



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Jacob Wetter

Förvärv av egna aktier

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Krister Moberg

Ämnesområde
Associationsrätt

Termin
Ht 1997

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	2
INLEDNING	3
PROBLEMBAKGRUND	3
PROBLEMFÖRMULERING	4
SYFTE	4
AVGRÄNSNINGAR	4
MÅLGRUPP.....	4
KÄLLHÄNVISNING	5
DISPOSITION.....	5
METOD	7
STUDIENS BAKGRUND	7
ÖVERGRIPANDE ANGREPPSSÄTT.....	7
<i>Val av teorier och modeller</i>	7
<i>Referensram</i>	8
HANDGRIPLIGT ANGREPPSSÄTT	9
<i>Sekundärdata</i>	9
<i>Primärdata</i>	9
KÄLLKRITIK.....	10
<i>Begränsad objektivitet</i>	10
<i>Validitet och reliabilitet</i>	10
<i>Källkritik till sekundärdata</i>	11
<i>Källkritik till primärdata</i>	11
HISTORIK	13
1848 ÅRS AKTIEBOLAGSLAG	13
1895 ÅRS AKTIEBOLAGSLAG	13
1910 ÅRS AKTIEBOLAGSLAG	13
1944 ÅRS AKTIEBOLAGSLAG	14
1975 ÅRS AKTIEBOLAGSLAG	14
SAMMANFATTNING AV DE HISTORISKA MOTIVEN	15
EG:S BOLAGSRÄTT	16
EG:S BOLAGSDIREKTIV	16
EG:S ANDRA BOLAGSDIREKTIV	16
INTERNATIONELL RÄTT	19
DANMARK.....	19
FINLAND	19
NORGE.....	20
TYSKLAND.....	20
FRANKRIKE	20
STORBRIANNIEN.....	21
USA.....	21
JAPAN	22
AVSLUTANDE KOMMENTARER TILL INTERNATIONELL RÄTT	22
SVENSK NATIONELL RÄTT	23
NUVARANDE AKTIEBOLAGSLAG.....	23
AKTIEBOLAGSKOMMITTÉNS FÖRSLAG TILL NY AKTIEBOLAGSLAG	23
<i>Bolagsrättsligt perspektiv</i>	24
<i>Börs- och värdepappersrättsligt perspektiv</i>	25
FÖRVÄRVSMETODER	27

OFFENTLIGA ERBJUDANDEN	27
KÖP PÅ MARKNADEN	28
KÖP EFTER FÖRHANDLINGAR MED EN ELLER FLERA ÄGARE	28
AVSLUTANDE KOMMENTARER TILL FÖRVÄRVSMETODER.....	28
ALTERNATIV TILL FÖRVÄRV AV EGNA AKTIER.....	30
AKTIEINLÖSEN	30
AKTIEUTDELNING	31
SYFTEN SAMT EFFEKTER AV ATT FÖRVÄRVA EGNA AKTIER	33
KAPITALSTRUKTURSMOTIV	33
<i>Teorier om optimal kapitalstruktur.....</i>	<i>33</i>
PÅVERKAN AV AKTIEKURSEN.....	35
<i>Teorier om påverkan av aktiekursen</i>	<i>39</i>
INFORMATION- OCH SIGNALHYPOTISEN	39
Utdelnings- och skattehypotesen	40
Skuldsättningshypotesen.....	41
Hypotesen om värdeöverföring från långivare till aktieägare	41
FÖRHINDRING AV FIENTLIGA FÖRETAGSFÖRVÄRV	41
<i>Greenmail</i>	<i>42</i>
INSIDERSPEKULATION	45
ÖVRIGA SYFTEN SAMT EFFEKTER AV ATT FÖRVÄRVA EGNA AKTIER	46
REDOVISNINGSREGLERING.....	48
NUVARANDE REDOVISNINGSREGLERING	48
ÅNSKAFFNINGSVÄRDEMETODEN.....	48
PARIVÄRDEMETODEN	49
INTRESSENTPERSPEKTIVET.....	50
INTRESSENTMODELLEN.....	50
AKTIEÄGARNA	50
LÅNGIVARNA	51
ANSTÄLLDA	51
STAT OCH KOMMUN	52
SAMHÄLLET	52
FÖRETAGSLEDNINGEN.....	52
DEBATTEN I SVERIGE	54
INDUSTRIFÖRBUNDET	54
AKTIESPARARNA.....	55
FINANSINSPEKTIONEN	56
KONKURRENSVERKET.....	56
AKTIEFRÄMJANDET.....	57
RIKSSKATTEVERKET	57
AVSLUTANDE KOMMENTARER & SLUTSATSER.....	58
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING.....	61
OFFENTLIGT TRYCK	61

