



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Victor Johansson

Aktiebolags återköp och inlösen av egna aktier

Examensarbete
30 ECTS

Handledare:
Torsten Sandström

Ämnesområde:
Associationsrätt

Termin:
VT 2008

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Introduktion	5
1.2 Syfte	6
1.3 Avgränsningar	6
1.4 Metod och material	6
1.5 Disposition	7
2 BAKGRUND TILL REGLERNA	8
2.1 Förvärv av egen aktie	8
2.2 Inlösen av egna aktier	10
2.3 Aktieägarnas och ledningens olika intressen	11
3 SKÄL FÖR OCH EMOT ÅTERKÖP OCH INLÖSEN AV EGNA AKTIER	13
3.1 Återköp	13
3.1.1 Komplement till vinstutdelning	13
3.1.2 Påverkan på kapitalstrukturen	14
3.1.3 Påverkan på aktiekursen	15
3.1.4 Förhindra uppköp	17
3.1.5 Övriga motiv för eller emot?	17
3.1.6 Skäl emot återköp av egna aktier ur aktieägarens och bolagets perspektiv	18
3.2 Inlösen	20
4 FÖRVÄRVSMETODER VID ÅTERKÖP OCH INLÖSEN AV EGNA AKTIER	22
4.1 Återköp	22
4.1.1 Förvärv genom förvärvserbjudande	22
4.1.2 Förvärv på aktiemarknaden	23

4.2	Inlösen	24
5	REGLERINGEN AV ÅTERKÖP	26
5.1	Reglerna i 19 kap. ABL	26
5.2	Börsens regler om återköp	27
5.3	Regler till skydd för bolagets bundna egna kapital	28
5.4	Påföljder mot lagstridiga återköp	29
5.5	Egna aktiers ställning	29
5.6	Förslag till lösning på problemet med outnyttjade återköpsrätter	30
5.7	Överlåtelse av egna aktier	30
5.7.1	Överlåtelse av egna aktier på reglerad marknad	31
5.7.2	Överlåtelse av egna aktier utanför en reglerad marknad	31
6	REGLERINGEN AV INLÖSEN	33
6.1	Beslutsregler	33
6.2	Betydelsen av lösenklausul	34
6.3	Inlösen över och under kvotvärdet	35
6.4	Regler till skydd för bolagets bundna egna kapital	35
7	VILKA FAKTORER STYR VALET MELLAN ÅTERKÖP OCH INLÖSEN	37
7.1	Återköp eller inlösen av egna aktier?	37
7.2	Hur mycket kapital har använts till återköp och inlösen?	38
7.3	Undersökning avseende återköp och inlösen av egna aktier	39
8	SKATTEEFFEKTER VID ÅTERKÖP OCH INLÖSEN	42
8.1	Effekter för svenska aktieägare	42
8.2	Varför återköp är mer skatteeffektivt än utdelning	44
8.3	Effekter för utländska aktieägare	44
8.4	Aktieägarnas syn på återköp och inlösen	45
9	AVSLUTANDE REFLEKTIONER	47
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	50

Summary

This paper illustrates the acquisition of limited liability company's own shares (repurchase). Repurchase is allowed for public limited companies since 2000. Sweden was one of the last countries in Europe which authorized repurchases. Repurchase provide Swedish limited companies the opportunity to make a simple way to transfer surplus cash to shareholders, optimize the company's capital structure and use the repurchased shares at acquisitions. A repurchase can be done through a purchase on the stock market or through an offer directed to the shareholders of the company. Several companies' management indicates that repurchase on the stock market is a flexible way to transfer the excess liquidity because it can be made while an assessment of profitability, acquisition and cash flow have been done. One consequence of publishing the company's will to repurchase shares is that the share price often increases. For that reason, there is a risk that repurchases may be abused, for example can repurchase be used as an attempt to strengthening the management incentive program.

This paper will also discuss the reduction of share capital for repayment to shareholders (redemption). Redemption was the only procedure available, other than dividends that were available to transfer surplus money to shareholders, before repurchased was introduced. Redemption is surrounded by a series of regulations to protect the company's tied-up equity, therefore, it is slightly more problematical to implement than repurchases. Redemption is used when companies want to transfer a large amount of capital to its shareholders such as after a sale of a business.

The paper also includes a study of what the tax consequences may be for the individual shareholder when an offer of repurchase and or redemptions is directed to him. Generally speaking, both the repurchase and redemption are a more tax efficient way to transfer the excess to shareholders than dividends. However, many shareholders are hesitant to the programmes because they result in additional work at the time for the income-tax return. Neither do they consider the extra work brought by the programmes to be worthy the extra money it conveys, when you have dividends as an option.

Sammanfattning

Den här uppsatsen behandlar förvärv av aktiebolags egna aktier (återköp). Återköp tilläts för noterade publika aktiebolag 2000. Sverige var då ett av de sista länderna i Europa som tillät återköp. Återköp ger svenska aktiebolag möjlighet att på ett enkelt sätt överföra överskottslikviditet till aktieägarna, optimera bolagets kapitalstruktur och använda återköpta aktier vid företagsförvärv. Ett återköp kan ske både genom ett offentligt återköpserbjudande och på börsen. Flera bolagsföreträdare pekar på att återköp via börsen är ett flexibelt sätt för att överföra överskottslikviditet, därför att det kan ske allt eftersom, efter att en bedömning av lönsamhet, förvärvsmöjligheter och kassaflöde gjorts. Aktiekursen stiger oftast då ett bolag offentliggör att det skall återköpa aktier. Av den anledningen finns det en risk att återköp kan missbrukas, t.ex. kan återköp användas som ett sätt att stärka ledningens incitamentsprogram.

Uppsatsen behandlar också minskning av aktiekapitalet för återbetalning till aktieägarna (inlösen). Inlösen var innan återköp tilläts den enda metoden som var tillgänglig för att överföra överskottslikvid till aktieägarna, förutom utdelning. Inlösen är omgärdad med en rad regler till skydd för bolagets bundna egna kapital och därför är det något mer omständligt att genomföra, än återköp. Inlösen används då bolagen vill överföra en stor mängd kapital till aktieägarna t.ex. efter en försäljning av en verksamhet.

Vidare tar uppsatsen upp vilka skattekonsekvenser som offentliga återköpserbjudanden och inlösenprogram får för den enskilde aktieägaren. Generellt sett är både återköp och inlösen ett mer skatteeffektivt sätt för att överföra överskottslikviditet till aktieägarna, än utdelning. Många aktieägare är dock tveksamma till programmen eftersom de medför merarbete vid deklarationen och de anser inte att merarbetet är värt de extra kronor som programmen medför gentemot utdelning.

Förord

Min tid på juriskandidat programmet i Lund börjar närma sig sitt slut. Efter fyra och ett halvt års studier vid Juridicum i Lund är det nu dags att ta steget ut i arbetslivet. Självklart känns det lite märkligt att lämna något som varit så självklart de senaste åren och något som givit så mycket erfarenheter och många härliga minnen. Ibland kommer man dock till punkter i livet då det är dags att bryta upp och gå vidare och just nu känns det bara spännande att få kasta mig ut i arbetslivet.

Mitt engagemang som bolagsbevakare åt Sveriges Aktiesparares Riksförbund har fött idén till den här examensuppsatsen. Efter en omfattande debatt inom förbundet och efter att ha argumenterat kring återköps- och inlösenprogram på ett antal bolagsstämmor, så fick jag idén att ämnet borde lämpa sig för en uppsats.

Jag vill passa på att rikta ett tack till min handledare jur.dr Torsten Sandström. Dennes engagemang och genomtänkta kritik har för mig givit en välavvägd balans mellan tydliga ramar och mer lösa tyglar. Också Sara och min övriga familj förtjänar mitt varmaste omnämnande för kravlöst stöd och oupphörlig uppmuntran.

För eventuella felaktigheter och ofullständigheter skall dock ingen annan än jag själv stå till svars.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
DI	Dagens Industri
DN	Dagens Nyheter
FI	Finansinspektionen
IL	Inkomstskattelagen (1999:1229)
KupL	Kupongskattelagen (1970:624)
LHF	Lag om handel med finansiella instrument (1991:980)
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
SARF	Sveriges Aktiesparares Riksförbund
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SvSkt	Svensk Skattetidning

1 Inledning

1.1 Introduktion

Den här uppsatsen kommer att behandla två aktuella aktiebolagsrättsliga fenomen, nämligen förvärv av egna aktier och inlösen. I mars 2000 blev det återigen tillåtet för svenska noterade publika aktiebolag att förvärva egna aktier. Innan dess var vinstutdelning och minskning av aktiekapitalet med återbetalning till aktieägarna (inlösen) de enda till buds stående medlen för svenska marknadsnoterade aktiebolag att föra över överlikviditet till aktieägarna. Inlösen och förvärv av egna aktier (återköp) har ungefär samma verkningar för bolaget och för aktieägarna. De senaste åren har framförallt antalet återköp ökat markant. Flera återköp har dock varit en dålig affär för bolagen, då aktiemarknaden gått dåligt. ABB köpte t.ex. tillbaka 8 % av kapitalet då aktiekursen stod i 200 kr. När aktien sedan föll tillbaka till 40 kr hade företaget förlorat stora summor på återköpet.¹ Det mest omtalade återköpsprogrammet har TeliaSonera stått för. Deras återköpsprogram blev kritiserat i media för att vara för krångligt och svårförståeligt för småsparare.

Inlösen och återköp är två förfaranden som ofta förväxlas då det finns många likheter mellan de båda. Gemensamt för förfarandena är att ett bolag köper tillbaka sina egna aktier och därmed överför kapital till ägarna, samt att det krävs ett stämmobeslut på två tredjedelars majoritet för att förslagen skall gå igenom. Anledningen till att ett bolag vill genomföra de här förfarandena kan t.ex. vara att det är överkapitaliserat och därför vill överföra överskottsmedel till aktieägarna eller att det önskar öka skuldsättningsgraden. Finner inte ett bolag intressanta investeringsprojekt som kommer att avkasta mer än ett riskfritt placeringsalternativ, bör bolaget överföra överskottsmedlen till aktieägarna, eftersom aktieägarna kräver en riskpremie. Aktieägaren ges då själv möjlighet att investera det återförda kapitalet på annat håll. Riskpremien anger vilken avkastning aktieägaren kräver utöver avkastningen på ett riskfritt placeringsalternativ för att placera i aktier.² Bolaget bör också betala tillbaka förmögenhet till aktieägarna i stället för att ge sig på oförutsägbara och alltför riskabla investeringar.

Vid inlösen av aktier genomförs vanligen en minskning av aktiekapitalet och det är således, mer omständligt än återköp av aktier. Dessutom kan inlösenbeloppet utgöra en större andel av aktiekapitalet än ett återköpsbelopp, vilket påverkar ett bolag mer drastiskt. För den enskilde aktieägaren innebär både inlösen och återköp, att han eller hon erbjuds avyttra en del av sina aktier. För bolaget däremot finns det en avsevärd

¹ Larsson, Företagens köp av egna aktier: Fiasko för återköp, Veckans Affärer, 19 aug., 2002, s. 11.

² de Ridder, Effektiv kapitalförvaltning, s. 17.

skillnad, vid återköp kommer aktierna att finnas kvar hos bolaget och kan avyttras senare, medan inlösen medför att aktierna makuleras och att aktiekapitalet vanligen minskas. Reglerna om förvärv av egna aktier och inlösen aktualiserar många intressanta frågeställningar och problemområden, inte minst inom skatte- och redovisningsområdet.

1.2 Syfte

Syftet med den här uppsatsen är att problematisera kring ett par allt vanligare fenomen som de flesta aktieägare kommer i kontakt med, nämligen återköp och inlösen av egna aktier. Uppsatsen syftar till att kartlägga, beskriva och analysera återköp och inlösen som allt vanligare metoder för överföring av vinstmedel till aktieägarna. Jag har ställt upp följande frågor som en vägledning i det fortsatta skrivandet:

- (i) Vilka är motiven till återköp och inlösen och vad får förfarandena för betydelse för t.ex. aktiekursen och aktieägarna?
- (ii) Vilka faktorer är relevanta vid valet mellan återköp och inlösen och hur vanligt förekommande är förfarandena?

1.3 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar huvudsakligen 19 kap. ABL (förvärv av egna aktier) och 20 kap. ABL (minskning av aktiekapitalet för återbetalning till aktieägarna). Uppsatsen behandlar endast de regler som ger publika noterade bolag möjlighet att förvärva egna aktier. Utanför uppsatsen faller således de särskilda, och för alla aktiebolag tillämpliga undantagen i 19 kap. 5 § ABL avseende förvärv av egna aktier.

1.4 Metod och material

Den här uppsatsen har genomförts i enlighet med den rättsvetenskapliga metoden. Innebörden härav är att fastställandet av gällande rätt grundar sig på en tolkning och systematisering av de traditionella rättskällorna lagtext, förarbeten, rättspraxis och doktrin. Den rättsvetenskapliga metoden inbegriper rättskällevärdet, delar av den juridiska metoden samt andra metoder för att studera rätten.³ En fördel med den valda ansatsen är att den möjliggör en fokusering på empiriskt material.⁴ Det empiriska inslaget i uppsatsen baseras på ostrukturerade intervjuer med Åsa Wesshagen, ansvarig för bolagsfrågor på SARF och ansvariga för investerarrelationer på ett antal börsnoterade bolag, samt även föreläsningar av Gunnar Ek, expert på bolagsfrågor på SARF.

³ Sandgren, Rättsvetenskap för uppsatsförfattare, s. 36ff.

⁴ Westberg, Avhandlingsskrivande och val av forskningsansats – en idé om rättsvetenskaplig öppenhet, s. 426f.

Jag har behandlat källorna i enlighet med rättskällehierarkin på så vis att en överordnad källa i möjligaste mån har använts framför en lägre. Uppsatsen har ett de lege lata perspektiv i både deskriptiva och analytiska avsnitt. Doktrinen inom aktiebolagsrätten är i den mån litteraturen inte har uppdaterats efter ikraftträdandet av nuvarande ABL, inte helt aktuell. Jag har naturligtvis beaktat detta vid uppsatsens författande på så vis att doktrinuttalanden som avser 1975 års aktiebolagslag har beaktats i de fall jag ansett att de är relevanta även för nuvarande ABL. När det gäller aktiebolagsrättsliga källor har de här böckerna och artiklarna varit särskilt viktiga för det här arbetet: Rolf Skogs olika artiklar som behandlar återköp av aktier och propositionen 1999/00:34, Förvärv av egna aktier. När jag i uppsatsen inte hänvisar till någon lag är det ABL som avses.

1.5 Disposition

Det första kapitlet är en inledning till uppsatsen med introduktion, syfte och metod. Det andra kapitlet innehåller bl.a. en historisk tillbakablick avseende hur regelverket har utvecklats. Kapitlet beskriver också något om utvecklingen inom EU. I kapitel tre behandlas motiven till varför bolag väljer att återköpa och inlösa aktier. Det fjärde kapitlet beskriver de metoder som ett bolag kan välja att använda sig av då det skall återköpa eller inlösa aktier. I det femte kapitlet redogör jag för regleringen i främst ABL avseende återköp av egna aktier. I det sjätte kapitlet redogör jag för regleringen av inlösen i ABL. I det sjunde kapitlet analyserar jag varför ett bolag väljer att återköpa aktier i stället för att inlösa och tvärtom. Det åttonde kapitlet behandlar de skatteeffekter som kan komma att aktualiseras vid inlösen och återköp. Kapitlet beskriver vilka skattemässiga fördelar som inlösen och återköp ger upphov till visavi utdelning. Kapitlet tar också upp de skattemässiga konsekvenserna för utländska ägare vid återköp och inlösen. Slutligen i det nionde och sista kapitlet knyter jag ihop säcken och ger några avslutande kommentarer.

2 Bakgrund till reglerna

Karl Marx och Adam Smith var faktiskt överens om att aktiebolagsformen inte skulle bli särskilt framgångsrik, eftersom konflikter mellan bl.a. aktieägarna och bolagsledningen skulle utsläcka intresset.⁵ Trots detta har aktiebolaget funnits som associationsform i Sverige sedan 1848⁶ och associationsformens popularitet har ökat stadigt sedan dess. Detta beror till stor del på den rättsliga konstruktionen med anonymt ägande, fri överlåtbarhet av aktier och aktieägarens begränsade personliga ansvar.⁷ ABL är huvudsakligen uppbyggd för att skydda två grupper, dels bolagets borgenärer dels bolagets minoritetsägare.⁸

2.1 Förvärv av egen aktie

I den första aktiebolagslagen från 1848 fanns inga regler om aktiebolags förvärv av egen aktie. Förbudet för svenska aktiebolag att förvärva egna aktier infördes för första gången i 1895 års aktiebolagslag, med motivet att skydda bolagets borgenärer. Förbudet infördes för att hindra att de nya reglerna avseende nedsättning av aktiekapitalet kringgicks.⁹ När 1910 års aktiebolagslag utarbetades var motiveringen något annorlunda och kopplingarna till nedsättningsreglerna hamnade i skymundan. Risken för spekulation och stödköp i egna aktier anfördes istället som den avgörande anledningen till reglerna.¹⁰ I 1944 års aktiebolagslag bibehölls förbudet nu med tillägget att förvärv i strid mot förbudet skulle vara ogiltigt. Nu menade lagstiftaren också att det var viktigt att hindra att bolagen spekulerade i sina egna aktier, eftersom det skulle kunna medföra en otillbörlig kurspåverkan. Lagstiftaren anförde också att det fanns en risk att aktieägarna förlorade sin rätt till likadelning vid nedsättning av aktiekapitalet om återköp tilläts.¹¹ I förarbetena till 1975 års aktiebolagslag tillkom det inte några nya argument utan de tidigare argumenten återupprepades.¹²

I början av 1990-talet tillkallades en kommitté med uppdrag att genomföra en översyn av aktiebolagslagen, eftersom näringslivet hade genomgått viktiga förändringar t.ex. hade ägarstrukturen förändrats genom att antalet utländska ägare ökat väsentligt.¹³ Genom ett tilläggsdirektiv fick kommittén

⁵ Schwab, Coase's Twin Towers: The relation Between the Nature of the Firm and the Problem of Social Cost, s. 359f.

