen som jag ovan redovisat fanns även att tillgå under perioden för bolagskommitténs utredning. Det är tydligt att marknadsmissbruksregelverket inte på ett tillräckligt effektivt sätt förhindrar att informationsasymmetrier på marknaden utnyttjas.

4 Slutsatser — och förslag till framtida reglering

4.1 Finns det skäl att behålla förvärvsmöjligheten?

Motiven för införandet av möjligheten till förvärv av egna aktier går att ifrågasätta. Motiverades införandet av reella skäl och existerade ett verkligt behov. Samtidigt kan det konstateras att regleringen som trycktes fram har stora luckor och att luckorna de facto utnyttjas. Frågan som måste ställas är om det verkligen är lämpligt att överhuvudtaget behålla möjligheten för bolag att förvärva egna aktier. Det abso-

[50] A.a Brav, A., m.fl. Payout policy in the 21st century, s. 18.

lut enklaste är att helt förbjuda förvärv av egna aktier. Jag ser emellertid ett par goda argument för att behålla möjligheten att förvärva egna aktier, dock med några nödvändiga begränsningar vilka jag återkommer till.

För det första ser jag att införandet av förvärv av egna aktier är viktigt på ett principiellt plan, där större möjligheter och fler alternativ för bolagen är en förändring i positiv riktning. ABL är ett relativt trubbigt verktyg som är tillämplig för såväl de minsta privata bolagen som de största publika bolagen. Att behoven mellan bolagen skiljer sig åt är uppenbart och ju fler bra lösningar ABL erbjuder, ju bättre förutsättningar skapas för ett effektivt näringsliv. En för trubbig produkt som placerar bolag med olika behov i samma fack blir så småningom oattraktiv, särskilt i ett landskap som kännetecknas av globalisering och omfattande europeiskt samarbete. Ett sådant införande måste dock ske utifrån faktiska behov och förutsättningar, precis som lagstiftaren menar men som tyvärr inte återspeglas i de redovisade motiven. För det andra ser jag att förvärv av egna aktier har vissa praktiska och försvarsbara användningsområden där befintliga konstruktioner i ABL inte uppfyller bolagens behov på ett tillräckligt bra sätt. Sådana situationer är när bolaget förvärvar egna aktier i syfte att aktierna ska användas för att uppfylla åtaganden i aktiebaserade incitamentsprogram eller som köpeskilling för bolagsförvärv. Vid andra situationer som exempelvis utskiftning av vinstmedel, förändring i kapitalstruktur och förbättring av nyckeltal finns befintliga metoder som är ändamålsenliga såsom vinstutdelning (inklusive s.k. extrautdelning) och minskning av aktiekapitalet. Varför förvärv av egna aktier har fördelar vid just incitamentsprogram och bolagsförvärv beror på att förvärv av egna aktier inte föranleder en utspädning av befintliga aktieägares innehav, vilket den alternativa processen med en nyemission ger upphov till. Eftersom den känsliga utspädningseffekten undviks kan även processen för att genomföra ett förvärv av egna aktier hållas enklare och därmed mindre kostnadskrävande. I enkät- och intervjustudien som genomfördes med beslutsfattare på 400 amerikanska bolag framkommer att två tredjedelar av deltagarna anser att förvärv av egna aktier är viktigt för att undvika utspädningseffekten vid incitamentsprogram.[51] Även bolag listade på Stockholmsbörsen motiverar stor del av återköpsprogrammen med att aktier behövs för incitamentsprogram eller vid förvärv.[52] Detta talar för att möjligheten att förvärva egna aktier för incitamentsprogram och bolagsförvärv uppskattas av bolagen samtidigt som de alternativ ABL erbjuder faktiskt har nackdelar gentemot återköpsmöjligheten. Det finns således skäl för att behålla möjligheten att förvärva egna aktier, under förutsättning att vissa nödvändiga begränsningar införs.

[51] A.a Brav, A., m.fl., Payout policy in the 21st century, s. 19.
[52] A.a Råsbrant, J., The price impact of open market share repurchases, s. 33.