Sammanfattning

Titel: Förvärv av egna aktier

Ämne/kurs: Examensarbete i bolagsrätt - Juristlinjen

Författare: Jacob Wetter

Handledare: Krister Moberg

Nyckelord: Förvärv av egna aktier, återköp av egna aktier, repurchase of own stocks, share repurchase, share buybacks.

Syfte: Det huvudsakliga syftet med denna uppsats är att beskriva och förklara vilka konsekvenser ett införande av ny lagstiftning, där företag tillåts förvärva egna aktier, kan komma att medföra för Sveriges vidkommande.

Metod: För att uppnå syftet med min uppsats har jag samlat in och bearbetat rättskällor, litteratur, forskningsartiklar samt teori med anknytning till ämnet. Genom kompletterande intervjuer, med betydelsefulla personer inom ämnet, har jag erhållit ytterligare stöd i mitt arbete. Allt material har jag sedan sammanställt och redogjort för, vilket senare varit underlag vid min bedömning av vilka konsekvenserna kan bli om Sverige ändrar sin lagstiftning och tillåter företag att förvärva egna aktier. Således kan det konstateras att jag använt mig av en kvalitativ metod, där min avsikt varit att beskriva, förklara, skapa förståelse och sprida kunskap inom ämnet. Detta har senare lett till att jag kunnat ge en förutsägelse av vilka de framtida konsekvenserna kan bli om svenska företag tillåts förvärva egna aktier.

Slutsats: I enlighet med den svenska aktiebolagslagen är det förbjudet för de svenska bolagen att förvärva egna aktier. Den svenska lagstiftningen är inom detta ämne mer restriktiv än motsvarande regler i de flesta andra länder. I övriga EU-länder tillåts förvärv av egna aktier på villkor som bestäms av EG:s andra bolagsdirektiv. I USA förekommer en mycket liberal syn på återköp och företeelsen har där existerat i många år. Det svenska näringslivet anser att det är av mycket stor vikt att de svenska lagreglerna harmoniseras med omvärlden så att inte konkurrenskraften försämras. Aktiebolagskommittén har sedan 1990 arbetat med att ta fram en ny aktiebolagslag. Våren 1997 presenterade man sitt delbetänkande vid namn Aktiebolagets Kapital, SOU 1997:22. Kommittén föreslår här att de svenska aktiebolagen skall tillåtas förvärva egna aktier. Främsta argumentet för att tillåta förvärv av egna aktier är att det kan förbättra företagets förutsättningar att återföra överskottsmedel till aktieägarna, vilket bidrar till ett effektivare utnyttjande av företagets och näringslivets resurser. Andra betydelsefulla konsekvenser är att företagen, genom återköpsmöjligheten, på ett snabbt och enkelt sätt kan förändra sin kapitalstruktur i sin strävan efter att uppnå den optimala kapitalstrukturen. Förvärv av egna aktier har dock framkallat stark kritik med anledning av att förfarandet har en kurshöjande effekt där företagsledningen genom återköp påverkar utbud och efterfrågan på sina aktier vilket leder till påverkan av aktiekursen. Vidare kan återköpsmöjligheten användas i syfte att förhindra fientliga företagsförvärv. Denna möjlighet begränsas dock en del genom att ett riktat återköpsförfarande till enbart vissa aktieägare förmodligen inte kommer att tillåtas i Sverige. I syfte att bibehålla likhetsprincipen är detta en mycket positiv restriktion som Aktiebolagskommittén gjort. Restriktionen kan dock i viss mån kringgåas genom att företagen istället använder sig av en ”vit riddare”, d.v.s. en tredje investerande part som är vän till ledningen i det utsatta företaget, vilken går in och köper ur den fientliga förvärvaren. För att