⁶ Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 45.

⁷ Dahlman m.fl., Rättsekonomi, s. 186.

⁸ Hemström, Bolagens rättsliga ställning, s. 28f.

⁹ Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag, samt om föreningar för ekonomisk verksamhet, 1890, s. 116f.

¹⁰ Förslag till lag om aktiebolag äfven som till andra därmed sammanhängande författningar, 1908, s. 40.

¹¹ SOU 1941:9, s. 259.

¹² SOU 1971:15, s. 201f.

¹³ Direktiv 1990:46.

i uppdrag att utreda frågan om det fanns anledning att förändra förbudet mot förvärv av egna aktier.¹⁴ Kommittén utarbetade en rad delbetänkanden bl.a. ”Aktiebolagets kapital”, som behandlar bl.a. förvärv av egna aktier. Kommittén hävdade att det främsta skälet till att avskaffa förbudet var att det skulle förbättra konkurrenskraften för svenskt näringsliv. Att Sverige däremot nästan var ensamt kvar att ha ett förbud mot förvärv av egna aktier nedtonades.¹⁵

Delbetänkandet ledde fram till en lagändring i 1975 år aktiebolagslag genom att regeringen lade fram en proposition på hösten 1999, vilken gav publika noterade aktiebolag rätt att förvärva egna aktier under vissa förutsättningar.¹⁶ Lagändringen trädde i kraft den 10 mars 2000. I propositionen omnämndes bl.a. de här skälen för regeringens förslag: Bättre förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna, möjlighet till effektivare kapitalutnyttjande och att svenska företag skall kunna konkurrera på samma villkor som internationella företag. Ett ytterligare skäl var att bolagen skulle ges möjlighet att förvärva andra bolag med återköpta aktier istället för att öka aktieantalet genom en nyemission. Till den nuvarande ABL överfördes reglerna i allt väsentligt oförändrade, det blev nu också möjligt att förvärva egna konvertibler och teckningsoptioner. Reglernas struktur och språkliga utformning förändrades dock i relativt stor omfattning.

I EU-länderna regleras möjligheterna till återköp i stor utsträckning av EG:s andra bolagsdirektiv.¹⁷ Direktivet kallas kapitaldirektivet och syftar till att harmonisera medlemsstaternas regler rörande kapitalskyddet i aktiebolag och behandlar således bl.a. förvärv av egna aktier.¹⁸ Direktivet utfärdades 1976 som ett led i liberaliseringen av det europeiska regelverket, eftersom de europeiska bolagen inte kunnat konkurrera på lika villkor med de amerikanska företagen. Redan under 1950-talet blev det tillåtet i flera delstater i USA för aktiebolag att förvärva egna aktier. Skillnaderna i beskattning mellan utdelning och realisationsvinster är en förklaring till de stora återköpen, men även att bolagen anser att kapitalet saknar konkurrenskraftig användning i bolagen.¹⁹ Idag används återköp flitigare än utdelning när det gäller överföring av likviditet till aktieägarna i USA.²⁰ I USA har t.ex. Exxon och Coca Cola återköpt ungefär en fjärdedel av sina utestående aktier.²¹

I artiklarna 19-24 i kapitaldirektivet återfinns reglerna om förvärv av egen aktie. Den centrala frågan i direktivet huruvida återköp överhuvudtaget skall tillåtas eller ej, får varje medlemsstat själv besluta om. Direktivets bestämmelser är utformade som minimikrav, vilka skall uppfyllas i de

¹⁴ Direktiv 1991:89.

¹⁵ SOU 1997:22, s. 247.

¹⁶ Prop. 1999/00:34, s. 53.

¹⁷ Direktiv 77/91/EEG.

¹⁸ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 28.

¹⁹ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 761ff.

²⁰ Grullon, Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis, 2002, s. 1650ff.

²¹ SOU 1997:22, s. 247.

medlemsstaters lagstiftning som tillåter återköp av aktier. Artikel 19 är den centrala bestämmelsen, den innebär kortfattat: Förvärv av egna aktier skall endast kunna ske om bolagsstämman givit sin tillåtelse eller att styrelsen bemyndigats. Förvärvet får inte medföra att bolagets bundna egna kapital naggas i kanten. Bolagets sammanlagda innehav av egna aktier får inte överstiga 10 % av aktiekapitalet.

I artikel 20 räknas ett antal förvärvssituationer upp då medlemsstaterna inte behöver tillämpa artikel 19, t.ex. då aktier förvärvas för att aktiekapitalet skall minskas. Har aktierna förvärvats med stöd av en undantagsbestämmelse i artikel 20, så skall den nationella lagstiftningen innehålla ett krav på att avyttring skall ske inom viss tid, om bolagets sammanlagda innehav av egna aktier överstiger 10 % av aktiekapitalet. Har aktier förvärvats i strid med direktivet föreskriver artikel 21 att den nationella lagstiftningen skall uppställa krav på avyttring inom ett år från förvärvet och att aktierna blir ogiltiga om inte tidsramen följs. Artikel 22 föreskriver t.ex. att rösträtt inte skall kunna utövas för egna aktier. I samband med implementeringen av direktivet har flertalet medlemsstater valt att tillåta förvärv av egna aktier inom direktivets ram.²²

2.2 Inlösen av egna aktier

Regelverket kring minskning av aktiekapitalet och inlösen har många år på nacken. Sedan 1910 års lag har reglerna rörande inlösen materiellt sett inte förändrats drastiskt, dock har betydande ändringar gjorts redaktionellt. Både 1910 och 1944 års lag tillät en nedsättning av aktiekapitalet tillsammans med en återbetalning till aktieägarna.²³ I förarbetena till 1944 års lag konstaterades det att en nedsättning av aktiekapitalet medför att bolagets kapital minskar och att det här kan medföra en risk för borgenärerna.²⁴ I den nuvarande ABL mönstrades termen nedsättning av aktiekapitalet ut till förmån för termen minskning av aktiekapitalet. Lagstiftaren har också förenklat förfarandet, numera krävs det inte längre en kontant återställaremission för att undvika Bolagsverkets godkännande av förfarandet. Återställandet av aktiekapitalet kan ske genom en fondemission som får till följd att varken aktiekapitalet eller bolagets bundna egna kapital minskar.²⁵

²² Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 753.

²³ Lindskog, Aktiebolagslagen, s. 20f.

²⁴ SOU 1941:9, s. 242.

²⁵ Lindström, Mer försiktighet vid utdelning, PointLex Legala Affärer, nr. 8, 2005, s. 22f.

2.3 Aktieägarnas och ledningens olika intressen

I ett aktiebolag kan aktieägarnas och ledningens divergerande intressen leda till konflikter. Förhållandet mellan aktieägarna och ledningen präglas av ett principal agentförhållande och informationsasymmetrier. Ett principal agentförhållande uppstår då principalen engagerar en agent att utföra någon form av arbete och där beslutsfattandet överläts till agenten. Om agenten under sin arbetsperiod tillägnar sig en djupare kunskap om verksamheten än vad principalen har uppstår informationsasymmetrier. Principalen och agenten anses i teorin vara nyttomaximerande och av den anledningen föreligger det en målkonflikt mellan dem. För att principalen skall minska sin förlustrisk bör han upprätta ett kontrakt där förhållandena med agenten regleras. Att utforma ett fullständigt kontrakt som reglerar alla eventualiteter skulle dock medföra för höga transaktionskostnader.²⁶ Agenten kan därför inte försäkra sig om att principalen prioriterar hans främsta intresse, nämligen vinstmaximering. Det finns i stället en viss risk att principalen agerar på ett sätt som gynnar honom själv.²⁷

Om ett aktiebolag har spritt ägande försvagas aktieägarnas makt till förmån för ledningen. Ledningen som innehar kontrollen över driften av bolaget har ett informationsöverslag gentemot aktieägarna, men den bär ofta inte någon egen ekonomisk risk. Om bolaget skall göra en nyemission har företagsledningen ett övertag eftersom den styr vilken information avseende bl.a. risknivå och framtida vinst, som ägarna skall få ta del av. Den här typen av informationsproblem benämns vanligen adverse selection. ABL försöker minska denna typ av problem med hjälp av bl.a. prospektregler. När ett kontrakt har ingåtts om att förvärva aktier från ett bolag ändrar problemen karaktär. Nu aktualiseras i stället problemet hur aktieägaren skall kontrollera att ledningen fattar de för honom mest fördelaktiga besluten, som maximerar vinsten. Bristande övervakningsmöjligheter efter att kontrakt ingåtts benämns vanligen moral hazard.²⁸

William Scott är av den uppfattningen att problemet med moral hazard kan kontrolleras men inte elimineras. Problemet kan kontrolleras genom att incitamenten till agerande maximeras och att den risk som ledningen utsätts för minimeras.²⁹ Riskerna med moral hazard minskas t.ex. genom att företagsledningen i de flesta fall är beroende av att upprätthålla ett gott rykte för deras fortsatta karriär. Bolagen använder sig också ofta av olika belöningsprogram för företagsledningen, med syftet att stärka lojaliteten till bolaget ytterligare.³⁰ Problemen med moral hazard och adverse selection associeras främst med börsnoterade bolag, eftersom aktieägarna inte aktivt

²⁶ Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 22ff.

²⁷ Dahlman m.fl., Rättsekonomi – en introduktion, s. 188.

²⁸ Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 23ff.

²⁹ Scott, Financial Accounting Theory, s. 12f.

³⁰ Dahlman m.fl., Rättsekonomi – en introduktion, s. 191.

tar del i ledningen av bolaget och kanske inte ens besöker bolagsstämman.³¹ I de flesta fall finns heller inte några ekonomiska incitament för aktieägarna att aktivt sätta sig in i bolagets förvaltning, eftersom kostnaderna överstiger nyttan.³²

En bolagsledning kan i vissa fall förvärva och överlåta aktier på ett illojalt sätt om den har ett för stort handlingsutrymme. Ett sådant agerande medför en risk att makt förskjuts från aktieägarna till bolagsledningen.³³ För att undvika de här problemen krävs att bolagets aktieägare tar del i bolagets skötsel. Aktieägarna påverkar på så vis att resurserna i aktiebolag och i näringslivet i stort används på ett effektivt sätt.³⁴

³¹ Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 79.

³² Bergström, Rydqvist, Marknaden för företagskontroll, s. 25.

³³ SOU 1997:22, s. 425.

³⁴ Prop. 1997/98:99, s. 72.

3 Skäl för och emot återköp och inlösen av egna aktier

När ett bolag har ett överskott i kassan finns det några olika alternativ som bolaget kan använda sig av. Bolaget kan t.ex. investera kapitalet i ny produktionsutrustning, göra företagsförvärv, amortera lån, utdela överskottet till aktieägarna eller återköpa eller inlösa aktier. Återköp eller inlösen är mest lämpat för de bolag som har svårt att finna bra investeringsmöjligheter och som har ett starkt kassaflöde. Finansiell ekonomisk litteratur sorterar vanligen motiven till inlösen och återköp under någon av rubrikerna, överlikviditets-, signal- eller skattehypotesen. En minskning av överlikviditeten bör medföra minskade agentkostnader och i förlängningen ett högre värde på bolaget och också ge ägaren möjlighet att återinvestera kapitalet i ett annat bolag. Signalhypotesen innebär att ett beslut att återköpa aktier torde höja kursen, eftersom en rationell företagsledning inte skulle återköpa övervärderade aktier. Skattehypotesen innebär att bolag som återköper eller inlöser blir högre värderade, eftersom det är mer fördelaktigt skattemässigt, än att utdela.³⁵ Investmentbolaget Investors uppfattning är att ett bolag med en stark finansiell ställning i första hand bör investera i den egna verksamheten. Investor betonar också vikten av att ha starka balansräkningar som klarar perioder av lägre efterfrågan och sämre tillgång till likvida medel. När ett bolag har beaktat dessa faktorer kan det överväga att överföra överlikviditet till aktieägarna menar Investor.³⁶

3.1 Återköp

3.1.1 Komplement till vinstutdelning

Utdelning liksom återköp och inlösen av aktier är metoder för att överföra ett överskott av kapital till aktieägarna. Det finns dock ett antal skäl som talar för att återköp eller inlösen är lämpligare för bolagen att använda, än utdelning. Aktiebolag bör ha en stabil och långsiktigt hållbar utdelningsnivå enligt företagsekonomisk teori. Tillfälliga förändringar i nivån på utdelningen främst sänkningar kan medföra att marknaden tolkar det som negativa signaler som därmed sänker värdet på företagets aktier.³⁷ Charles Ellis skrev redan i mitten av 1960-talet att utdelningar inte är en lämplig metod för att skifta ut tillfälliga ökningarna i kassaflödet.³⁸ Enligt aktiebolagskommittén kan en större temporär utdelning utsända icke korrekta antydningar om företagets långsiktiga utdelningspolitik. Höjningar av utdelningen sker i de flesta fall endast under förutsättning att den högre

³⁵ Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 206f.

³⁶ Investor, Delårsrapport jan-sept., 2004.

³⁷ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 766.

³⁸ Ellis, Repurchase stock to revitalize equity, s. 122.

nivån antas kunna bestå, eftersom bolagen har en stark aversion mot utdelningssänkningar. Aktiebolagen eftersträvar i stället stabila utdelningsnivåer och vill i det längsta undvika sänkningar av utdelningen och därför vill bolagen inte heller göra temporära höjningar av utdelningen.³⁹ Marknaden anses mindre känslig för skillnader i återköpsvolym än sänkningar av utdelningsnivån. Dock menar vissa ekonomer att detta resonemang inte är helt korrekt, eftersom marknaden skall förmå att korrekt tolka skillnader i utdelningen, om bolagen informerar om orsaken till förändringen. De hävdar att extrautdelningar är en etablerad metod för att överföra överlikviditet till aktieägarna.⁴⁰

Att återköp skulle vara ett sätt att fördela temporära uppgångar i kassaflödet bekräftas också av undersökningar som gjorts på den amerikanska aktiemarknaden. Till skillnad från förändringar i utdelningen som föregås av mer permanenta förändringar i kassaflödet. Fördelen med återköp är att bolagen inte är förpliktade att återköpa. Det finns inte heller förväntningar från marknaden att återköpen skall återkomma regelbundet. Därför är återköp ett mer flexibelt instrument än utdelning för att återföra kapital till aktieägarna.⁴¹ En ytterligare orsak till varför återköp är att föredra är att de aktieägare som föredrar en hög direktavkastning kan sälja aktierna till bolaget, medan de aktieägare som heller ser en värdetillväxt med låg direktavkastning kan underlåta att sälja. Utdelningar träffar däremot även de aktieägare som hellre ser en värdetillväxt.⁴²

3.1.2 Påverkan på kapitalstrukturen

Det vanligaste motivet som företagen använder sig av när de vill förvärva egna aktier är att de vill förändra kapitalstrukturen. Om ett bolag finner att det saknar potentiellt lönsamma investeringsobjekt men det har ett positivt kassaflöde kommer det ställas inför valet att återföra kapitalet till aktieägarna, eller självt förvalta kapitalet. Om bolagets resurser skall användas på ett effektivt sätt, krävs att valet avgörs av den förväntade avkastningen på de båda handlingsalternativen. Om aktieägarna kan disponera kapitalet på så vis att de når en högre avkastning än vad företaget kan åstadkomma, skall kapitalet utskiftas till aktieägarna.⁴³ Enligt företagsekonomisk teori är det vedertaget att ett bolag bör försöka att nå en optimal kapitalstruktur. Med optimal kapitalstruktur avses ett förhållande mellan det egna och det främmande kapitalet, som ger lägsta kapitalkostnad och maximerar aktieägarnas avkastning och bolagets värde. Med bolagets kapitalkostnad avses summan av avkastningskravet på eget kapital, samt avkastningskravet på lånat kapital.⁴⁴

³⁹ SOU 1997:22, s. 248.

⁴⁰ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 766.

⁴¹ Dittmar, Why do firms repurchase stock?, s. 332f.