4.2 Begränsning av förvärvsmöjligheten

De olika marknaderna har som ovan redovisats angripit frågan om förvärv av egna aktier på olika sätt. De amerikanska marknaderna karaktäriseras av den sämsta transparensen där förvärv av egna aktier offentliggörs kvartalsvis och enbart avser nettoflöden. Hårdare krav på transparens har dock inte visats helt effektivt. Europeiska bolag lyckas alltjämt överprestera en jämförelseportfölj. Ökad transparens är önskvärt men dessvärre inte hela lösningen. På vissa asiatiska marknader, som Korea och Taiwan, tvingas bolagen att genomföra förvärvet inom viss tid från offentliggörandet av återköpsprogrammet. Trots att åtgärden tar bort osäkerheten om huruvida förvärvet kommer att genomföras eller inte lyckas marknaden inte korrigera undervärderingen utan överavkastningen för återköpande bolag kvarstår.

Eftersom marknaden inte svarar på de åtgärder som har vidtagits måste lösningen avse en tydligare begränsning av bolagens möjlighet att utnyttja sin starka ställning. Såsom regleringen ser ut ska bolagen enligt regelverket för emittenter redovisa syftet med förvärvet av egna aktier, vilket kan vara allt ifrån förändring av kapitalstrukturen, utskiftning av överskottsmedel, värdehöjande åtgärder till att aktier för incitamentsprogram ska säkras och ytterligare syften däremellan. Det finns sällan skäl att ifrågasätta bolagens affärsmässiga bedömningar av ett återköpsprogram för att exempelvis förändra kapitalstrukturen. Det innebär att bolagen kan hänvisa till breda och godtyckliga grunder vilket gör det svårt för marknaden att syna bolagens agerande och enkelt för bolaget att förvärva större poster aktier när bolagen ser en god framtida utveckling. En begränsning där bolagen enbart får förvärva egna aktier till syften som är tydligt avgränsade och relativt enkla att genomlysa torde föranleda betydande svårigheter att otillbörligen utnyttja sin starka ställning. Av analysen av motiven till införandet av förvärvsmöjligheten tydliggjordes att förvärv för incitamentsprogram och förvärv för att anskaffa aktier till bolagsförvärv är situationerna där förvärv av egna aktier de facto har tydliga fördelar gentemot befintliga alternativ i ABL. Till skillnad från exempelvis förändring av kapitalstruktur är även förvärv för incitamentsprogram och bolagsförvärv relativt enkla att genomlysa då behovet av aktier speglar storleken av incitamentsprogrammet eller bolagsförvärvet. Om en ser till när och hur en opportunistisk bolagsledning ska utnyttja en attraktiv aktiekurs menar jag att det är osannolikt att detta sker genom att besluta om ett incitamentsprogram eller genomföra ett bolagsförvärv om det kan motiveras som förändring av kapitalstruktur eller som en del i utskiftningspolicyn. En begränsning i syftena gör det således betydligt svårare för en bolagsledning att använda förvärv av egna aktier med en bakomliggande agenda samtidigt som sådana användningsområden motiverar att förvärv av egna aktier överhuvudtaget kan motiveras.

4.2.1 Förslag ABL 19 kap 14 §

Begränsning av förvärvsmöjligheten enligt ovan skulle kunna vara föremål för en mer dynamisk reglering genom marknadsaktörerna själva. Jag tror emellertid att de motiverade syftena för förvärv av egna aktier kommer att vara relativt konstant över tid. Dessutom är föreslagen begränsning en relativt ingripande åtgärd varför det bör regleras i lag. ABL 19 kap. 14 § bör lyda enligt följande.