förhindra risken för att företagsledningen, genom förvärv av egna aktier, kan spekulera i det egna företags aktier har Aktiebolagskommittén överlämnat till Finansinspektionen att utfärda regler för handel med egna aktier i börs- och värdepapperslagstiftningen. I syfte att överföra medel till aktieägare har förvärv av egna aktier visat sig vara ett mycket bättre alternativ än både utdelning och inlösen av aktier, mycket beroende på att kapitalet senare kan återställas genom en överlåtelse av aktieinnehavet. Min slutliga bedömning är att förvärv av egna aktier skapar många stora fördelar som klart överväger de risker som finns. Det är dock mycket viktigt att den nya lagstiftningen omges av skyddsregler så att missbruksrisken minimeras.

Förord

Med denna uppsats vill jag sprida kunskap inom företeelsen förvärv av egna aktier. Ämnet har blivit särskilt aktuellt i samband med Aktiebolagskommitténs delbetänkande, SOU 1997:22, där man vill tillåta förvärv av egna aktier, samt genom höstens börskrasch på New York-börsen där många företag gick in och återköpte aktier i syfte att hindra kursnedgången. Att jag valde att skriva om detta ämne berodde mycket på dess aktualitet då en ny lagstiftning är nära förestående. Jag hoppas verkligen att Aktiebolagskommitténs förslag blir verklighet i form av en helt ny Aktiebolagslag. Stor debatt råder inom ämnet och diskussioner har förts om att särskilt bryta ur frågan om förvärv av egna aktier och ge den extra prioritet så att den behandlas före övriga delar i den nya Aktiebolagslagen. Detta kommer förmodligen att ske och därmed kan svenska aktiebolag förvärva egna aktier f.o.m. 1/1-1999. Övriga delar av den nya Aktiebolagslagen blir förmodligen verklighet först f.o.m. 1/1-2001. Jag anser att mitt uppsatskrivande fungerade mycket bra och jag har blivit mycket vänligt bemött hos de personer jag intervjuat, till vilka jag vill rikta ett varmt tack. Jag hoppas på en nöjsam läsning.

Lund den 8 december 1997

Jacob Wetter

Inledning

I detta inledande kapitel skall jag börja med att ge en bakgrund till uppsatsens problem. Jag för sedan en problemdiskussion som leder fram till en problemformulering, vilken i sin tur mynnar ut i mitt syfte med denna uppsats. Härfter följer de avgränsningar jag valt att göra för att begränsa mitt problemområde och till vilken målgrupp jag vänder mig. Kapitlet avslutas med en disposition för hur uppsatsen är strukturerad.

Problembakgrund

Enligt Aktiebolagslagens 7 kap 2§ får ett svenskt aktiebolag inte återköpa eller på annat sätt förvärva sina egna aktier. Den svenska lagstiftningen är mer restriktiv inom området än motsvarande regler i de flesta andra länder. I övriga EU-länder tillåts förvärv av egna aktier på villkor som bestäms av EG:s andra bolagsdirektiv. I USA tillåts förvärv av egna aktier inom de ramar som följer av aktiebolagslagstiftningens vinstutdelningsregler. Det allt större beroendet av utländska (främst amerikanska) kapitalplaceringar bland de större svenska börsnoterade företagen har ökat behovet av en anpassning och homogenisering av normbildningen. Svenskt näringsliv är mycket angelägna om att få samma möjligheter till att förvärva egna aktier som de flesta andra industriländerna i världen.

Svenskt näringsliv har under de senaste åren gått mycket bra samtidigt som bolagen kommit att renodla sina verksamheter till att utveckla sin kärnkompetens. Detta har fått till följd att flertalet företag har stora överskott i sina kassor även efter det att man reserverat medel för framtida investeringar. Diskussioner har förts om hur dessa medel skall användas. Stora kassor är ett problem för företagen eftersom de ger en låg avkastning. I Sverige existerar i dag inga bra möjligheter till att dela ut kapital till ägarna. De alternativ som finns är utdelning och inlösen av aktier. Det negativa med utdelning är att det utdelade kapitalet utsätts för dubbelbeskattning, vilket gör att en stor del av kapitalet går förlorat i skatt. Det negativa med inlösen av aktier är att det är ett relativt komplicerat förfarande som tar lång tid. Om företagen tillåts att återköpa sina

egna aktier så får de större och enklare möjligheter till att dela ut kapital till sina aktieägare.