⁴² Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 766f.

⁴³ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 765.

⁴⁴ de Ridder, Finansiell ekonomi, s.156.

När bolagen talar om att uppnå en optimal kapitalstruktur handlar det vanligen om att öka skuldsättningsgraden, vilket genomförs genom minskning av bolaget egna kapital eller upptagande av lån. Befinner sig bolaget i en fas med hög tillväxt är lånealternativet lämpligt. Är bolaget däremot i en mogen fas kan dock lånealternativet leda till att onödigt mycket kapital binds och bolaget bör i stället överväga att minska det egna kapitalet. Det egna kapitalet kan minskas genom utdelning, men flertalet bolag menar att det är flexiblarare att göra det genom förvärv av egna aktier. Kapital som är utdelat kan inte tas tillbaka om bolaget vill öka kapitalet återigen, men återköpta aktier kan avyttras. Alternativet till att avyttra aktierna är att genomföra en nyemission, men det medför betydande transaktionskostnader och tar lång tid att genomföra.⁴⁵

3.1.3 Påverkan på aktiekursen

Sett över lång tid skall en fungerande marknad korrekt värdera ett bolags aktier, men under vissa perioder kan marknaden felaktigt värdera bolagets aktier. Om ett bolag erbjuder aktieägarna att återköpa en viss del av de utestående aktierna till en kurs över rådande marknadskurs, sänder det signaler om att aktien är undervärderat och förhoppningsvis uppkommer därigenom en korrekt värdering.⁴⁶ Hypotesen om att ett bolag ibland kan vara undervärderat utgår ifrån den informationsasymmetri som föreligger mellan insynspersoner och aktiemarknaden i övrigt. Om bolaget således återköper aktier tolkar marknaden det enligt hypotesen som om aktien är undervärderad.⁴⁷

Vissa ekonomer menar dock att företagsledningens uppfattning om bolaget inte skall förmedlas genom handlingar som innebär att de påverkar utbud och efterfrågan på bolagets aktier, genom t.ex. återköp. De hävdar att företagsledningens uppfattning om bolaget endast skall kommuniceras genom information.⁴⁸ Aktiebolagskommittén menade också att företagsledningens uppfattning om bolaget skall förmedlas genom information och tog avstånd från uppfattningen att återköp skulle ha kurspåverkande effekt.⁴⁹

Ett motiv till förvärv av egen aktie som anges i den företagsekonomiska teorin är att en ökad vinst per aktie uppnås, vilket medför en högre aktiekurs i förlängningen. Problemet är dock att vinsten per aktie antas stiga endast om antalet aktier minskar proportionellt sett mer än det intäktsbortfall som kan bli följderna av att kapitalet utbetalas till aktieägarna. Det finns vidare också en risk att kursökningen kan motverkas av en ökad finansiell risk för

⁴⁵ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 765ff.

⁴⁶ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 767.

⁴⁷ Dittmar, Why do firms repurchase stock?, s. 334.

⁴⁸ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 768.

⁴⁹ SOU 1997:22, s. 249.

aktieägarna, vilket medför att den ökade vinsten per aktie, endast blir teoretisk.⁵⁰

Undersökningar som gjorts på marknadsens reaktion av återköpsprogram visar dock att kurserna ökar i de aktier där bolagen föreslagit återköp. En undersökning som gjordes på 1239 återköp som skedde på den amerikanska aktiemarknaden mellan åren 1980 till 1990 visar att aktiekurserna i genomsnitt steg 3,5 % den dag som återköpen offentliggjordes. Också på längre sikt har de bolag vars aktier återköpts haft en klart positiv utveckling. Aktierna i de bolag som genomfört återköpsprogram har fyra år efter offentliggörandet utvecklats 12 % bättre än index.⁵¹ Studier pekar dock på att återköp av aktier på aktiemarknaden medför att aktiekursen ökar med endast 4 %, medan återköp genom uppköpserbjudanden medför en kursökning på 15 %, på kvarvarande aktier. Storleken på kursökningen är positivt korrelerad med den procentuella andel av bolagets totala aktiestock som återköps.⁵² Flera studier har försökt att förklara vad som ligger bakom kursökningen, men resultaten spretar. Flertalet studier pekar på återköpets signalfunktion, men studierna kan dock inte förklara vad som egentligen signaleras till marknaden, mer än att återköp är en positiv signal till marknaden.⁵³ Om aktiekursen går upp efter ett återköp innebär det inte någon kostnad för aktieägarna. Återköp kan vara ett lämpligare förfarande än en nyemission då aktierna skall användas till företagsförvärv eller optionsprogram, eftersom återköp är mindre tidskrävande och transaktionskostnaderna blir lägre.⁵⁴

Jag tänkte nu redogöra i ett exempel varför aktiekursen bör stiga vid återköp. Vi ponerar att ett bolag har 75 000 000 utestående aktier, kvotvärdet är 6,67 kr, aktiekapitalet är 500 Mkr och börskursen 25 kr. Bolaget har ett börsvärde på 1875 Mkr, vinsten per aktie är 1,67 kr och den totala vinsten är 125 Mkr. Substansvärdet per aktie är 40 kr (tillgångar minskat med skulder per aktie). Återköp på marknaden sker till en kurs på 25 kr och totalt 7 500 000 aktier återköps eller 10 % för 187,5 Mkr. Återköpet minskar de likvida medlen som normalt förräntas med 3 %. Vinsten minskar med $3 \% * 187,5 \text{ Mkr} = 5,63 \text{ Mkr}$ eller 4,8 % av totalvinsten. Vinsten minskar totalt från 125 Mkr till 119,37 Mkr. Ny vinst per aktie är $119,37 \text{ Mkr} / 67,5 \text{ Mst aktier} = 1,77 \text{ kr}$. En ökning på 6,6 %. Nytt substansvärde $(3000 \text{ Mkr} - 187,5 \text{ Mkr}) / 67,5 \text{ Mst} = 41,67 \text{ kr}$. En ökning med 4,2 %.

Substansvärdet och vinsten per aktie förbättras vid återköp, eftersom antalet aktier blir lägre. När vinsten per aktie stiger sjunker p/e-talet (pris på aktien dividerat med vinsten per aktie), vilket bör få till följd att aktiekursen stiger.

⁵⁰ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 767.

⁵¹ Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, s. 3.

⁵² Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 774.

⁵³ Dann, Common stock repurchases, s. 131.

⁵⁴ Prop. 1999/00:34, s. 58.

3.1.4 Förhindra uppköp

Ett ytterligare motiv till varför ett bolag väljer att förvärva egna aktier kan vara att det vill försöka förhindra ett fientligt uppköp eller ett kontrollägarskifte. Aktieåterköp i försvarssyfte kan ske genom förhandlingar mellan bolaget och den eller de ägare som försöker ta kontroll över bolaget. Den här typen av återköp i syfte att avstyra ett fientligt uppköp går under benämningen ”green-mailing”, metoden är dock inte tillåten i Sverige. Anledningen till detta är att om ett bolag skulle kunna träffa återköpsavtal med enskilda aktieägare skulle det medföra risker för utpressningsliknande situationer där bolaget i princip tvingas att återköpa aktier av en aktieägare, som hotar att överta kontrollen över bolaget.⁵⁵ Återköpserbjudanden där alla aktieägarna ges möjlighet att avyttra aktier, kan också fungera som en effektiv försvarsåtgärd. Faktumet att bolaget ökar skuldsättningen och minskar sina likvida medel medför att intresset för bolaget, som förvärvsobjekt minskar. Bolaget kan också genom återköp höja kostnaden för ett uppköp genom att då utbudet på aktier minskar tenderar kursen att stiga. Resonemanget bygger på att de aktieägarna som har lägst reservationsvärde kommer att avyttra sina aktier till bolaget.⁵⁶

De bolag som anser att de löper en större risk att bli uppköpta tenderar att återköpa en större andel egna aktier än andra bolag.⁵⁷ Motivet att genomföra återköp för att förhindra företagsuppköp har dock varit föremål för en del kritik, eftersom uppköp och kontrollägarskiften är viktiga för övervakningen av företagets och näringslivets effektivitet. Dyliga försvarsåtgärder kan förhindra en sådan övervakning.⁵⁸ Ifjol inlöste Scania en stor mängd aktier för att förhindra att det tyska lastbilsföretaget MAN skulle förvärva Scania. En något enklare lösning hade dock varit om Scania i stället hade valt att återköpa en del av aktiestocken.

3.1.5 Övriga motiv för eller emot?

Bolagen kan också förvärva egna aktier med motivet att de vill använda aktierna i ett optionsprogram för företagsledningen eller till de anställda. Om bolaget använder förvärvade egna aktier istället för att nyemittera aktier medför det inte en utspädning av värdet på aktien, med sjunkande aktiekurs som följd. En nyemission innebär också transaktionskostnader p.g.a. att nya aktier skall utfärdas och att kommunikation med befintliga aktieägare skall ske.⁵⁹ Ett annat argument för att återköpa egna aktier kan vara att bolaget vill använda de återköpta aktierna som betalningsmedel vid förvärv av ett annat bolag. Alternativet är att betala med likvida medel eller att rikta en

⁵⁵ Prop. 1999/00:34, s. 60.

⁵⁶ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 768.

⁵⁷ Dittmar, Why do firms repurchase stock?, s. 335.

⁵⁸ Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 118f.

⁵⁹ Nilsson, Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – reptrick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?, Balans, nr 6/7, 1996, s. 7.

nyemission till målbolaget.⁶⁰ Ett något mer avlägset motiv kan vara att bolaget genom att återköpa aktier kan minska antalet aktieägare och således minska kommunikationskostnaderna. Resonemanget förutsätter att kommunikationskostnaden inför bl.a. bolagsstämman är relaterad till antalet aktieägare och inte till antalet aktier i bolaget. Ett bolag kan också genom ett riktat återköpserbjudande köpa ut en oönskad aktieägare i bolaget. Slutligen kan också återköp användas i vissa fall för att förbättra aktiens likviditet så att transaktioner vid en börsintroduktion förenklas.⁶¹

I en enkätundersökning som gjorts bland de bolag vid OMX Stockholmsbörsen som återköpt aktier, efterfrågades vilka motiv som bolagen haft för sina återköp. Samtliga bolag (56 stycken) som återköpt aktier mellan den 1 mars 2000 och 1 juli 2002 kontaktades, 33 bolag deltog. Bolagen fick först ange om de återköpte aktier med utgångspunkt i de motiv som lagstiftaren räknade upp då återköp tilläts. 24 % svarade att de återköpte aktier för att använda dem vid eventuella företagsförvärv, 23 % angav effektivt resursutnyttjande som skäl, 14 % hänvisade till ett bra alternativ till vinstutdelning, 8 % ansåg att det var ett bra alternativ till minskning av aktiekapitalet, 5 % hävdade att det gav bättre valmöjligheter för aktieägarna, 3 % hänvisade till motiv relaterat till utländska investerare och 23 % angav andra motiv som skäl, (procenttalen är i förhållande till det totala antal svar på respektive motiv). Av de 23 % som angav andra motiv svarade 50 % att motivet var relaterat till optionsprogram, 38 % angav att det var en god investering därför att de ansåg att aktien var undervärderad och 12 % angav övriga motiv.⁶² Att många återköp sker p.g.a. optionsprogram stämmer också överens med Jolls uppfattning. Hon hävdar att återköp är mer vanligt i de bolag där ledningen har ett stort antal optioner och att bolagen återköper aktier just av den anledningen att de önskar få en värdeökning på bolagsledningens optioner.⁶³ Här är det intressant att notera den stora diskrepansen mellan de motiv som lagstiftaren angav då återköp tilläts och de motiv som företagsledningarna ger uttryck för.

3.1.6 Skäl emot återköp av egna aktier ur aktieägarens och bolagets perspektiv

Om en storägare har mer än två tredjedelar av rösterna och kapitalet i ett marknadsnoterat bolag kan den på bolagsstämman ensam rösta igenom att bolaget skall återköpa aktier. Därefter återköper bolaget aktier på börsen från de mindre aktieägarna. Det här medför att storägarens makt blir ännu större, eftersom färre aktier kommer att finnas i bolaget om aktierna efter återköpet dras in. Förfarandet benämns bolagsfinansierat maktövertagande och det innebär att bolaget köps för sin egen kassa. Förfarandet sker under flera års tid för att undvika publicitet. På det här viset ökar majoritetsägaren

⁶⁰ Danelius och Svensson, Nya aktiebolagslagen, s. 178.

⁶¹ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 769.

⁶² Gårdö, Förvärv av egna aktier – en utvärdering av lagstiftningen, SvJT 2003, s. 1079ff.

⁶³ Jolls, Stock repurchase and incentive compensation, s. 3.

sin makt i bolaget utan att den behöver investera något kapital i bolaget eller behöver betala en budpremie som annars är vanligt vid uppköp. Om majoritetsägarens makt går över 90 % av rösterna och kapitalet, kan ägaren därefter tvångsinlösa resterande aktier. Rederiet Gotlandsbolaget är ett exempel på där återköp skett för att stärka storägarens makt i bolaget.⁶⁴ SARF: s erfarenhet är att det vanligen är de mindre aktieägarna som säljer då bolagen återköper aktier över börs, vilket leder till att antalet aktieägare sjunker i de bolag som kontinuerligt återköper. De bolag som återköper år efter år är vanligen kontrollerade av ett fåtal huvudägare och SARF misstänker också att bolagen använder återköp i vissa fall för att undvika att någon ägare blir tvungen att lägga ett offentligt bud på bolaget.⁶⁵

Undersökningen som Gårdö genomfört visar att hälften av de bolag som återköpt aktier med ett annat motiv än dem lagstiftaren angav, har gjort det för att på olika vis understödja ledningens optionsprogram. I publika aktiebolag finns inte några direkta ekonomiska incitament för aktieägarna att övervaka bolagsledningen, vilket får till följd att ledningens handlingsutrymme ökar. Min uppfattning är att det t.ex. kan få till följd att bolaget återköper aktier för att höja värdet på ledningens optionsprogram. En sådan här utveckling är definitivt ett problem och den står i strid med lagstiftarens intentioner då återköp tilläts. Adri de Ridder docent i företagsekonomi hävdar att bolagen vanligen anger att återköpen genomförs därför att kapitalstrukturen skall optimeras, men att det bakomliggande motivet är att ledningen vill få en kurshöjande effekt. Ridder menar att det är uppenbart att de privatekonomiska skälen står i förgrunden då ledningarna har optionsprogram, som är kopplade till en viss aktiekurs. Han är av den uppfattningen att utdelningar är bättre för att lösa problemet med överkapitalisering, eftersom alla aktieägare gynnas av det.⁶⁶

Om bolaget återköper aktier för att gynna bolagsledningens intressen innebär det inte att återköpets främsta syfte är vinstmaximering för aktieägarna. Blir marknaden varse det här, finns det en risk för att det uppfattas som negativa nyheter, vilket får till följd att aktiekursen sjunker. Det här medför att bolaget kommer att inneha en tillgång som är mindre värd än de likvida medel som användes till transaktionen. Detta riskerar i förlängningen att urholka aktieägarvärdet, eftersom en stabil långsiktig tillväxt i bolaget försvåras.

Gruvbolaget Boliden gjorde en kursförlust på 1,2 miljarder kronor genom de återköp bolaget genomförde under 2007. Bolaget återköpte aktier för 2,2 miljarder kronor, vilket medförde att Boliden själva blev näst största ägare i bolaget. Också Handelsbanken gjorde en kursförlust på återköpen, på omkring 232 Mkr och verkstadsföretaget Alfa Laval förlorade 192 Mkr. De tre ovan nämnda bolagen har alla återköpt aktier för att justera kapitalstrukturen i bolaget.⁶⁷ Gunnar Ek, expert på bolagsfrågor på SARF,

⁶⁴ Lucas, Återköp – en märklig modevåg på aktiemarknaden, DN, 6 nov., 2004.

⁶⁵ Åsa Wesshagen, ansvarig för bolagsfrågor på SARF.

⁶⁶ Öhrn, Dunkla motiv bakom återköp, DI, 23 feb., 2008.

⁶⁷ Mauritzon, Återköp dyr affär för Boliden, DI, 6 feb., 2008.

menar att återköpen skett mycket olägligt. SARF har allt sedan återköpen tilläts varit skeptiska till dem. Ek är av den uppfattningen att bolagen använder återköpen för att glädja aktieägarna, eftersom de vanligtvis leder till kursökningar.

Styrelserna tenderar att använda det minst betungande sättet i stället för att aktivt arbeta med kapitalet bl.a. genom investeringar. Ek hävdar att bolagen gör sig av med resurser som kan komma att behövas i en lågkonjunktur eller kapital som krävs för en långsiktig investeringsplan. Han nämner Astra Zeneca som ett exempel, bolaget har under flera års tid återköpt aktier för betydligt större belopp än det lagt på forskning och utveckling. Astra Zeneca har under 2006 och 2007 återköpt aktier för över 50 miljarder kronor och har på återköpen gjort en kursförlust på ungefär 15 miljarder kronor. Ek menar att ledningen genomfört återköpsprogrammen bl.a. därför att ledningen sitter med optioner i bolaget. SARF:s huvudargument mot återköp är att aktieägarna satsat kapital i bolaget därför att det skall användas på ett sätt som ger en högre avkastning än om pengarna placerats på t.ex. ett räntekonto.