Förvärv som avses i 13 § får ske endast
1. på en reglerad marknad,
2. på en marknad motsvarande en reglerad marknad utanför det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet efter tillstånd av Finansinspektionen, eller
3. i enlighet med ett förvärvserbjudande som har riktats till samtliga aktieägare eller samtliga aktieägare till aktier av ett visst slag.
Ett förvärv enlig första stycket 1–2 får endast genomföras i syfte att,
1. anskaffa aktier för att uppfylla åtaganden i aktiebaserade optionsprogram och konvertibla skuldinstrument, eller
2. anskaffa aktier som betalningsmedel för ett nära förestående verksamhetsförvärv.
Bolaget ska innan förvärvet av egna aktier informera handelsplatsen där aktien är upptagen till handel om transaktionens syfte och det antalet aktier bolaget är i behov av.
Ett tillstånd enligt första stycket 2 skall ange på vilken marknad egna aktier får förvärvas samt under vilken tid tillståndet får utnyttjas. Tillstånd ska lämnas, om
1. det för verksamheten vid marknaden finns regler som motsvarar det som enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden gäller för verksamhet vid en reglerad marknad i Sverige, och
2. företaget som driver marknaden står under tillsyn av en myndighet eller något annat behörigt organ.

4.3 Förbud mot privat förvärv/avyttring i samband med bolagets förvärv/avyttring av egna aktier

Som ovan har konstaterats uppstår en potentiell intressekonflikt vid beslut om förvärv av egna aktier om beslutsfattaren samtidigt har ett privat innehav i aktien. För det första är bolagets handel i den egna aktien förenad med en initial positiv kurseffekt. Råsbrant fann att den genomsnittliga kursuppgången under de två första handelsdagarna vid förvärv av egna aktier uppgick till nästan två procent för bolag noterade i Sverige.[53] Resultatet är i sig inte överraskande då en högre efterfråga och djupare köpsida i orderboken pressar kursen uppåt. Två procent är inte en obetydlig uppgång och skapar incitament för ledningspersoner att utnyttja den kortsiktiga uppgången vid förvärv av egna aktier genom att sälja privat innehavda aktier. Motsvarande torde även gälla vid bolagets avyttring av förvärvade aktier där ledningspersoner kan utnyttja ett tillfälligt ökat säljtryck. Aktien kan då köpas med rabatt på övriga aktieägares indirekta bekostnad. För det

[53] A.a Råsbrant, J., The price impact of open market share repurchases, s. 2, not 3.

andra kan ledningspersoner ha incitament att besluta om förvärv av egna aktier för att möjliggöra ett avyttrande av privat innehav. Detta är ett icke-problem i bolag med en likvid aktie. I bolag vars aktie har låg omsättning finns emellertid mycket tydliga incitament att låta bolaget hålla likviditet i aktien i samband med den privata avyttringen. På detta sätt minskas risken för att kursen pressas nedåt. I vissa fall kan återköp till och med möjliggöra för ledningspersonen att ens kunna avyttra sitt privata innehav. Det är tydligt att nuvarande hantering ger upphov till intressekonflikter som bör hanteras. Fondförvaltare har motsvarande intressekonflikt där en förvaltare kan dra fördelar av hur fonden agerar på marknaden. Ponera att förvaltaren i privat bok vill avyttra en illikvid aktie och låter fonden vara motpart. Beroendeförhållandet mellan en fondförvaltare och fondandelsägarna påminner mycket om agent- och principalförhållandet mellan en bolagsledning och aktieägare. För att hantera förevarande intressekonflikt är fondförvaltare genom lagen (2004:46) om värdepappersfonder[54] förhindrade att förvärva/avyttra positioner direkt från fonden.

4.3.1 Förslag Anm.L[55] 15 § a

Anm.L. föreskriver bland annat begräsningar av insynspersoners handel i den egna aktien inför rapportperiod. Därmed kan Anm.L. av praktiska skäl vara lämplig för nedan föreslagen reglering. För att hantera intressekonflikten diskuterad i avsnitt 4.3 ovan bör Anm.L. kompletteras med 15 § a med följande lydelse.

Den som enligt 3 § 1 stycket 1–5 har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag får inte förvärva eller avyttra aktier i aktiemarknadsbolaget som är föremål för insynen under fem handelsdagar före eller efter att aktiemarknadsbolaget förvärvat eller avyttrat egna aktier.
Detsamma gäller även för fysiska och juridiska personer vilkas aktier enligt 5 § ska likställas med aktier som innehavs av personer som avses i första stycket.

[54] Se 2 kap 18 §.
[55] Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.