Sedan 1990 har Aktiebolagskommittén arbetat på att ta fram en ny aktiebolagslag. I mars 1997 presenterade Aktiebolagskommittén sitt delbetänkande med namnet Aktiebolagets Kapital, SOU 1997:22. I detta förslag föreslås att svenska aktiebolag skall tillåtas förvärva egna aktier f.o.m. 1/1-1999. Det främsta argumentet för att tillåta förvärv av egna aktier är att det kan förbättra företagets förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna, vilket skulle leda till ett effektivare utnyttjande av företagets och näringslivets resurser. Delbetänkandet har fram till 15 augusti 1997 legat ute på remiss hos 54 st olika remissinstanser, vilka består av både statliga verk och privata organisationer.

Problemformulering

- Hur har den svenska aktiebolagslagen utvecklats genom åren och vad har varit motivet till att inte tillåta förvärv av egna aktier?
- I vilken omfattning förekommer förvärv av egna aktier utomlands och vilka konsekvenser har uppstått där p.g.a. återköpsmöjligheten?
- Vilka konsekvenser kan komma att uppstå för de svenska företagen och dess intressenter, om återköp av egna aktier blir tillåtet?

Syfte

Det huvudsakliga syftet med denna uppsats är att beskriva och förklara vilka konsekvenser ett införande av ny lagstiftning, där företag tillåts förvärva egna aktier, kan komma att medföra för Sveriges vidkommande.

Avgränsningar

I min uppsats har jag avgränsat mig till att studera vilka följderna blir av att tillåta svenska företag att förvärva egna aktier. Utgångspunkt för arbetet har varit Aktiebolagskommitténs delbetänkande, Aktiebolagets Kapital, SOU 1997:22, där svenska företag tillåts förvärva egna aktier.

Målgrupp

Min uppsats har för avsikt att främst vända sig till juriststuderande, ekonomstuderande, lärare på både Juridiska Fakulteten och Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet, men också till andra som kan ha intresse för det behandlade ämnet. Min förhoppning är att uppsatsen också skall vara till nytta för privatpersoner och företag som är intresserade

av företags möjligheter att förvärva egna aktier. Jag utgår från att uppsatsens läsare är bekanta med de grundläggande juridiska och ekonomiska termer jag använder mig av, varför jag inte kommer att förklara dessa utförligt. Naturligtvis underlättar det om läsaren har förkunskaper inom både aktiebolagsrätt och finansiering.

Källhänvisning

Jag har försökt att vara så konsekvent som möjligt när jag inne i texten hänvisat till de källor jag använt mig av. En fullständig förteckning av de källor jag använt mig av finns i källförteckningen.

En fotnot som placerats i en rubrik avser hela det avsnitt som följer under denna. På några ställen förekommer det en fotnot i rubriken och sedan en eller två fotnoter inne i avsnittet. I dessa fall är det endast det som står närmast före fotnoten inne i avsnittet som hämtats ur denna källa, medan resten av det som står i avsnittet kommer från källan som anges i rubrikens fotnot. Då en fotnot är placerad i slutet av ett stycke och efter punkten, avser fotnoten hela detta stycke. En fotnot som är placerad innan punkten avser endast den mening den står i.

Disposition

Nedan följer en disposition av innehållet i uppsatsens olika kapitel:



Metod

I detta kapitel kommer jag att beskriva mitt tillvägagångssätt för att samla in den information jag behövt för att svara på min problemformulering och uppfylla mitt syfte med uppsatsen. Jag börjar med att klargöra vilka övergripande val jag gjort och beskriver då bl.a. hur jag gått tillväga vid val av ämne och teori. Härfter redogör jag för hur jag handgripligt gått tillväga vid insamling och bearbetning av data. Jag avslutar kapitlet med att kritiskt granska metod och insamlad data.

Studiens bakgrund

Idén till att skriva en uppsats om förvärv av egna aktier föddes då jag var närvarande vid en nordisk minikonferens i bolagsrätt, Nordic Network for Company Law Research. På konferensen höll Rolf Skog ett föredrag gällande Aktiebolagskommitténs förslag om att tillåta svenska företag förvärva egna aktier. Jag tyckte ämnet lät mycket intressant till att fördjupa mig inom eftersom en ny lagstiftning är nära förestående.