SARF menar att det endast är motiverat att återköpa aktier för att sedan makulera dem om bolagen vill justera sin kapitalstruktur och att bolaget saknar lämpliga investeringsobjekt. SARF ser dock helst att bolagen använder sig av inlösen i stället för återköp om det avser att makulera aktierna. Återköp av aktier får inte användas på ett sätt så att utfallet av utestående incitamentsprogram påverkas, menar SARF. Återköp får heller aldrig användas av majoritetsägaren för att undvika ett offentligt bud på bolaget och majoritetsägaren skall ej heller kunna öka sitt inflytande på ett väsentligt sätt genom återköp, anser SARF.⁶⁸ Industrimannen Carl Bennet är också oroad över att bolagen skiftar ut så mycket kapital till aktieägarna. Han menar att det sker på bekostnad av potentiella förvärv och framtida investeringar, vilket kan medföra konsekvenser för bolagens framtida konkurrenskraft.⁶⁹

3.2 Inlösen

Argumenten eller motiven till att inlösa aktier är i allt väsentligt desamma som för återköp. Inlösen sker dock inte för att bolagen skall använda aktierna till förvärv eller till optionsprogram, eftersom aktierna makuleras då aktieinlösen sker. Ett skäl som är specifikt för inlösen är att vissa företagsprojekt kräver ett stort kapital från start och när bolaget sedan har byggt upp den kostnadskrävande verksamheten, kan det vara naturligt att återbetala en del av aktiekapitalet. En del menar att inlösen leder till en osunt kortsiktig fokusering på hög avkastning till aktieägarna och att det långsiktiga företagstänkandet kommer i bakgrunden. För att ett bolag skall kunna investera och därmed överleva i ett längre perspektiv krävs en

⁶⁸ SARF: s Ägarstyrningspolicy 2007, s. 17ff.

⁶⁹ Hammarström, Carl Bennet varnar för guldregnet, DI, 22 feb., 2005.

finansiell buffert. Andra hävdar att det är bra att bolagen löser in aktier då kapitalet skall finnas där det gör nytta och att inlösen således är lämpligt, om bolagen inte finner några lönsamma investeringsobjekt.⁷⁰

⁷⁰ Peterson, Aktieinlösen – Många miljarder att förlösa, Affärsvärlden, nr. 7, 1997, s. 20.

4 Förvärvsmetoder vid återköp och inlösen av egna aktier

4.1 Återköp

Återköp av aktier kan genomföras på tre olika sätt, genom köp på aktiemarknaden (svensk börs, auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad inom EES eller utanför EES efter tillstånd av FI), genom ett förvärvserbjudande riktat till aktieägarna eller genom en förhandling mellan bolaget och en viss ägare.⁷¹ Enligt 19 kap. 14 § ABL är endast de två förstnämnda metoderna tillåtna i Sverige.

4.1.1 Förvärv genom förvärvserbjudande

Vid förvärv genom offentligt erbjudande köper bolaget tillbaka sina aktier direkt från aktieägarna. Ett sådant förvärv får endast genomföras om det har föregåtts av ett förvärvserbjudande. Ett förvärvserbjudande innebär att bolaget riktar ett erbjudande till aktieägarna att förvärva aktier på förutbestämda villkor som upptagits i förvärvserbjudandet. Erbjudandet måste ha riktats till samtliga innehavare av visst aktieslag eller till samtliga aktieägare i bolaget. Däremot spelar det ingen roll hur många aktieägare som antar erbjudandet.⁷² Ett förvärv som genomförs i strid mot de i erbjudandet angivna villkoren är däremot i strid med ABL.⁷³

Av förvärvserbjudandet skall det framgå under vilken tidsperiod återköpet skall ske, antalet aktier som skall förvärfas, till vilket pris, om ersättningen skall bestå av annat än pengar, samt övriga villkor för förvärvet, 19 kap. 20 § ABL. Vanligtvis återköps aktierna till en premie på 20-25 %. Vederlaget kan bestå av värdepapper men det utgörs vanligen av kontanter. Om erbjudandet övertecknas skall aktierna förvärfas pro rata från samtliga aktieägare som erbjudit sig att sälja.⁷⁴ Om en aktieägare vill överlåta fler aktier än som omfattas av förvärvserbjudandet så skall styrelsen verkställa förvärvet på så vis att det inte medför några otillbörliga fördelar för någon annan aktieägare. Om styrelsen inte agerar så kan deras beslut angripas enligt generalklausulen i 8 kap. 41 § ABL och också föranleda skadeståndsansvar för styrelsen.⁷⁵

Vid återköp får aktieägarna en s.k. återköpsrätt för varje aktie de innehar. För de aktieägare som inte vill minska sitt aktieantal är det möjligt att sälja rätterna. Det är också möjligt att köpa till rätter så att ett jämt antal aktier

⁷¹ Rodhe, Aktiebolagsrätt, s. 101.

⁷² Prop. 1999/00:34, s. 116f.

⁷³ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 19:29.

⁷⁴ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 773.

⁷⁵ Prop. 1999/00:34, s. 117.

kan avyttras. TeliaSonera genomförde 2005 ett återköpsprogram. Programmet innebar att var tjugofemte aktie återköptes för 55 kr. De aktieägarna som år 2000 i samband med Telias börsintroduktion köpt 100 aktier gavs alltså rätten att sälja 4 st. aktier. Aktieägarna skulle därefter ha ojämnt 96 st. aktier kvar. Därför valde många aktieägarna att avyttra sina återköpsrätter. Återköpsprogrammet kritiserades för att vara intrikat och flera aktieägare missade också att utnyttja de återköpsrätter de blivit tilldelade.⁷⁶

Ett erbjudande från bolaget att förvärva aktier kan också utformas som en s.k. holländsk auktion. Namnet härstammar från de holländska blomsterauktionerna, som är utformade på liknande vis. Förfarandet går till på så vis att bolaget anger hur många aktier som det skall förvärva, samt i vilket prisintervall. Den aktieägare som är beredd att avyttra en viss mängd aktier meddelar bolaget hur många aktier denne är beredd att avyttra samt till vilket pris i intervallet aktieägaren säljer aktierna för. Därefter genomför bolaget förvärvet till ett enhetligt pris. Priset är det lägsta som är nödvändigt för att bolaget skall erhålla det på förhand bestämda antalet aktier.⁷⁷ En fördel med en s.k. holländsk auktion är att den kan fungera som ett effektivt skydd för att avvärja uppköpserbjudanden, eftersom bolaget på ett tämligen säkert sätt kan återköpa ett tillräckligt stort antal aktier för att förhindra ett uppköp.⁷⁸

4.1.2 Förvärv på aktiemarknaden

Om ett bolag väljer att förvärva egna aktier på aktiemarknaden skiljer det förvärvet inte sig åt, gentemot andra förvärv som sker på aktiemarknaden. Förfarandet är betydligt enklare och mer kostnadseffektivt än att återköpa aktier genom offentliga återköpserbjudanden. Förslaget att återköpa aktier skall innehålla uppgifter på inom vilken tid bolagsstämmans beslut skall verkställas. Förslaget skall också ange det högsta antal aktier som får förvärfas, högsta och lägsta pris som får betalas för aktierna, samt övriga villkor enligt 19 kap. 21 § ABL. Återköp på aktiemarknaden kan ske när styrelsen så bestämmer t.ex. då kursen är attraktiv eller då bolaget har god likviditet. Att förvärva egna aktier på aktiemarknaden är inte lämpligt om bolaget bestämt att visst kapital skall överföras till aktieägarna. Om så är fallet skall bolaget i stället använda sig av ett offentligt återköpserbjudande. Då bolaget återköper aktier på aktiemarknaden köper bolaget stegvis ett mindre antal aktier till då rådande marknadspris genom en mäklare. Bolaget får betala sedvanligt courtage och de aktieägare som avyttrar sina aktier vet inte vem de säljer till. Ett förvärv på aktiemarknaden pågår ofta under flera månader eller år.

⁷⁶ Gunnar Ek, expert på bolagsfrågor på SARF.

⁷⁷ Rutberg och Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier- bolags- och skatterättsliga regler, SvSkT, nr. 1, 2000, s. 11.

⁷⁸ Persons, Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases; Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offers, s. 1373.

Amerikansk statistik pekar på att de flesta återköp sker på aktiemarknaden och att endast cirka 10 % genomförs genom offentliga uppköps-erbjudanden.⁷⁹ Någon tillförlitlig svensk statistik har jag ej funnit. I vissa fall kan det vara ett problem när bolag köper tillbaka egna aktier, eftersom bolagsföreträdarna har en insynsställning. Bolagsföreträdarna vet troligen när det är bättre eller sämre för bolaget att köpa. Återköpen kan således leda till att många mindre aktieägarna säljer sina aktier till bolaget då det kanske är lämpligare att behålla dem. Särskilt i de fall då återköpen sker för att ett bolag behöver aktier som det kan använda som vederlag till framtida företagsförvärv, kan insynsställningen komma att aktualiseras. Om bolaget återköper aktier till företagsförvärv och det kommande förvärvet kan komma att driva aktiekursen, har de som sålt aktier ej sålt aktierna med samma information som bolaget som återköpt aktierna.

4.2 Inlösen

Den smidigaste metoden för att genomföra en indragning av aktier är att samtidigt genomföra en ökning av aktiekapitalet med ett lika stort belopp som det minskats med, genom en fondemission. Fritt eget kapital ombokas således till bundet eget kapital. Alfa Laval har t.ex. föreslagit ett sådant förfarande i kallelsen till årsstämman för 2008. Ökningen kan också ske genom en riktad nyemission av s.k. inlösenaktier, till en extern part. De nyemitterade aktierna kallas vanligen C-aktier och har normalt ingen rätt till utdelning. Den externa parten vanligen en bank erlägger betalning för aktierna lika med kvotvärdet. Vid inlösen av aktierna erhålles likvid och en räntekompensation. En emission av C-aktier kräver dock att bolagsordningen upptar bestämmelser om C-aktier. Aktiebolagen Gambro, Sandvik, Intrum Justitia och Atlas Copco är några exempel på bolag som genomförde en riktad nyemission av inlösenaktier under 2005.

För att inte behöva genomföra makuleringsförfarandet konstruerade SKF: s koncernledning 2005 en ny metod. Metoden går ut på att aktiens kvotvärde ändras genom en aktiesplit och att aktieägarna därefter erhåller en inlösenaktie kostnadsfritt, för t.ex. varje tidigare ägd aktie. Inlösenaktierna dras sedan in proportionerligt i förhållande till antal utgivna aktier av respektive aktieslag. SKF genomförde under 2005 en split med villkoren 4 stamaktier + 1 inlösenaktie med automatiskt inlösenförfarande mot ett kontant belopp om 25 kr för varje inlösenaktie. SKF har lagt ett liknande förslag i kallelsen till bolagsstämman för 2008. SKF föreslår nu en split med villkoren 2 stamaktier + 1 inlösenaktie, med automatiskt inlösenförfarande mot ett kontant belopp om 5 kr för varje inlösenaktie. Under en period av fjorton dagar pågår handel med inlösenaktierna varpå de automatiskt inlöses mot inlösenlikvid. Metoden förutsätter dock att bolaget ökar aktiekapitalet med ett lika stort belopp som det minskats med, genom en fondemission. Den här metoden minskar dock inte antalet aktier i bolaget. De flesta bolag

⁷⁹ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?, s. 773.

som genomförde ett inlösenprogram 2007, gjorde det med hjälp av den här metoden.

SARF förespråkar den inlösenform som SKF använder, eftersom den medför att alla aktieägarna får del av det kapital som utskiftas och ingen aktieägare riskerar att gå miste om värdet på inlösenrätterna genom t.ex. glömska.⁸⁰ Under 2007 delade 17 börsbolag ut pengar genom en split med automatiskt inlösenförfarande. Bolagen Kungsleden, Boliden, Sandvik, SKF, Scania, Volvo och Atlas Copco är några av dessa. Förfarandet medför dock en krånglig deklarationsprocess, eftersom förfarandet innebär en försäljning för aktieägaren och anskaffningsvärdet skall också delas mellan moderaktierna och inlösenaktien. För de aktieägare som ägde aktier i t.ex. Vostok Gas eller Fabege blir deklarationen ännu krångligare eftersom inlösenlikviden inte bestod av likvider, utan av aktier.⁸¹

⁸⁰ SARF: s Ägarstyrningspolicy 2007, s. 17ff.

⁸¹ Mellqvist, Aktierna som ger huvudvärk vid deklarationen, DI, 12 mars, 2008.

5 Regleringen av återköp

5.1 Reglerna i 19 kap. ABL

I 19 kap. ABL återfinns bestämmelser om aktiebolags förvärv av egen aktie. Enligt portalparagrafen (19 kap. 4 §) är huvudregeln att förvärv av egna aktier inte är tillåtet. Förvärv av egna aktier som görs av någon annan som handlar i eget namn men för bolagets räkning, är inte heller tillåtet. Ogiltighetsregeln syftar till att det ej skall vara möjligt att kringgå regeln med hjälp av en bulvan. I 19 kap. 5 § finns de allmänna undantagen från förvärvsförbudet. De har sin grund i situationer då ett förvärv av egna aktier är naturligt eller riskfritt oavsett vilken bolagskategori det tillhör.⁸² Ett bolag får således förvärva egna aktier benefikt och genom övertagande av ett annat bolags rörelse, om de egna aktierna representerar en mindre del av aktiekapitalet. Bolaget får vidare lösa in egna aktier p.g.a. maktmissbruk eller genom exekutiva förvärv som syftar till att säkra en fordran.

Ett publikt bolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad har vid sidan av de allmänna undantagen möjlighet att förvärva egna aktier. Det här kan utläsas av 19 kap. 4 § 3 st. som hänvisar till 19 kap. 13-30 §§. Den centrala paragrafen är 19 kap. 13 §, vilken är fylld med olika föreskrifter. Enligt 19 kap. 14 § skall förvärvet ske på marknaden eller genom ett offentligt erbjudande som riktas till samtliga aktieägare eller samtliga ägare av aktier av visst slag. Förvärv av egna aktier får endast ske om reglerna i 17 kap. beaktas, eftersom det anses som en form av värdeöverföring.⁸³ Enligt 19 kap. 15 § får ett aktiebolag inneha högst 10 % av sina egna aktier. Vid beräkning av innehavet skall samtliga aktier som bolaget innehar medräknas, vilket innebär att aktier som förvärvats med stöd av de allmänna undantagen också skall inräknas om de ej avyttrats.⁸⁴ Begränsningsregeln avser endast innehavet och således kan ett bolag förvärva 10 %, makulera dem och sedan förvärva 10 % till. Förfarandet kan pågå i all oändlighet, en bortre gräns finns dock i det bundna egna kapitalet.⁸⁵ Makulering aktualiserar dock reglerna i 20 kap. ABL om minskning av aktiekapitalet och det innebär bl.a. att ett beslut om makulering skall fattas på bolagsstämman.

Ett beslut om förvärv av egna aktier skall fattas av bolagsstämman. Styrelsen kan dock bemyndigas av bolagsstämman att fatta ett sådant beslut, 19 kap. 17 §. Bemyndigandebestämmelsen har införts för att ge systemet större flexibilitet, systemet kan dock innebära risker för aktieägarna om bemyndigandet missbrukas av styrelsen. Styrelsen har dock bättre insyn i bolaget och har därför större möjlighet att ta hänsyn till olika faktorer, som

⁸² Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 312.

⁸³ Johansson, Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 91.

⁸⁴ Nerep, Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av nyckelfrågor, s. 220.

⁸⁵ Johansson, Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 91.

är relevanta för om ett förvärv av egna aktier är fördelaktigt för bolaget vid olika tidpunkter. Bolagsstämman har sämre insyn i bolaget och den har inte heller möjlighet att kontinuerligt granska vid vilka tidpunkter det kan vara lämpligt att återköpa aktier.⁸⁶ Ett återköpsbeslut eller ett beslut att bemyndiga styrelsen att återköpa egna aktier är dock giltigt endast om det har biträttts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna, 19 kap. 18 §.

Om bolagsstämman skall pröva en fråga om förvärv av egna aktier skall styrelsen upprätta ett förslag till beslut. I beslutet skall det framgå hur aktierna skall förvärfas, enligt 19 kap. 19 §. I 19 kap. 22 § stadgas att till förslaget att återköpa aktier skall det fogas ett motiverat yttrande från styrelsen, om huruvida förvärvet är försvarligt med hänsyn till försiktighetsregeln i 17 kap. 3 §. I kallelsen till den bolagsstämma som skall pröva ett förslag till beslut om förvärv av egna aktier, skall förslagets huvudsakliga innehåll anges, samt syftet med förvärvet, 19 kap. 26 §. Aktieägarna ges härigenom möjlighet att utvärdera styrelsens förslag och de kan också ställa frågor om förslaget på bolagsstämman.