Övergripande angreppssätt

Metod är den hantverksmässiga sidan av den vetenskapliga verksamheten, d.v.s. läran om de instrument som kan användas för att samla in information. Metod är ett systematiskt sätt att undersöka verkligheten på och ett tillvägagångssätt för att komma fram till nya kunskaper.

Med övergripande angreppssätt avses undersökarens sätt att se på saker och ting. Detta kan innebära att problemen påverkar angreppssättet, som samtidigt påverkar problemen. Både problem och angreppssätt förändras ofta under undersökningens gång.¹

För att besvara min problemställning har jag samlat in och bearbetat rättskällor, litteratur, forskningssartiklar samt teori med anknytning till ämnet. Allt material har jag sedan sammanställt och redogjort för, vilket senare varit underlag vid min bedömning av vilka konsekvenserna kan bli om Sverige ändrar sin lagstiftning och tillåter företag att förvärva egna aktier. Således kan det konstateras att jag använt mig av en kvalitativ metod, där min avsikt varit att beskriva, förklara, skapa förståelse och sprida kunskap inom ämnet. Detta har senare lett till att jag kunnat ge en förutsägelse av vilka de framtida konsekvenserna kan bli om svenska företag tillåts förvärva egna aktier.

Val av teorier och modeller

¹ Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, 1991, s 51.

De teorier jag använder i uppsatsen har jag valt att redovisa i direkt samband med de aktuella avsnitten. Detta då jag anser att studien därmed blir mer lättöverskådlig och förståelig. De huvudsakliga teorierna som ingår i min uppsats är:

- Teorier om optimal kapitalstruktur
- Teorier om påverkan av aktiekursen
- Teorier om ”greenmail”
- Intressentmodellen

Möjligheten att förvärva egna aktier påverkar företagen att på ett lättare sätt uppnå optimal kapitalstruktur. För att kunna förklara detta har jag använt mig av Modigliani & Millers (M&M) teorier om optimal kapitalstruktur. M&M:s teorier visar att värdet på ett bolag är beroende av kapitalstrukturen. I närvaro av bolagsskatter är företagets värde positivt korrelerat med storleken på deras skulder, d.v.s. skatteeffekter av skulderna ökar värdet på företaget. Företagets låneräntor är avdragsgilla, vilka bildar en skatteskuld som minskar företagets totala skatteuttag. Vidare har jag använt mig av Jensen & Mecklings (J&M) teori, där den optimala kapitalstrukturen bestäms av agentkostnader där själva kostnaden ligger i olika intressekonflikter mellan bolagets intressenter. J&M tar huvudsakligen upp konflikterna mellan aktieägare och företagsledning samt mellan långgivare och aktieägare. Genom att ställa fördelarna med hög skuldsättning mot nackdelarna i form av agentkostnader kan man enligt J&M uppnå en optimal kapitalstruktur.

Vid återköp av egna aktier stiger oftast aktiekursen, för att kunna förklara detta har jag använt mig av teorier om påverkan av aktiekursen. Teorierna förklaras utifrån fyra olika hypoteser; informations- och signalhypotesen, utdelnings- och skattehypotesen, skuldsättningshypotesen samt hypotesen om välfärdsöverföring från långgivare till aktieägare.

Förvärv av egna aktier som skett i försvarssyfte efter förhandlingar mellan företaget och en ägare som hotat att ta kontroll över företaget benämns ”greenmail”. För att kunna förklara företags ”greenmail”-utbetalningar har jag använt mig av tre olika hypoteser; ”Management entrenchement” hypotesen, ”Shareholder welfare” hypotesen samt ”Free-rider problem” hypotesen.

Jag har även använt mig av intressentmodellen i Bruzelius och Skärvads bok. Modellen har legat till grund för en analys av hur ett företags intressenter påverkas av att företaget förvärvar egna aktier. Intressentmodellen visar vilka intressenter en organisation har. Jag tolkar modellen som att de krav intressenterna ställer påverkar företagen i deras handlande. Företagen är måna om att tillgodose sina intressenters behov och önskningar eftersom de i många fall är beroende av dessa intressenter, t.ex. så är aktieägarna företagets huvudsakliga finansieringskälla.

Referensram

I en människas referensram ingår hennes samlade kunskap, normer, fördomar, handlingsregler, värderingar m.m. Referensramen förändras ständigt av nya budskap

från och till omvärlden.² I mitt uppsatsskrivande innebär detta att de tolkningar jag gjort av teori, modeller och data påverkats av min referensram som förändrats under skrivandets gång eftersom ny kunskap och nya intryck ständigt inhämtas. Mina tidigare studier inom både juridik och ekonomi har förenklat förståelsen för både de juridiska och ekonomiska problemen kring företags möjligheter att förvärva egna aktier.

Handgripligt angreppssätt

Med handgripligt angreppssätt menas sättet att samla in, analysera och bearbeta data. Datan som samlas in kan vara antingen sekundär eller primär. Sekundärdata är data som redan finns, medan primärdata är data som måste samlas in.³

Sekundärdata

För att få fram data till min studie har jag genomfört ett antal litteratur- och artikelsökningar. Jag har under uppsatsskrivandets gång löpande använt mig av olika databaser som finns tillgängliga på Juridicum och Universitetsbiblioteket i Lund. Databaserna jag använt för att hitta relevant litteratur och artiklar är främst Lolita, Libris, Artikel-sök, Lexis-Nexis och Internet. De sökord som jag framförallt använde var förvärv av egna aktier, återköp av egna aktier, repurchase of own stocks, share repurchase och share buybacks. Vidare har jag även fått förslag på referenser från äldre studentuppsatser. Med hjälp av fotnoter, källhänvisningar och referenser i det material som jag samlat in har jag funnit ytterligare användbar sekundärdata.

Huvuddelen av min sekundärdata består av artiklar och då framförallt ur amerikanska tidskrifter. Att ämnet främst förekommer i amerikanska tidskrifter beror på att de amerikanska företagen har stor erfarenhet av att kunna förvärva sina egna aktier eftersom detta varit tillåtet under mycket lång tid i USA.

Primärdata

Primärdatan jag insamlat kommer från, deltagande i konferens, remissyttranden samt intervjuer. Primärdatainsamlingen har varit av underordnad ställning eftersom relevant material kunnat erhållas genom sekundärdatan. Intervjuerna har dock varit betydelsefulla för att erhålla uppdaterad information. Intervjuerna har varit ostrukturerade, då de bygger på i förväg färdiga frågor utan svarsalternativ. Frågorna har presenterats på ett osystematiskt sätt, vilket innebär att jag under intervjuens gång bestämt i vilken ordning frågorna skall komma. Därmed har jag kunnat variera och anpassa frågorna efter respondenten.⁴

² Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, 1991, s 51 f.

³ Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, 1991, s 76.

⁴ Halvorsen, K., *Samhällsvetenskaplig metod*, 1992, s 87.

Källkritik

Jag inleder min källkritik med att diskutera begreppen begränsad objektivitet, validitet och reliabilitet. Därefter redogör jag för källkritiken till sekundär- och primärdatan. För att bedöma källor brukar man använda sig av tre viktiga källkritiska kriterier, samtidskrav, tendenskritik och beroendekritik⁵, vilka jag diskuterar i samband med kritiken till sekundär- och primärdatan.

Begränsad objektivitet⁶

En uppsats kan inte vara helt objektiv. Jag har dock strävat efter att erhålla en begränsad objektivitet. Enligt Wiedersheim-Paul och Eriksson inrymmer begreppet begränsad objektivitet fyra olika komponenter som kan finnas i olika grad.

Begränsad objektivitet innebär för det första att utredningen är relevant inte bara för mig som författare utan också för andra. Som jag tidigare nämnt under rubriken Målgrupp, är min förhoppning att studenter, lärare och personer på företag kommer att ha nytta och intresse av att läsa min uppsats.

För det andra krävs det att slutsatserna är troliga, vilket uppnås genom att resultaten är rimliga och ordentligt underbyggda. Jag har läst en stor mängd litteratur och artiklar av olika författare som behandlat mitt område för att uppnå ökad objektivitet och erhålla väl underbyggda slutsatser.