5.2 Börsens regler om återköp

Lagstiftaren ansåg att det var viktigt att näringslivet och börsen agerade för att motverka kursmanipulationer vid förvärv av egna aktier.⁸⁷ Näringslivets börskommitté, som är ett självregleringsorgan, utformade regler om förvärv av egna aktier. De här reglerna har därefter i en förkortad version infogats i OMX Stockholmsbörsens noteringsavtal. Utöver reglerna i ABL finns det således regler i noteringsavtalet som rör förvärv av egen aktie. Noteringsavtalet är bindande för alla bolag som har aktier noterade vid OMX Stockholmsbörsen.

Noteringsavtalet stadgar att ett bolags beslut att förvärva egna aktier skall offentliggöras omedelbart. Offentliggörandet skall innehålla uppgifter om den tid inom ett beslut om förvärv av egna aktier skall verkställas, befintligt innehav av egna aktier, det högsta antal aktier som avses förvärfas, högsta och lägsta pris, syftet med köpet, samt övriga villkor för köpet. Regeln syftar till att aktiemarknaden samtidigt skall få information om ett bolags beslutat att förvärva egna aktier, vilket är oerhört viktigt.⁸⁸ Ett bolags förvärv av egen aktie får under en dag högst uppgå till 25 % av den genomsnittliga dagsomsättningen under de fyra föregående veckorna, som föregått den vecka då förvärvet skett. Större förvärv kan göras genom köp av minst 250 börsposter vid ett och samma tillfälle, s.k. blockaffär.⁸⁹ Bolag får endast lägga order eller genomföra avslut inom det på börsen gällande kursintervallet, intervallet mellan högsta köpkurs och lägsta säljkurs, den s.k. spreaden. Spreaden för ett bolags aktier framgår av löpande information

⁸⁶ Prop. 1999/00:34, s. 68.

⁸⁷ Prop. 1999/00:34, s. 76.

⁸⁸ OMX Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext, Bilaga 1, p. 27.

⁸⁹ OMX Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext, Bilaga 1, p. 28.

från börser. Bolag som återköper aktier skall anmäla alla återköp så snart det kan ske.⁹⁰

5.3 Regler till skydd för bolagets bundna egna kapital

Enligt 17 kap. 1 § p. 2 ABL ses förvärv av egna aktier, som en värdeöverföring. I 17 kap. 2 § stadgas att värdeöverföringar endast får ske enligt bestämmelserna i ABL. Lagstiftaren ansåg att det var en förutsättning att kapitalskyddsreglerna vid förvärv av egna aktier överensstämde med kapitalskyddsreglerna avseende vinstutdelning, för att återköp skulle tillåtas.⁹¹ Förvärv av egna aktier omfattas därmed av borgenärs-skyddsreglerna i 17 kap. 3 §. Det innebär att en värdeöverföring inte får äga rum om det inte efter överföringen finns full täckning för bolagets bundna egna kapital. Bolaget måste således ha tillgångar till ett bokfört värde som motsvarar minst bolagets skulder, avsättningar och bundna egna kapital efter att överföringen ägt rum. Beräkningen skall göras utifrån den senast fastställda balansräkningen. Överföringar kan därför inte ske från förlustbolag och bolag med svag ekonomisk ställning. Detta benämns vanligen beloppsspärren. Syftet med bolagets bundna egna kapital är att det skall finnas en buffert i bolaget till skydd för borgenärerna. Det är således endast bolagets fria egna kapital som kan användas vid förvärv av egna aktier.⁹² De utbetalningar som sker då ett aktiebolag förvärvar egna aktier skall inte föras över resultaträkningen. Avdrag skall i stället ske direkt i eget kapital med ett belopp som motsvarar utgifterna för förvärvet. Om de förvärvade aktierna avyttras skall det egna kapitalet ökas med nettoinkomsten från överlåtelsen.⁹³

Enligt 17 kap. 3 § framgår också att försiktighetsregeln måste beaktas vid förvärv av egna aktier. Försiktighetsprincipen avser att utöka borgenärsskyddet ytterligare. Regeln innebär att trots att en värdeöverföring inte inkräktar på det bundna egna kapitalet får bolaget vidta en värdeöverföring, endast om den framstår som försvarlig med hänsyn till de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet och bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt. Att försiktighetsregeln måste beaktas är en skärpning i den svenska lagstiftningen gentemot de krav som föreskrivs i EG: s andra bolagsdirektiv.⁹⁴

⁹⁰ OMX Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext, Bilaga 1, p. 29.

⁹¹ Prop. 1999/00:34, s. 56.

⁹² Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 19:32.

⁹³ Nerep, Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av nyckelfrågor, s. 243.

⁹⁴ Jämför direktiv 77/91/EEG art. 19.

5.4 Påföljder mot lagstridiga återköp

Aktier som förvärvats på fel sätt i strid mot reglerna om skydd för det egna bundna kapitalet skall avyttras inom sex månader från att aktierna förvärvades, det skall också ske om alltför många aktier förvärvats. Om inte avyttring sker skall aktierna ogiltigförklaras enligt 19 kap. 16 § och aktiekapitalet skall minskas. Minskningen skall göras enligt 20 kap. ABL och minskningsförslaget skall läggas fram på kommande bolagsstämma. Minskningens belopp skall efter att beslutet fattats, överföras till reservfonden.⁹⁵ Avyttringsskyldigheten avser endast de aktier som bolaget inte från början, skulle ha kunnat förvärva. En allmän ogiltighetsregel som den i 19 kap. 4 § hade inte fungerat för noterade bolag, eftersom det inte går att få tusentals affärer med kanske lika många säljare att gå åter.⁹⁶ 19 kap. 16 § innebär således att reglerna i 17 kap. 6-7 §§ om återbäringskyldighet och bristtäckningsansvar vid olovliga värdeöverföringar ej aktualiseras.⁹⁷

Genomförs ett förvärv av ledningen utan bolagsstämmans godkännande eller bemyndigande, agerar den utanför sin behörighet. Ett sådant förvärv är ogiltigt oavsett om förvärvsmetoden per se är tillåten och oavsett säljarens goda tro.⁹⁸ Fattar bolagsstämman ett beslut avseende återköp av aktier och beslutet innebär en otillbörlig fördel åt någon till nackdel för bolaget eller en aktieägare aktualiseras generalklausulen i 7 kap. 47 § och möjlighet till klandertalan ges enligt 7 kap. 50 §. Ett beslut som strider mot likhetsprincipen i 4 kap. 1 § eller mot vinstsyftet kan också angripas med en klandertalan. Skadeståndsreglerna i 29 kap. utökar sanktionssystemet. Enligt 29 kap. kan en organledamot som brutit mot 19 kap. ställas till svars för de förluster som drabbar bolaget, aktieägare eller någon annan. Regelverket med påföljder mot olagliga återköp är krångligt och det tenderar därför att bli ineffektivt. Troligen lär det medföra låsningar om bolagets styrelse förblir passiv och ingen aktieägare reagerar.⁹⁹

5.5 Egna aktiers ställning

För ett bolag som innehar egna aktier föreligger inte de rättigheter som vanligen följer av ett aktieinnehav. Enligt 7 kap. 7 § ABL ger egna aktier ingen rösträtt på bolagsstämman. Egna aktier skall inte inräknas när det för giltigt beslut krävs samtycke av ägare till en viss andel av aktierna. Egna aktier berättigar heller inte till företräde att teckna aktier vid en nyemission. Innehav av egna aktier medför inte heller några ekonomiska rättigheter, som t.ex. utdelning. Bolaget får dock behålla de återköpta aktierna om det så

⁹⁵ af Sandeberg, Aktiebolagsrätten, s. 209.

⁹⁶ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 313.

⁹⁷ Nerep m.fl., Aktiebolagslagen – en lagkommentar, s. 240.

⁹⁸ Nerep, Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av nyckelfrågor, s. 234.

⁹⁹ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 314.

önskar under obegränsad tid.¹⁰⁰ Vid en fondemission har också egna aktier samma ställning som andra aktier. Enligt 4 kap. 4 § ÅRL får inte de förvärvade aktierna tas upp som tillgång i balansräkningen, eftersom bolagets kapital har använts till återköpet och de utdelningsbara medlen har minskat.¹⁰¹ Om ett aktiebolag inte önskar behålla aktierna finns i princip två alternativ. Bolaget kan välja att dra in aktierna i samband med en minskning av aktiekapitalet eller så kan bolaget överlåta aktierna till någon annan, t.ex. som betalning vid ett företagsförvärv.¹⁰²

5.6 Förslag till lösning på problemet med utnyttjade återköpsrätter

Vid återköp utnyttjas ej cirka 5 % av återköpsrätterna, vilket medför ekonomiska förluster för aktieägarna. Då TeliaSonera genomförde sitt stora återköpsprogram 2005 missade t.ex. många aktieägare att utnyttja återköpsrätterna. SARF var kritiska till TeliaSoneras återköpsprogram, eftersom det krävde en aktiv handling från aktieägaren för att aktieägaren inte skulle falla ur programmet.¹⁰³ SARF har argumenterat flitigt för en metod där värdet av ej utnyttjade återköpsrätter kan tillvaratas.¹⁰⁴ Svenska Stålkärlbolaget (SSAB) beslutade på bolagets årsstämma 2007 om en metod där aktieägarna inte behöver gå miste om värdet av ej utnyttjade rätter. Metoden innebär att Handelsbanken utger ersättning till de aktieägarna som inte utnyttjat återköpsrätterna och banken får samtidigt överlåta så många aktier till bolaget som deras rätter räcker till. Den ersättning som banken skall utge för säljrätterna skall motsvara det lägsta av skillnaden mellan det pris till vilken bolaget förvärvat aktier inom ramen för förvärvserbjudandet och det genomsnittspris per aktie som banken betalat vid sitt förvärv, dividerat med aktuell förvärvsrelation i förvärvserbjudandet, med avdrag för kostnader och den ersättning som kan komma att betalas per säljrätt vid försäljning av säljrätterna.¹⁰⁵ Metoden har dock hittills ej använts varken av SSAB eller av något annat börsbolag vad jag vet.

5.7 Överlåtelse av egna aktier

Ett aktiebolag kan överlåta sina egna aktier på en reglerad marknad eller utanför en reglerad marknad i princip i överensstämmelse med de regler som gäller vid nyemission av aktier.¹⁰⁶ Vid en försäljning av egna aktier utanför en reglerad marknad skall således t.ex. aktieägarnas företrädesrätt

¹⁰⁰ Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 2, 2000, s. 195.

¹⁰¹ af Sandeberg, Aktiebolagsrätten, s. 210.

¹⁰² Skog, Rodhes aktiebolagsrätt, s. 107.

¹⁰³ Åsa Wesshagen, ansvarig för bolagsfrågor på SARF.

¹⁰⁴ Gunnar Ek, expert på bolagsfrågor på SARF.

¹⁰⁵ SSAB: s årsstämmoprotokoll, 2007.

¹⁰⁶ Johansson, Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 92.

beaktas. De beslutsregler som gäller vid en riktad nyemission gäller vid försäljning av egna aktier på en reglerad marknad.¹⁰⁷ I propositionen menade lagstiftaren att det faller sig naturligt att liknande regler gäller vid överlåtelse av egna aktier som vid nyemission.¹⁰⁸

5.7.1 Överlåtelse av egna aktier på reglerad marknad

Av 19 kap. 32 § 1 st. ABL framgår att ett noterat publikt aktiebolag får överlåta egna aktier på en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad inom EES, eller utanför EES efter tillstånd av FI. Av förarbetena framgår att de skäl som begränsar rätten att förvärva egna aktier också begränsar rätten att överlåta egna aktier.¹⁰⁹ Ett beslut om överlåtelse av egna aktier enligt 19 kap. 32 § skall enligt 19 kap. 33 § fattas av bolagsstämman. Bolagsstämman kan också bemyndiga styrelsen att fatta ett sådant beslut. Av 19 kap. 33 § 2 st. framgår att ett beslut att överlåta egna aktier är giltigt endast om det har biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde aktierna. Om bolagsstämman skall pröva en fråga om överlåtelse av aktier skall ett förslag till beslut upprättas. Förslaget skall enligt 19 kap. 34 § 2 st. ABL innehålla uppgift om den tid inom vilket det skall verkställas, högsta antal aktier som får överlåtas och det lägsta pris som aktierna får överlåtas för. Överlåtelsen måste genomföras innan nästa ordinarie bolagsstämma. Överlåtelsepriset kan bestämmas inom ett visst intervall t.ex. vid försäljningstillfället gällande börskurs.¹¹⁰

Aktieägarna har rätt till samma information inför ett beslut om överlåtelse av egna aktier, som inför ett beslut om nyemission, enligt 19 kap. 34 § 3 st. som hänvisar till 13 kap. 9 § ABL. Paragrafen anger att förslaget till beslut skall hållas tillgängligt för aktieägarna under minst en vecka före den bolagsstämma där beslutet skall fattas. 13 kap. 9 § anger också att grunderna för emissionskursen skall anges. Om ett bolag avser att överlåta aktier på en reglerad marknad måste bolaget också följa de regler som marknaden har ställt upp.¹¹¹

5.7.2 Överlåtelse av egna aktier utanför en reglerad marknad

Överlåtelse av egna aktier utanför en reglerad marknad aktualiserar väsentligen samma regler som vid nyemission. Det här medför bl.a. att aktieägarnas företrädesrätt att teckna nya aktier gäller som huvudregel.

¹⁰⁷ Andersson, Kapitalskyddet i aktiebolag – en lärobok, s. 36.

¹⁰⁸ Prop. 1999/00:34, s. 61.

¹⁰⁹ Prop. 1999/00:34, s. 62.

¹¹⁰ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 19:63f.

¹¹¹ af Sandeberg, Aktiebolagsrätten, s. 211.

Prissättning av aktierna skall också ske och prospektkraven i LHF skall följas.¹¹² Enligt lagens huvudregel i 19 kap. 35 § ABL gäller att beslut om överlåtelse av egna aktier skall fattas av bolagsstämman, vilket följer av hänvisningen till 11 kap. 2 §. Styrelsen kan dock besluta om överlåtelse av egna aktier under förutsättning att bolagsstämman godkänner det eller med stöd av ett bemyndigande från bolagsstämman, vilket framgår av hänvisningarna till 13 kap. 31, 35 §§. Aktieägarna har som huvudregel företrädesrätt till aktierna i förhållande till sitt aktieinnehav, vid överlåtelser då aktierna skall betalas mot kontant likvid. Det här framgår av hänvisningen till 13 kap. 1 § i 19 kap. 35 §. Bolagsstämman kan dock besluta om undantag från företrädesrätten. Ett sådant beslut kräver att aktieägarna med minst två tredjedelar av såväl de avgivna som de vid stämman företrädde aktierna biträder beslutet. Detta framgår av hänvisningen till 13 kap. 2 §.¹¹³ Om aktierna inte skall betalas mot kontant likvid utan med apportegendom gäller inte aktieägarnas företrädesrätt. Detta framgår av hänvisningen till 13 kap. 1 § 2 st. i 19 kap. 35 §. Ibland använder bolag återköpta aktier som vederlag vid företagsförvärv och får apportegendom (aktier i målbolaget) i utbyte.

Av hänvisningen till 13 kap. 13 § i 19 kap. 35 § framgår att teckning av aktier skall ske på en teckningslista som innehåller beslutet om överlåtelse, teckning innebär en anmälan om antagande av ett erbjudande om att förvärva aktier från bolaget. I avstämningsbolag finns det möjlighet att besluta att teckning av aktier i stället skall ske genom erläggande av likvid. Av 19 kap. 35 § 2p framgår att 16 kap. (Leolagen) om kontantemissioner till vissa subjekt också skall tillämpas vid överlåtelser av egna aktier. Av kapitlet framgår att bolagsstämman alltid skall ha det avgörande inflytandet vid överlåtelse av egna aktier, som skall riktas till bl.a. personer i företagsledningen. För att bolagsstämmans beslut skall vara giltigt så krävs det att beslutet har biträtts av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna, 16 kap. 8 §.

Av 19 kap. 36 § framgår att i sådana fall som anges i 35 § skall i förslaget till beslut bl.a. följande anges: Det högsta antal aktier som skall överlåtas, den företrädesrätt att förvärva aktier som tillkommer aktieägare eller annan och det belopp som skall betalas för en aktie. Ett beslut om överlåtelse enligt 19 kap. 35 § behöver inte verkställas inom viss tid. I vissa fall kan det vara befogat att låta verkställandet vila ett tag, t.ex. om bolaget vill ställa ut personaloptioner.¹¹⁴ Enligt 5 kap. 14 § 2 st. ÅRL framgår att fritt eget kapital skall ökas med intäkten från överlåtelsen av de egna aktierna.

¹¹² af Sandeberg, Aktiebolagsrätten, s. 211.

¹¹³ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 19:67f.

¹¹⁴ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 19:69ff.