För det tredje krävs neutralitet, vilket förutsätter att uppsatsskrivaren inte överdriver för sig själv och ger sin undersökning fördelaktiga fakta eller undandömmar negativ fakta. Det finns ingen anledning för mig att göra detta, eftersom uppsatsen är av akademisk karaktär och inte skriven på uppdrag av någon.

Den fjärde och sista komponenten är balansen mellan olika perspektiv. Således tas hänsyn till att olika personer ser verkligheten på olika sätt. Då jag erhållit information i ämnet från flera oberoende källor så har jag sett problemet ur flera olika perspektiv. Genom detta förfarande anser jag ha minskat subjektiviteten i min uppsats till en rimlig nivå.

Validitet och reliabilitet

Validitet brukar definieras som mätinstrumentets förmåga att mäta det som man avser att mäta. Validitet kan indelas i inre och yttre validitet. Inre validitet innebär att undersökningen verkligen mäter det den avser att mäta. Yttre validitet uppstår då det finns en god överensstämmelse mellan det utfall man får vid den valda mätmetoden och

⁵ Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, 1991, s 82.

⁶ Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, 1991, s 26 f.

hur det verkligen förhåller sig.⁷ Mitt val av att studera litteratur och artiklar inom ämnet har bidragit till att den inre validiteten är god. Vad beträffar den yttre validiteten så får den anses vara relativt god. För att få en ännu bättre yttre validitet krävs en mer omfattande undersökning. Det kan finnas faktorer som jag missat, men anser att jag tagit fram de väsentligaste faktorerna. Bland det material jag samlat in har jag varit noga med att avskilja det som jag inte ansett vara tillfredsställande och behållit det jag funnit relevant, vilket påverkat validiteten i positiv riktning.

Med reliabilitet menas hur pålitliga mätningarna är. Hög reliabilitet betyder att oberoende mätningar skall i stort sett ge samma resultat.⁸ I mitt fall borde en hög reliabilitet föreligga, eftersom jag mestadels använt mig av offentlig litteratur och offentliga artiklar.

Källkritik till sekundärdata

Genom att den använda sekundärdatan mestadels är av sent datum så är samtidskravet uppfyllt. Många artiklar är inlägg i en fortgående debatt i ett ämne som är under utredning.

Jag anser inte att jag kan ge någon tendenskritik till min sekundärdata, eftersom de flesta författare jag använt mig av inte själva har något intresse av att styra informationen i en viss riktning.

Beträffande beroendekritiken har jag använt mig av litteraturens och artiklarnas författarhänvisningar till andra författare som jag därigenom fått uppslag att använda. Således har vissa källor legat som grund för och utövat inflytande på andra. Det faktum att amerikanska forskare svarar för en avsevärd del av litteraturen till uppsatsen ökar min beroendekritik. Beroendekritiken mildras dock något eftersom litteraturen och artiklarna är skrivna utifrån separata syften.

Då det nästan inte alls existerar någon svensk litteratur inom ämnet har jag i min uppsats till stor del använt mig av engelskspråkig litteratur. Detta kan ha lett till att jag ibland har misstolkat den ursprungliga textens innebörd vid min översättning. Jag har säkerligen även gått miste om en del viktig data, då den mesta informationen inom ämnet finns i utländska tidskrifter och det inte alltid är så lätt att överskåda den.

Källkritik till primärdata

Samtidskravet anser jag vara uppfyllt eftersom intervjuerna hållits under uppsatsskrivandets gång. Intervjuerna sammanställdes direkt efter att de genomförts. Den övriga primärdatan i form av remissyttranden har varit nyutgiven information, vilket också bidragit till att uppfylla samtidskravet.

⁷ Halvorsen, K., *Samhällsvetenskaplig metod*, 1992, s 41.

⁸ Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, 1991, s 29.

Tendenskritik är befogad eftersom intervjupersonerna representerar sina organisationers intressen. De kan framhålla fördelar och nackdelar som är specifika för dem.

Beroendekritiken är låg eftersom de intervjuade inte är beroende av varandra.

Historik⁹

I detta kapitel följer en kort redogörelse för aktiebolagslagens historiska utveckling beträffande aktiebolagens möjligheter till att förvärva egna aktier. Sveriges första aktiebolagslag tillkom 1848, därefter har den reviderats vid fyra tillfällen och snart står den inför en femte omarbetning.