6 Regleringen av inlösen

Minskning av aktiekapitalet regleras i 20 kap. ABL. Kapitlet är tämligen svårt att överblicka. Proceduren vid minskning av aktiekapitalet är vanligen, styrelseförslag, stämmobeslut och registrering. Enligt 20 kap. 1 § får minskning av aktiekapitalet ske i tre fall: förlusttäckning, avsättning till fri fond och återbetalning till aktieägarna. Den här uppsatsen kommer endast att behandla minskning av aktiekapitalet genom återbetalning till aktieägarna. En sådan minskning utgör enligt 17 kap. 1 § en värdeöverföring. Därför måste kapitaltäcknings- och försiktighetsreglerna i 17 kap. 3-4 §§ beaktas. Bolagets bundna egna kapital skall efter minskningen av aktiekapitalet vara helt täckt. Enligt 20 kap. 2 § kan ett bolag genomföra en minskning av aktiekapitalet med eller utan indragning av aktier.

Dras aktierna in innebär det att aktierna makuleras och bolaget har således efter minskningen ett färre antal utestående aktier. Väljer bolaget att inte dra in aktier vid en minskning av aktiekapitalet, minskas i stället aktiernas kvotvärde. Då större bolag väljer att minska sitt aktiekapital använder de vanligen inlösenrätter. Det fungerar på så vis att aktieägarna tilldelas inlösenrätter i förhållande till hur många aktier de har i bolaget sedan tidigare, t.ex. så kan tio inlösenrätter berättiga aktieägaren att lösa in en aktie till ett förutbestämt pris. Ibland avskiljs inlösenrätterna före det att inlösen sker och då förekommer det vanligen handel med rätterna. Aktieägaren får då möjlighet att välja att överlåta inlösenrätterna eller delta i inlösenförfarandet. En inlösenrätt blir dock värdelös om aktieägaren inte avyttrar den eller väljer att delta i inlösenförfarandet.¹¹⁵

6.1 Beslutsregler

Bolagsstämman fattar beslut om minskning av aktiekapitalet, beslutet är giltigt om det har biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädade vid stämman, enligt 20 kap. 3, 5 §§ ABL. Kvalificerad majoritet krävs därför att risken för särbehandling skall undvikas. Om ett beslut får otillbörliga effekter, kan det klandras enligt 7 kap. 47, 50 §§.¹¹⁶

Om bolagsstämman skall pröva en fråga om minskning av aktiekapitalet, skall styrelsen upprätta ett förslag. Förslaget skall ange minskningsändamålet, lägsta eller högsta belopp för minskningen och om minskningen skall genomföras med eller utan indragning av aktier, enligt 20 kap. 6-7 §§. I 20 kap. 8 § anges att om minskningen innebär att kapital skall utbetalas till aktieägarna skall styrelsen yttra sig över huruvida åtgärden är försvarlig med hänsyn till försiktighetsprincipen. Enligt 20 kap. 9 § skall ett förslag om

¹¹⁵ af Sandeberg, Aktiebolagsrätten, s. 217.

¹¹⁶ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 129.

aktieindragning genom inlösen innehålla uppgifter om den rätt att få aktier inlösta som en aktieägare har, den tid inom vilken anmälan för inlösen skall göras, det belopp som skall betalas för varje aktie som inlöses och den tid inom vilken de inlösta aktierna skall betalas. För avstämningsbolag skall förslaget också ange vilken dag som skall vara avstämningsdag eller bemyndigande för styrelsen att fastställa avstämningsdagen, 20 kap. 10 §.

Enligt 20 kap. 19 § skall styrelsen inom fyra månader från beslutet om minskning av aktiekapitalet anmäla beslutet för registrering i aktiebolagsregistret. Om aktier skall lösas in får bolaget inte verkställa minskningsbeslutet utan tillstånd av Bolagsverket eller i tvistiga fall allmän domstol. Tillstånd behövs dock inte om bolaget samtidigt vidtar åtgärder som medför att varken bolagets bundna egna kapital eller dess aktiekapital minskar, enligt 20 kap. 23 §. Anledningen till regeln är att bolag med stark ekonomi skall kunna genomföra en enklare minskning av aktiekapitalet. Åtgärderna kan bestå av en riktad nyemission eller fondemission av aktier. Fondemissionen kan genomföras genom en överföring från en fri fond eller en uppskrivning av anläggningstillgångar.¹¹⁷ I praktiken är det inte ovanligt att bolagen undviker tillståndsförfarandet genom en nyemission av aktier förenade med inlösenförbehåll.¹¹⁸ Åtgärderna behöver inte beslutas på samma bolagsstämma som beslutar om inlösen, det är tillräckligt att åtgärden vidtas innan minskning av aktiekapitalet anmäls för registrering.¹¹⁹

I 20 kap. 24 § stadgas att bolaget skriftligen skall underrätta sina borgenärer om minskningsbeslutet om tillstånd krävs enligt 23 § och att borgenärerna har rätt att motsätta sig att beslutet verkställs. Dock behöver borgenärerna ej underrättas om revisorerna funnit att minskningen ej medför någon fara för borgenärerna. Tanken med aktiekapitalet är som bekant att skydda borgenärerna och då är det rimligt att borgenärerna skall ge sitt samtycke om en minskning skall ske. Det kan aldrig vara acceptabelt att aktieägarna lämnar ett krisbolag genom att minska aktiekapitalet, som en sista utväg. Bolaget skall ansöka hos Bolagsverket om tillstånd att verkställa minskningsbeslutet. Bolagsverket skall ge tillstånd till att verkställa minskningsbeslutet om inte någon av borgenärerna motsätter sig det, 20 kap. 25-26 §§. Då 1975 års ABL var gällande förekom det att bolag kringgick det då gällande kravet på rättens tillstånd genom en nyemission till överkurs och att bolaget samtidigt omvandlade överkursen genom en fondemission till aktiekapital.¹²⁰

6.2 Betydelsen av lösenklausul

Enligt 20 kap. 1 § 2 st. ABL kan en minskning också ske p.g.a. förbehåll i bolagsordningen, i sådana fall aktualiseras 20 kap. 31-34 §§. Då inlösen

¹¹⁷ Nerep m.fl., Aktiebolagslagen – en lagkommentar, s. 374.

¹¹⁸ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 20:37.

¹¹⁹ Nerep m.fl., Aktiebolagslagen – en lagkommentar, s. 374.

¹²⁰ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 20:37.

grundas på en klausul i bolagsordningen förenklar det inlösenförfarandet avsevärt. Förbehållet kan formuleras på så sätt att det i vissa fall kan vara tillräckligt med ett styrelsebeslut om minskning och registrering hos Bolagsverket.¹²¹ Av 20 kap. 31 § framgår att i aktiebolag där aktiekapitalet kan bestämmas till ett lägre eller högre belopp utan ändring av bolagsordningen, kan det tas in inlösenförbehåll i bolagsordningen om att aktiekapitalet kan minskas genom inlösen av aktier. Förbehållet får dock inte utformas på så vis att aktiekapitalet kan minskas under minimikapitalet. Inlösenförbehållet skall ange ordningen för inlösen, inlösenbeloppet och grunderna för dess beräkning. Om någon av frågorna ej reglerats enligt 31 § krävs stämmobeslut enligt 20 kap. 32 §. Enkel majoritet skall tillämpas vid bolagsstämmans beslut om minskning av aktiekapitalet enligt inlösenförbehåll. Om bolagsstämman vill ändra i bolagsordningen för att införa ett inlösenförbehåll gäller kvalificerad beslutsmajoritet enligt 7 kap. 42 §. Ett inlösenförbehåll får inte införas så att det ges retroaktiv effekt på så vis att det avser redan tecknade aktier.¹²² Av 20 kap. 33 § framgår att tillstånd till minskning av aktiekapitalet inte behövs om minskningen genomförs genom inlösen med ett belopp som ryms inom fritt kapital och reservfondens bundna kapital samtidigt ökas med ett lika stort belopp.

6.3 Inlösen över och under kvotvärdet

Vid inlösen minskas aktiekapitalet med summan av de indragna aktiernas kvotvärde. Inlösenlikviden kan dock vara både större och mindre än kvotvärdet. I förarbetena anses det underförstått att inlösenlikviden kan överstiga kvotvärdet.¹²³ Är inlösenlikviden större än kvotvärdet aktualiseras dock bestämmelserna avseende värdeöverföring.¹²⁴ Enligt ordalydelsen i 20 kap. 1 § ABL inryms dock inte en minskning överstigande de indragna aktiernas kvotvärde. Om en dylik minskning skall åstadkommas krävs således enligt 20 kap. 9 § 3p, att bolagsstämman fattar ett särskilt beslut om inlösen till ett högre belopp än minskningen av aktiekapitalet. Detta beslut skall vara skilt ifrån beslutet om minskning av aktiekapitalet. Ett krav är dock att det bundna egna kapitalet skall vara täckt även efter minskningen, överlikviden skall således avse fria medel.¹²⁵

6.4 Regler till skydd för bolagets bundna egna kapital

Enligt 17 kap. 1 § p. 3 ABL anses minskning av aktiekapitalet för återbetalning till aktieägarna, som en värdeöverföring. I 17 kap. 2 § stadgas

¹²¹ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 128.

¹²² Prop. 2004/05:85, s. 800.

¹²³ SOU 1971:15, s. 198.

¹²⁴ Lindskog, Aktiebolagslagen, s. 25f.

¹²⁵ Nerep m.fl., Aktiebolagslagen – en lagkommentar, s. 353f.

att värdeöverföringar endast får ske enligt bestämmelserna i ABL. Minskning av aktiekapitalet genom inlösen omfattas därmed av borgenärsskyddsreglerna i 17 kap. 3 §. Detta innebär att en värdeöverföring inte får äga rum om det inte efter överföringen finns full täckning för bolagets bundna egna kapital. Det är således endast bolagets fria egna kapital som kan användas vid inlösen.¹²⁶ Enligt 17 kap. 3 § framgår också att försiktighetsregeln måste beaktas. Om en värdeöverföring skett i strid med reglerna i ABL så skall en aktieägare återbära det bolaget utbetalat om bolaget visar att aktieägaren insåg eller bort inse att värdeöverföringen stod i strid med ABL. Detta framgår av 17 kap. 6 §. Av 17 kap. 7 § framgår att de som medverkat till beslutet eller verkställandet av beslutet är ansvariga att täcka den eventuella brist som uppkommer vid återbäring enligt 6 §. Om ett rättsstridigt stämmobeslut fattats avseende en värdeöverföring kan det klandras enligt 7 kap. 50 §.¹²⁷

¹²⁶ Andersson m.fl., Aktiebolagslagen – En kommentar, s. 20:14.

¹²⁷ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s. 131.

7 Vilka faktorer styr valet mellan återköp och inlösen

När ett bolag återköper aktier uppkommer frågan vad det skall göra med aktierna, dra in dem och minska aktiekapitalet, lägga dem på lager eller sälja dem vidare. Vid inlösen däremot makuleras aktierna och aktiekapitalet minskas. För att ett bolag skall få genomföra ett inlösenprogram krävs dock Bolagsverkets godkännande. Uppkommer det senare behov att öka aktiekapitalet får bolaget göra det genom en nyemission.

7.1 Återköp eller inlösen av egna aktier?

Om ett bolag väljer att återköpa eller inlösa aktier får betydelse för dess kapitalstruktur. Jag tänkte illustrera skillnaden i ett exempel: Ett bolag har en balansomslutning på 2 Mkr. Fritt eget kapital uppgår till 1 Mkr. Bolaget har utgivit 10 000 aktier, kvotvärdet är 100 kr och börskursen är 200 kr. Bolaget inlöser var tionde aktie till 240 kr. Bolagets tillgångar minskar med utbetalt belopp 240 tkr. Aktiekapitalet nedsätts samtidigt med aktiernas kvotvärde 100 tkr. Inlösenförfarandet förbrukar således 140 tkr av bolagets fria egna kapital. Om bolaget i stället genomför ett återköpsprogram där var tionde aktie återköps minskar tillgångar på samma sätt, men skillnaden är att det fria egna kapitalet minskar med 240 tkr och aktiekapitalet förblir oförändrat.

För den enskilde aktieägarens ekonomiska situation är effekterna likartade av inlösen och återköp. Aktieägaren erbjuds vid båda typerna att sälja aktier mot en ekonomisk kompensation. Kompensationen överstiger vanligen den rådande börskursen vid inlösen och vid återköp som sker genom återköpserbjudande. Vid återköp över börsen sker återköpen dock inom det då rådande kursintervallet. Ur en skattemässig aspekt skiljer sig dock inlösen och återköp sig åt avseende hur de olika typerna skall deklarerar, vilket jag behandlar nedan. Om ett bolag som har återköpt aktier beslutar att det skall dra in aktierna krävs ett relativt omfattande förfarande, som jag tidigare har beskrivit så krävs att borgenärerna tillfrågas avseende minskningen av aktiekapitalet och det förfarandet kan ta ungefär ett halvt år. Makuleringsförfarandet kan dock tidsmässigt förkortas om beslut tas om att öka aktiekapitalet, med ett lika stort belopp som det minskats med.

7.2 Hur mycket kapital har använts till återköp och inlösen?

Tabell 7.1 Sammanställning över hur mycket kapital som har använts till återköp och inlösen mellan 2000-2007

Återköp och inlösen av egna aktier fördelade per år i Mkr:			
År	Återköp Mkr	Inlösen Mkr	Summa Mkr
2000	15 679	7 686	23 365
2001	31 288	0	31 288
2002	18 654	1 458	20 112
2003	17 798	1 718	19 516
2004	38 442	7 226	45 668
2005	43 242	36 731	79 973
2006	45 679	7 663	53 342
2007	40 178	65 969	106 147
Summa:	250 960	128 451	379 411

Tabellen innehåller statistik från det att förvärv av egna aktier tilläts 2000. Återköpsvolymen har ökat de senaste åren, men den minskade dock något ifjol. Statistiken från år 2000-2005 har Gunnar Ek expert på bolagsfrågor på SARF varit behjälplig med. Återköpsstatistiken från åren 2006-2007 kommer från OMX Stockholmsbörsen.¹²⁸ OMX för statistik över hur många återköp som företas varje dag, då börsen är öppen. Från Skatteverkets informationsbroschyr om försäljning av aktier har jag för 2006-2007 tagit reda på vilka bolag som inlöst aktier. Därefter har jag gått igenom informationsbroschyerna som bolagen har utgivit inför inlösenprogrammen. Avseende återköpsstatistiken är det viktigt att notera att Astra Zeneca har genomfört mycket stora återköpsprogram. Bolaget har återköpt aktier för 25 700 Mkr 2006 och 25 900 Mkr 2007. Något annat som är intressant att notera är att antalet genomförda inlösenprogram var betydligt fler 2007 än 2006. Åsa Wesshagen på SARF menade att det beror bl.a. på att SARF argumenterade under 2006 på de bolags årsstämmor som genomförde återköp på börsen, att bolagen i stället borde genomföra inlösenprogram, som kommer alla aktieägare till gagn.

¹²⁸ <http://www.omxnordicexchange.com/forbolagochemittenter/surveillance/surveillancesto ckholm/aterkopavaktier/>, 28 april, 2008, 15.37.

7.3 Undersökning avseende återköp och inlösen av egna aktier

För att utröna varför bolagen väljer att återköpa respektive inlösa aktier har jag varit i kontakt med tolv bolag, som antingen använder sig av återköp eller inlösen eller båda formerna. Åtta bolag valde att svara på mina frågor. De frågor jag ställde till bolagen var: Varför väljer ni att återköpa, respektive inlösa aktier? Av vilken anledning väljer ni återköp framför inlösen eller varför genomför ni båda förfarandena?

Ingrid Andersson på Atlas Copco menade att bolaget återköper och inlöser aktier därför att det har en hög lönsamhet, med ett relativt starkt och stabilt kassaflöde. Hon menade att bolaget genom de här transaktionerna vill visa att bolaget inte vill sitta med ett stort kapital, som kanske kan behövas någon gång i framtiden. Hon ansåg att det är mer effektivt att aktieägarna själva avgör hur kapitalet skall placeras. Atlas Copco har använt sig av inlösenprogram 2005 och 2007. De föregicks av försäljningar av två större verksamheter, försäljningarna genererade stora kassaflöden och en engångsjustering av kapitalstrukturen ansågs därför befogad. Atlas Copco har också genomfört återköpsprogram, Andersson menade att återköp via börsen är flexibelt och kan ske allt eftersom, efter att en bedömning av lönsamhet, förvärvsmöjligheter och kassaflöde gjorts.¹²⁹

Per Hillström på Scania förklarade att bolaget har valt ett inlösenprogram för extra utdelning under 2007 och 2008. Han menade att det är de skattemässiga fördelarna som avgör varför bolaget väljer att genomföra ett inlösenprogram i stället för att betala ut extra utdelning. Scantias utländska aktieägare anser att det är fördelaktigt, eftersom de kan avyttra inlösenaktierna över börsen. Scania har inte återköpt aktier på börsen, eftersom det kan leda till att storägarna i bolaget tvingas lägga ett offentligt bud på bolaget, om återköpen förändrar ägarbilden. Hillström framhåller också att återköp kan leda till sämre likviditet i aktien, eftersom färre aktier finns att handla med på börsen.¹³⁰

Jan Lissåker på Sandvik menade att motivet till bolagets inlösenprogram 2007 var att förändra kapitalstrukturen. Han framhöll dock att ett sekundärt motiv var att öka aktieägarvärdet. Sandvik valde den allt vanligare metoden med automatiskt split, eftersom den är gynnsam för flertalet aktieägare.¹³¹ Johan Risberg på fastighetsbolaget Kungsleden förklarade att bolaget har valt att använda sig av inlösenprogram för att justera kapitalstrukturen. Risberg menade att det torde vara den enda orsaken till att göra inlösen. Kungsleden genomförde inlösen i stället för återköp därför att återköp är begränsat i storlek, samt att inlösen är effektivare än utdelning.¹³²

¹²⁹ Ingrid Andersson, chef för investerarerelationer på Atlas Copco, 27 mars, 2008.

¹³⁰ Per Hillström, ansvarig för investerarerelationer på Scania, 27 mars, 2008.

¹³¹ Jan Lissåker, ansvarig för investerarerelationer på Sandvik, 28 mars, 2008.

¹³² Johan Risberg, ansvarig för investerarerelationer på Kungsleden, 31 mars, 2008.

Eva Kaijser på Boliden förklarade att bolaget har en policy att dela ut cirka en tredjedel av årets resultat. Av den anledningen valde bolaget att dela ut 4 kr/aktie 2007. Utöver den ordinarie utdelningen valde bolaget att genomföra ett inlösenprogram, därför att bolagets balansräkning var stark och konjunkturen såg ljus ut. Varje aktie gav rätt till en inlösenaktie på 12 kr. Orsaken till att bolaget inte bara ökade den ordinarie utdelningen var bl.a. att bolaget inte ville förändra utdelningspolicyn och att ett inlösenprogram är fördelaktigt ur skattesynpunkt. Boliden genomförde också ett återköpsprogram på börsen under 2007 för att justera kapitalstrukturen mot bakgrund av rådande kassaflöden och investeringsbehov. Kaijser berättade att Boliden avser att de förvärvade aktierna skall dras in efter beslut på kommande bolagsstämma.¹³³ Steve Brown på Astra Zeneca menade att återköp är det sätt som är att föredra ur skattesynpunkt, då kapital skall föras tillbaka till aktieägarna. Astra Zeneca har under de senaste åren varit det bolag som återköpt absolut mest aktier på OMX Stockholmsbörsen. Under 2006 återköpte bolaget drygt 70 miljoner aktier.¹³⁴

Marita Björk på kullagertillverkaren SKF menade att bolag som inlöser eller återköper aktier eller lämnar extra utdelning gör det för att förändra kapitalstrukturen på något vis. Björk hävdade att bolaget använder sig av inlösen, eftersom det är fördelaktigt ur skattesynpunkt för flertalet ägare. Hon ansåg att SKF:s intjäningsförmåga är så stark att bolaget klarar av att både göra förvärv, investera i verksamheten, samt att genomföra ett inlösenprogram under 2008. SKF har hittills inte återköpt aktier, men bolaget har lagt fram ett förslag till bolagsstämman 2008 där bolaget vill få tillstånd till återköp. Bolaget vill ha en möjlighet att köpa tillbaka aktier eftersom det ger bolaget ett flexibelt verktyg för att "sköta balansräkningen".¹³⁵ Anders Christensson förklarade att Volvo har använt sig av återköp och inlösen för att förändra kapitalstrukturen. Bolaget anförde som skäl för återköp att det var ett enkelt och billigt sätt för bolaget att utskifta likvider. För inlösen anfördes som skäl att det var skatteeffektivt för både svenska och utländska ägare.¹³⁶

Respondenterna menade att inlösen vanligtvis inte är ett alternativ till återköp av egna aktier över börsen. Inlösen används vanligen vid ovanligt stora kassaflöden till följd av att ett bolag t.ex. avyttrat någon verksamhet. Den främsta orsaken till både återköp och inlösen är dock att bolagen vill förändra kapitalstrukturen, vilket vanligtvis innebär att bolagen vill öka belåningsgraden. Det framkom också att det är vanligt att bolagen först återköper och sedan drar in aktierna efter beslut på årsstämman. Bolagen menade att återköp över börsen är enklare och flexiblere än inlösen, eftersom bolagen inte på förhand bestämmer hur mycket kapital som skall utskiftas. Vanligtvis bemyndigar årsstämman styrelsen att besluta om återköp av aktier och därefter väljer styrelsen hur många aktier den vill

¹³³ Eva Kaijser, ansvarig för investerarrelationer på Boliden, 31 mars, 2008.

¹³⁴ Wallenstam börsens flitigaste återköpare, DI, 28 dec., 2006.

¹³⁵ Marita Björk, Head of Investor Relations på SKF, 14 april, 2008.

¹³⁶ Anders Christensson, ansvarig för investerarrelationer på Volvo, 17 april, 2008.

återköpa inom bemyndigandet. Respondenterna hävdade också att återköp i förhållande till inlösen är mindre tidskrävande. Min teori är också att bolagen föredrar återköp över börsen, eftersom det är billigare än att betala affärsjurister som skall sätta samman ett inlösenprogram. Något som ibland framkommer tydligt och ibland mindre tydligt är att beslut om återköp och inlösen innehåller såväl överväganden av skatterättslig och maktrelaterad natur.

8 Skatteeffekter vid återköp och inlösen

8.1 Effekter för svenska aktieägare

Ett noterat aktiebolag kan som jag har behandlat tidigare i uppsatsen förvärva egna aktier med hjälp av två metoder, antingen genom ett återköpserbjudande eller direkt på aktiemarknaden. Om förvärv av egen aktie sker på aktiemarknaden så vet inte bolaget vem som säljer och avslutet sker till aktuell kurs. I så fall gäller inga speciella skatteregler utan aktieägaren får betala kapitalvinstskatt på realisationsvinsten, vilken är skillnaden mellan anskaffningspris och försäljningspris, reducerat med eventuella omkostnader och utgifter. Den skattemässiga behandlingen ser dock annorlunda ut då bolaget erbjuder aktieägarna att avyttra eller inlösa aktier i förhållande till sitt innehav.

Enligt 42 kap. 1 § IL så skall mottagaren av en aktieutdelning kapitalvinstbeskatta hela beloppet. Skatten på kapitalvinster är på 30 %, 65 kap. 7 § IL. Återförs motsvarande belopp istället genom återköp eller inlösen av aktier, beskattas endast det belopp som är en realisationsvinst enligt 41 kap. 2 § och 44 kap. 13 § IL. Ett återköp eller en inlösen anses som en skattepliktig avyttring och inlösenpriset utgör aktiens försäljningspris. Realisationsvinsten kan också kvittas mot en eventuell realisationsförlust, vilket inte utdelning kan enligt 44 kap. 26 § IL. Uppkommer underskott i inkomstslaget kapital medges också reduktion av skatten på t.ex. inkomst av tjänst enligt 65 kap. 9-12 §§ IL. Ur skattesynpunkt är det således mer fördelaktigt med inlösen och återköp än t.ex. utdelning, eftersom skattesatsen ofta blir lägre. För de aktieägarna med ett mindre aktieinnehav är återköp och aktieinlösen dock oftast av liten ekonomisk betydelse. Den konkreta följden är vanligtvis besvär med att räkna ut kapitalvinsten på några kronors vinst vid deklarationen.¹³⁷

När ett bolag väljer att förvärva egna aktier via ett offentligt erbjudande erhåller varje aktieägare normalt en s.k. återköpsrätt för varje aktie som den innehar. Om t.ex. 10 stycken återköpsrätter berättigar aktieägaren att sälja 1 aktie för 100 kr så har aktieägaren två alternativ. Antingen kan ägaren sälja alla eller delar av återköpsrätterna på aktiemarknaden eller så kan ägaren använda 10 stycken återköpsrätter för varje aktie som ägaren vill avyttra till bolaget och erhålla 100 kr/aktie. När ett återköp riktas till samtliga aktieägare är som jag tidigare har nämnt återköpspriset oftast förenat med en premie. Detta medför att återköpsrätterna får ett värde på aktiemarknaden. På aktiemarknaden går det därför att köpa och sälja återköpsrätter. Affärerna deklarerar som vanliga aktieaffärer enligt 48 kap. 2 § IL.

¹³⁷ Edlund, Finansiell fetma bakom inlösentrenden, Aktiespararen, nr. 5, 1997, s. 36.

Den 1 januari 2006 ändrades reglerna på så vis att det skattemässiga anskaffningsvärdet på återköps- och inlösenrätter numera är noll kronor, vilket anges i 48 kap. 13 § IL. Aktieägaren beskattas således inte för tilldelningen av säljrätterna, men avyttrar aktieägaren rätterna så beskattas hela likviden som vinst. Således får inte heller schablonregeln användas vid beräkning av anskaffningsutgiften enligt 48 kap. 15 § IL. Huvudorsaken till att reglerna ändrades 2006 var TeliaSoneras återköpsprogram 2005. Skatteverket uppmärksammade att flertalet aktieägare inte att valde att sälja sina aktier utan i stället sålde återköpsrätterna. Detta skulle medföra svåra beskattningseksekvenser för de aktieägare som sålde sina återköpsrätter. Lagstiftaren antog att antalet återköps- och inlösenprogram skulle öka i omfattning och ansåg därför att det fanns anledning att förenkla förfarandet.¹³⁸

Rättsfallet RÅ 1997 ref. 43 medförde att anskaffningsutgiften för de ursprungliga aktierna skall fördelas mellan inlösenaktierna och de kvarvarande aktierna. Fördelningen skall göras med utgångspunkt från marknadsvärdet på aktien vid avskiljandet av inlösenaktierna. För varje bolag som väljer att lösa in aktier ger Skatteverket ut allmänna råd. Dessa råd visar hur stor del av anskaffningsutgiften som skall föras över från varje aktie till inlösenaktierna. I vissa fall betalas inlösenlikviden ut i form av andra värdepapper och inte genom likvida medel. I sådana fall är inlösenlikviden detsamma som marknadsvärdet på värdepappren.

Jag tänkte nu beskriva de skattemässiga konsekvenserna av ett återköp för en aktieägare: Om vi antar att anskaffningsvärdet för de ovan nämnda aktierna är 60 kr/aktie och aktieägaren har 100 aktier och aktiekursen står i 85 kr under pågående återköp. Aktieägaren avyttrar nu sina 100 återköpsrätter genom en bank till kursen 3 kr och erhåller totalt 300 kr. Kapitalvinsten blir således $100 \cdot 3 - 100 \cdot 0 = 300$ kr. Hela likviden är kapitalvinst eftersom rätterna har ett skattemässigt anskaffningsvärde på 0 kr. Om aktieägaren i stället lämnar in 10 stycken aktier och de 100 återköpsrätterna så skall aktieägaren totalt erhålla $10 \cdot 100 = 1000$ kr. Kapitalvinsten blir i det här fallet skillnaden mellan ersättningen för de återköpta aktierna och anskaffningsvärdet för aktierna, $10 \cdot 100 - 10 \cdot 60 - 100 \cdot 0 = 400$ kr. Aktieägaren kan också välja att utnyttja några återköpsrätter och sälja resterande rätter, eller att köpa ännu fler rätter. Det här kan vara ett lämpligt förfarande om aktieägaren har ett ojämnt innehav i förhållande till aktuell återköpsratio. Aktieägaren köper då till de återköpsrätter som fattas för att få möjlighet att avyttra ett jämt antal aktier.

När bolagen löser in aktier använder de vanligen metoden med split och obligatorisk inlösen av en inlösenaktie. Jag tänkte nu beskriva hur den metoden fungerar: Vi antar att bolagsstämman i bolaget X fattade beslut den 30 april 2008 om ett automatisk inlösenförfarande enligt vilket varje aktie delas i två aktier (aktiesplit 2:1) varav en aktie kommer lösas in mot 5 kr. En

¹³⁸ Prop. 2005/06:39, s. 41.

aktieägare som har 100 aktier i bolaget erhåller då 100 inlösenaktier som automatiskt löses in mot 5 kr vilket innebär att aktieägaren erhåller 500 kr. Hela det här beloppet anses dock inte som kapitalvinst, eftersom en del av anskaffningsvärdet på moderaktien skall föras över till inlösenaktien. När aktieägaren skall deklarerar de inlösta aktierna i sin deklaration får aktieägaren titta i Skatteverkets allmänna råd för att ta reda på hur stor del av anskaffningsutgiften, som skall föras över från varje aktie till inlösenaktierna. I det här exemplet belöper 6,3 % på inlösenaktien och 93,7 % på moderaktien. Om vi antar att aktieägarens anskaffningskostnad är 50 kr per aktie innebär det att 3,15 kr skall föras över till inlösenaktien. Detta innebär att aktieägarens kapitalvinst blir $500 - 315 = 185$ kr.

8.2 Varför återköp är mer skatteeffektivt än utdelning

Ovan redogjorde jag för att aktieägaren erhåller 1000 kr från bolaget genom återköpet och att aktieägaren gör en kapitalvinst på 400 kr. Kapitalvinstskatten är på 30 % och detta leder till att aktieägaren får betala 120 kr i skatt. Aktieägaren erhåller således 880 kr netto och skattebelastningen är i det här exemplet 12 % på det erhållna beloppet. Om bolaget i stället betalar ut ett lika stort belopp genom en utdelning kommer aktieägaren att få betala 30 % (300kr) i skatt. I båda de angivna fallen betalar bolaget ut 1000 kr, men aktieägarens netto blir vid återköp 880 kr och vid utdelning 700 kr. Aktieägaren får en skattebelastning som är 180 kr lägre vid återköp än vid utdelning, dock har aktieägarens aktieantal minskat med 10 % vid återköpet. Återköp av aktier ger initialt staten lägre skatteintäkter, aktiekursen skall dock teoretiskt öka efter återköpet. Detta medför att de realiserade vinsterna framlänges blir högre, vilket också innebär att skatteintäkterna ökar.

8.3 Effekter för utländska aktieägare

För aktieägare som inte är skatterättsligt hemmahörande i Sverige aktualiseras KupL i skattehänseende då ett aktiebolag löser in eller återköper aktier genom ett erbjudande. I 1-4 §§ KupL anges att kupongskatt är en statlig källskatt som uttages på utdelningar på aktier i svenska aktiebolag. I de fall då utdelningarna utbetalas till personer som icke har Sverige som sin skatterättsliga hemvist. Kupongskatten är på 30 % av utdelningen, enligt 5 § KupL. Svensk kupongskatt utgår oftast då ett svenskt bolag löser in eller återköper aktier, eftersom det anses som utdelning. Kupongskatt uttas då på hela likviden, men aktieägaren har rätt att få tillbaka innehållen kupongskatt till den del skatten belöper på aktieägarens anskaffningskostnad för aktierna, sedan den 1 januari 2005. Om i stället inlösen- eller återköpsrätterna säljs utgår ingen kupongskatt.¹³⁹

¹³⁹ Aktiespararnas Deklarationsspecial, 2008, s. 11f.

Regeringen föreslog 1999 i en proposition att både förvärv av egna aktier och inlösen skulle belastas med kupongskatt. Sedan tidigare hade kupongskatt utgått vid inlösen.¹⁴⁰ Rutberg och Skog kritiserade regeringens förslag och framhöll olämpligheten av att inte bara behålla kupongskatt på inlösen av aktier utan också införa en likartad och svårhanterlig kupongskatt vid återköp. De menade att reglerna i praktiken innebar stoppregler för utländska ägare.¹⁴¹ Kupongskatteuttaget diskriminerade utländska ägare i förhållande till svenska aktieägare, eftersom utländska ägare inte fick avdrag för anskaffningskostnaden för aktien. Utländska ägare belastades således med kupongskatt på 30 % på hela det utbetalda beloppet.

Regeringen gjorde en kovändning 2004 och föreslog att aktieägare som mottagit utbetalning p.g.a. inlösen av aktier eller p.g.a. återköp genom ett förvärvserbjudande har rätt till återbetalning av innehållen kupongskatt till den del skatten belöper på aktiens anskaffningskostnad.¹⁴² Bestämmelserna har tillämpats på utbetalningar som skett fr.o.m. 1 januari 2005, vilket anges i SFS 2005:348 om ändring i KupL. Regeringen konstaterade att KupL: s reglering inte var förenlig med gemenskapsrätten.¹⁴³ Regeringen framlade förslaget om ändring i KupL efter att kammarrätten i Sundsvall begärt ett förhandsavgörande hos EG-domstolen i mål C-265/04, avseende kupongskatteuttaget vid inlösen. Fallet avsåg inlösen av aktier som investmentbolaget Ratos gjort 1998 från B som var bosatt i Frankrike. Vid utbetalningen drogs skatt med 15 % på beloppet. EG-domstolen menade att KupL leder till att kapitaltransaktioner över gränserna försvåras och att investerare som inte bor i medlemsstaten avhålls från att köpa aktier i bolag i medlemsstaten. EG-domstolen kom fram till att KupL inte var förenlig med art. 56 i EG-fördraget, avseende fri rörlighet för kapital.

8.4 Aktieägarnas syn på återköp och inlösen

Skatteverket hävdar att 54 % av alla aktieaffärer deklarerar felaktigt.¹⁴⁴ En trolig anledning till den här höga siffran är att aktieägare generellt sett har svårt att deklarerar inlösenaktier korrekt. Det har blivit relativt vanligt de senaste åren att bolagen använder inlösenaktier som ett komplement till utdelning, eftersom det är skattemässigt fördelaktigt visavi utdelning. En nackdel med ett inlösenförfarande är dock att det behandlas som en avyttring. Detta medför att även om aktieägaren inte sålt några aktier under året skall inlösenaktien deklarerar som en avyttring. Aktieägaren måste

¹⁴⁰ Prop. 1999/00:38, s. 33f.

¹⁴¹ Rutberg och Skog, Aktiebolags förvärv av egna aktier- bolags- och skatterättsliga regler, SvSkT, nr. 1, 2000, s. 23f.

¹⁴² Prop. 2004/05:146, s. 2.

¹⁴³ Prop. 2004/05:146, s. 10.

¹⁴⁴ <http://www.skatteverket.se/nyheterpressrum/pressrum/deklarationsseminarium2008/statistik.4.3a7aab801183dd6bfd380005775.html>, 3 april, 2008, 18.45.

också beakta den procentuella fördelningen på ingångsvärdet mellan den inlösta aktien och den kvarvarande. Har aktier köpts vid olika tidpunkter under en längre period blir det också fråga om en tämligen intrikat uppgift att räkna ut rätt inköpspris på aktierna.

I en webbenkät som SARF genomförde i mars 2008 som handlade om hur aktieägarna anser att bolagen skall skifta ut överskottskapital svarade 265 personer. Endast 9 % av de röstande ansåg att bolagen skall använda sig av inlösenaktier då de väljer att skifta ut överskottskapital. Aktieägarna ansåg således inte att det extra deklarationsarbete som inlösenaktierna medför är värt de kronor som de tjänar på lägre skatt, än om pengarna skulle ha delats ut genom traditionell aktieutdelning. 5 % ansåg att bolagen bör använda sig av återköp för att skifta ut kapital. Av de röstande ansåg 46 % att traditionell aktieutdelning är att föredra. 40 % av dem som röstade ansåg att det inte spelar någon roll hur bolagen skiftar ut pengar, utan det viktiga är i stället att skattereglerna förenklas.¹⁴⁵

¹⁴⁵ <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Vanlig-aktieutdelning-mest-popular/>, 17 april, 2008, 20.11.

9 Avslutande reflektioner

Syftet med den här uppsatsen var att problematisera kring ett par allt vanligare fenomen som flertalet aktieägare kommer i kontakt med, nämligen återköp och inlösen av egna aktier. Uppsatsen syftade till att kartlägga, beskriva och analysera återköp och inlösen som allt vanligare metoder för överföring av vinstmedel till aktieägarna. De frågor som jag ställde upp inledningsvis var: Vilka är motiven till återköp och inlösen och vad får förfarandena för betydelse för t.ex. aktiekursen och aktieägarna? Vilka faktorer är relevanta vid valet mellan återköp och inlösen och hur vanligt förekommande är förfarandena?

Återköp av aktier är idag en vanlig metod för att överföra kapital till aktieägarna. De motiven som bolagen anger för att återköpa aktier är vanligen att de vill optimera sin kapitalstruktur, stärka aktieägarvärdet, använda aktierna till förvärv eller överföra överskottslikvid på ett mer skatteeffektivt sätt, än traditionell vinstutdelning. De bakomliggande orsakerna kan dock vara att bolagen vill stärka aktiekursen på ett relativt enkelt sätt eller att undvika ett uppköpserbjudande. Jag har i uppsatsen visat att det finns risker förknippade med återköp. Den största risken är troligen om ett bolag genomför återköp för att öka värdet på ledningens optionsprogram eller öka en majoritetsägares inflytande. Övriga risker kan vara att bolag utskiftar alltför mycket kapital så de får svårt att klara en lågkonjunktur eller att bolag prioriterar återköp framför viktiga investeringar. Återköp på börsen medför också att likviditeten i aktien minskar. Det finns också en risk för att bolag gör kursförluster på återköp, vilket skett i t.ex. ABB och Boliden.

Argumenten eller motiven till att inlösa aktier är i allt väsentligt desamma som för återköp. Inlösen sker dock inte för att bolagen skall använda aktierna till förvärv eller till optionsprogram, eftersom aktierna makuleras då aktieinlösen sker. Ett skäl som är specifikt för inlösen är att vissa bolag behöver ett stort startkapital och när bolaget sedan har byggt upp den kostnadskrävande verksamheten, kan det återbetala en del av aktiekapitalet. Min empiriska undersökning visar att bolagsföreträdarna vanligen inte anser att inlösen är ett alternativ till återköp över börsen.

För den enskilde aktieägarens ekonomiska situation är effekterna likartade av inlösen och återköp. Aktieägaren erbjuds vid båda metoderna att sälja aktier mot en ekonomisk kompensation. Kompensationen överstiger vanligen den rådande börskursen vid inlösen och vid återköp, som sker genom ett erbjudande. Vid återköp över börsen sker återköpen dock inom det då rådande kursintervallet. Återköp och inlösen som sker genom ett erbjudande till aktieägaren medför till skillnad från återköp över börsen en speciell skatteberäkning för aktieägarna, eftersom hänsyn skall tas till aktiens anskaffningsvärde. Ett argument för inlösen- och återköpsprogram som brukar nämnas är att det är mer skatteeffektivt för utländska ägare än

utdelning, som kupongbeskattas. Det fördelaktiga för utländska ägare är att de kan sälja inlösen- eller återköpsrätterna för att undvika kupongskatten.

Den faktorn som vanligtvis är avgörande för att bolag väljer att återköpa över börsen är att det är ett flexibelt och förhållandevis billigt sätt, för att överföra överskottslikviditet kontinuerligt under året. Den faktorn som avgör varför bolag väljer att inlösa är oftast att det går att överföra en större mängd kapital på en gång, än vid återköp. Inlösen är därför lämpligt vid ovanligt stora kassaflöden till följd av att t.ex. ett dotterbolag avyttrats. När bolagen väljer att genomföra återköps- eller inlösenprogram är det vanligen både maktaspekter och skatteaspekter som väger in. Per Hillström på Scania förklarade t.ex. att bolaget inte valt att återköpa aktier över börsen, eftersom det skulle kunna rubba maktbalansen i bolaget. Min uppfattning är dock att det verkar ha gått viss inflation i återköp över börsen. Desto fler bolag som genomför återköpsprogram desto större blir trycket på bolag som inte genomför återköp, att de också skall utskifta eventuell överskottslikvid. Det är dock högst oroande om bolagen använder sig av återköp för att kortsiktigt glädja aktieägarna. Inlösen- och återköpsprogram har hittills inte skapat samma kontinuitetsförväntningar som årliga utdelningar, men min uppfattning är att marknaden nu räknar med att återköpen skall återkomma i vissa bolag.

I uppsatsen har jag presenterat statistik över hur mycket kapital som transfererats från bolagen med hjälp av återköps- och inlösenprogram mellan åren 2000-2007. Bolagen har återköpt aktier för 250 960 Mkr och inlöst aktier för 128 451 Mkr under perioden. Anmärkningsvärt är att läkemedelsbolaget Astra Zeneca de två senaste åren har återköpt aktier för mer än 50 000 Mkr, vilket är mer än vad bolaget har lagt på forskning och utveckling. Astra Zeneca har också gjort stora kursförluster på sina återköp. Jag är något tveksam till att ett bolag som är helt beroende av forskning och utveckling för framtida intjäningsförmåga använder så mycket kapital till att återköpa aktier.

Min uppfattning är att inlösenprogram med obligatorisk inlösen av en inlösenaktie är att föredra framför återköp över börsen, när bolagen önskar överföra överskottslikvid, utöver vad de lämnar i utdelning. Den här typen av inlösenprogram är att föredra därför att likviden kommer alla aktieägare till del och ingen aktieägare riskerar att gå miste om sin likvid p.g.a. glömska. Det som är negativt med sådana här program är att de är svåra att deklarerera för den enskilde aktieägaren. I en webbenkät som SARF genomförde ansåg endast 5 % att bolagen bör använda sig av återköp och endast 9 % ansåg att bolagen bör använda sig av inlösenprogram. Min uppfattning är att aktieägarna är negativt inställda till sådana här program, därför att de inte riktigt förstår vad de innebär, till skillnad från traditionell utdelning. Jag anser att aktieägarna måste försöka att bli mer aktiva och t.ex. sätta sig in i varför bolag genomför återköp. Det är av största vikt att aktieägarna åtminstone besöker bolagsstämman och ställer frågor till bolagsföreträdarna om varför bolaget väljer att återköpa respektive inlösa aktier och om bolaget inte i stället kanske borde investera i verksamheten,

för att behålla konkurrenskraften. Aktieägarna kan på så vis påverka att resurserna i aktiebolag och i näringslivet i stort används på ett effektivt sätt och att inte bolagen använder sig av återköpsprogram i för aktieägarna icke värdeskapande syften.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Direktiv 1990:46	Översyn av aktiebolagslagen
Direktiv 1991:89	Tilläggsdirektiv till aktiebolagskommittén
Prop. 1999/00:34	Förvärv av egna aktier
Prop. 1999/00:38	Vissa skattefrågor med anledning av att aktiebolag skall kunna förvärva egna aktier m.m.
Prop. 2004/05:85	Ny aktiebolagslag
Prop. 2004/05:146	Vissa kupongskattefrågor, m.m.
Prop. 2005/06:39	Vissa skattefrågor med anledning av nya aktiebolagslagen
Förslag till lagar om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag, samt om föreningar för ekonomisk verksamhet, 1890	
Förslag till lag om aktiebolag äfven som till andra därmed sammanhängande författningar, 1908	
SOU 1941:9	Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag
SOU 1971:15	Förslag till aktiebolagslag
SOU 1997:22	Aktiebolagets kapital

Litteratur

Andersson, Jan,	<i>Kapitalskyddet i aktiebolag – en lärobok</i> , LitteraturCompagniet AB, 2000
Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, Bergström, Clas, Rydqvist, Kristian,	<i>Aktiebolagslagen – En kommentar</i> , Norstedts Juridik AB, 2007
Bergström, Clas, Samuelsson, Per, Dahlman, Christian, Glader, Marcus, Reidhav, David, Danelius, Johan, Svensson, Bo, Hemström, Carl,	<i>Marknaden för företagskontroll – en analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag</i> , SNS Förlag, 1992
Bergström, Clas, Samuelsson, Per, Dahlman, Christian, Glader, Marcus, Reidhav, David, Danelius, Johan, Svensson, Bo, Hemström, Carl,	<i>Aktiebolagets grundproblem</i> , Norstedts Juridik AB, 2001
Johansson, Svante,	<i>Rättsekonomi – en introduktion</i> , Studentlitteratur, 2002
Lindskog, Stefan, Nerep, Erik,	<i>Nya aktiebolagslagen</i> , Tholin & Larsson, 2005
	<i>Bolagens rättsliga ställning – om enkla bolag, handelsbolag, kommanditbolag och aktiebolag</i> , Norstedts Juridik AB, 2002
	<i>Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag</i> , Norstedts Juridik AB, 2007
	<i>Aktiebolagslagen</i> , Juristförlaget, 1995
	<i>Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av nyckelfrågor</i> , MercurIUS, 2003

- Nerep, Erik,
Samuelsson, Per,
de Ridder, Adri,
Aktiebolagslagen – en lagkommentar, Thomson Fakta, 2007
Effektiv kapitalförvaltning, Norstedts Juridik AB, 2002
Finansiell ekonomi, Norstedts Juridik AB, 2003
- Rodhe, Knut,
af Sandeberg, Catarina,
Sandgren, Claes,
Aktiebolagsrätt, Norstedts Juridik AB, 2002
Aktiebolagsrätten, Studentlitteratur, 2006
Rättsvetenskap för uppsatsförfattare, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2006
- Sandström, Torsten,
Svensk aktiebolagsrätt, Norstedts Juridik AB, 2005
- Scott, William R,
Financial Accounting Theory, Prentice Hall, 2003
- Skog, Rolf,
Rodhes aktiebolagsrätt, Norstedts Juridik AB, 2006
- Westberg, Peter,
Avhandlingsskrivande och val av forskningsansats – en idé om rättsvetenskaplig öppenhet, Festskrift till Per Olof Bolding, Juristförlaget, 1992

Artiklar

- Dann, Larry,
Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders, Journal of Financial Economics, 1981
- Dittmar, Amy,
Why do firms repurchase stock?, Journal of Business, vol. 73, no. 3, 2000
- Edlund, Marita,
Finansiell fetma bakom inlösentrenden, Aktiespararen, nr. 5, 1997
- Ellis, Charles
Repurchase stock to revitalize equity, Harvard Business Review, july/aug, 1965
- Grullon, Gustavo,
Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis, The Journal of Finance, vol. 57, no. 4, 2002
- Gårdö, Anna,
Ikenberry, D,
Lakonishok, J,
Vermaelen, T,
Jolls, Christine,
Förvärv av egna aktier, SvJT, nr. 10, 2003
Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, Working Paper No. 4965, National bureau of economic research, 1994
Stock repurchase and incentive compensation, Working Paper No. 6467, National bureau of economic research, 1998
- Larsson, Fredrik,
Företagens köp av egna aktier: Fiasko för återköp, Veckans Affärer, 19, aug., 2002
- Lindström, Sören,
Mer försiktighet vid utdelning, PointLex Legala Affärer, nr. 8, 2005
- Nilsson, Stellan,
Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – reptrick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?, Balans, nr. 6/7, 1996

- Persons, John, *Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases; Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offers*, The Journal of Finance, vol. 49, no. 4, 1994
- Peterson, Ingela, *Aktieinlösen – Många miljarder att förlösa*, Affärsvärlden, nr. 7, 1997
- Rutberg, Anne,
Skog, Rolf,
Schwab, S, J, *Aktiebolags förvärv av egna aktier- bolags- och skatterättsliga regler*, SvSkT, nr. 1, 2000
- Coase's Twin Towers: *The relation Between the Nature of the Firm and the Problem of Social Cost*, The Journal of Corporation Law, no. 18, 1993
- Skog, Rolf, *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?* JT, nr. 3, 1995/96
Aktiebolags förvärv av egna aktier Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, nr. 2, 2000

Tidningsartiklar

- Hammarström, Martin, *Carl Bennet varnar för guldregnet*, DI, 22 feb., 2005
- Lucas, Dan, *Återköp – en märklig modevåg på aktiemarknaden*, DN, 6 nov., 2004
- Mauritzon, Mattias,
Mellqvist, Gabriel, *Återköp dyr affär för Boliden*, DI, 6 feb., 2008
Aktierna som ger huvudvärk vid deklarationen, DI, 12 mars, 2008
- Öhrn, Linda,
Ingen författare angiven, *Dunkla motiv bakom återköp*, DI, 23 feb., 2008
Wallenstam börsens flitigaste återköpare, DI, 28 dec., 2006

Internetkällor

<http://www.skatteverket.se/nyheterpressrum/pressrum/deklarationsseminarium2008/statistik.4.3a7aab801183dd6bfd380005775.html>, 3 april, 2008, 18.45

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Vanlig-aktieutdelning-mest-popular/>, 17 april, 2008, 20.11

<http://www.omxnordicexchange.com/forbolagochemittenter/surveillance/surveillancestockholm/aterkopavaktier/>, 28 april, 2008, 15.37

Noteringsavtal

OMX Stockholmsbörsens noteringsavtal med handledningstext, Bilaga 1

Direktiv

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

Muntliga källor

Ingrid Andersson, chef för investerarrelationer på Atlas Copco, 27 mars, 2008

Marita Björk, Head of Investor Relations på SKF, 14 april, 2008

Anders Christensson, ansvarig för investerarrelationer på Volvo, 17 april, 2008

Gunnar Ek, expert på bolagsfrågor på SARF

Per Hillström, ansvarig för investerarrelationer på Scania, 27 mars, 2008

Jan Lissåker, ansvarig för investerarrelationer på Sandvik, 28 mars, 2008

Eva Kaijser, ansvarig för investerarrelationer på Boliden, 31 mars, 2008

Johan Risberg, ansvarig för investerarrelationer på Kungsleden, 31 mars, 2008

Åsa Wesshagen, ansvarig för bolagsfrågor på SARF

Övrigt

Aktiespararen, Deklarationsspecial, Bilaga till Aktiespararen nr 3, 2008

Investor, Delårsrapport jan-sept., 2004

SARF: s Ägarstyrningspolicy 2007

SSAB, Årsstämmoprotokoll, 2007

Rättsfallsförteckning

Regeringsrätten

RÅ 1997 ref. 43

EG-domstolen

C-265/04 Margaretha Bouanich mot Skatteverket, dom 19 januari 2006