1848 års aktiebolagslag

I de tillfälliga bolagssammanslutningar, som existerade före det moderna aktiebolaget, förekom nästan aldrig frågor gällande förvärv av egna aktier och nedsättning av aktiekapitalet. Kapital som investerades i tidiga handelskompanier var enbart bundet under en viss tid för att därefter åter delas ut till ägarna. När man senare betraktade aktiekapitalet som en permanent bolagstillgång uppkom behov av att skydda det.

Första svenska aktiebolagslagen tillkom 1848. I denna lag var det förbjudet att nedsätta aktiekapitalet. Men i praktiken kunde aktiekapitalet ändras inom vissa gränser. Det var även tillåtet för bolag att med disponibla vinstmedel förvärva egna aktier. Det var dock förbjudet att förvärva egna aktier med det kapital som var nödvändigt för att täcka aktiekapitalet. Meningarna var mycket delade, en vanlig uppfattning var att bolag skulle berömmas om aktiekapitalet, som utgjorde en skuld till ägarna, kunde minskas.

1895 års aktiebolagslag

I 1895 års aktiebolagslag infördes för första gången ett förbud mot förvärv av egna aktier. Bestämmelsen har till sitt materiella innehåll varit oförändrad sedan dess. Motiven till förbudet har dock förändrats med tiden. Det ursprungliga motivet var att skydda aktiebolagens borgenärer. I denna aktiebolagslag infördes även för första gången bestämmelser om nedsättning av aktiekapitalet. För att förhindra ett kringgående av dessa bestämmelser så införde man alltså samtidigt ett förbud mot förvärv av egna aktier.

Indirekta förvärv av egna aktier reglerades ej i denna lag. I praktiken var det dock tillåtet ända tills 1944 års lag omfattade förbudet till att avse även dotterbolags förvärv av moderbolagsaktier.

1910 års aktiebolagslag

I 1910 års aktiebolagslag bibehölls förbudet mot förvärv av egna aktier. Det huvudsakliga motivet bakom förbudet denna gång var att förhindra spekulation och stödköp i egna aktier. Förbudet begränsades sålunda mot denna bakgrund till förvärv

⁹ SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*, Bilaga 1, s 17 f.

mot vederlag. Kopplingen till nedsättningsreglerna sköts i bakgrunden. Man gjorde dock ett undantag från förbudet då man tillät aktiebolag att på auktion inropa för bolagets fordran utmätt aktie. Aktiebolaget var dock tvungna att göra sig av med aktien så fort det kunde ske utan att någon förlust uppkom. Liksom tidigare lagstiftningar reglerades ej vilka rättigheter som skulle kunna utövas för innehavda egna aktier.

Indirekta förvärv eller innehav av egna aktier reglerades ej heller i 1910 års aktiebolagslag.

I motiven till 1910 års aktiebolagslag skiljer man på två fall av förvärv av egna aktier. Förvärv för dödning respektive förvärv för framtida avyttring. Då det gäller förvärv för dödning av aktierna så kan, men inte behöver, detta utgöra en nedsättning av aktiekapitalet. Om förvärvet och dödningen sker i förening med en nedsättning av aktiekapitalet så borde aktiekapitalet på balansräkningens passivsida minska med de förvärvade aktiernas belopp. Om förvärvet och dödningen sker utan att aktiekapitalet nedsätts så borde aktiekapitalet kvarstå oförändrat och de förvärvade aktierna ej tas upp som tillgång. Vid förvärv av egen aktie för framtida avyttring så skall aktiens värde ej tas upp som tillgång i balansräkningen. Därmed undveks en felaktig föreställning om företagets verkliga ställning och man minskade på så sätt även risken för ett kringgående av reglerna om nedsättning av aktiekapitalet genom köp av egna aktier.

1944 års aktiebolagslag

Även i 1944 års aktiebolagslag bibehölls förbudet att förvärva egna aktier med tillägget att förvärv i strid mot förbudet skulle vara ogiltigt. Motivet bakom förbudet var att det var nödvändigt för att förhindra bolag från att spekulera i egna aktier, detta eftersom de ansågs kunna påverka det egna bolagets aktiekurser. Det fortsatta förbudet mot förvärv av egna aktier var även av betydelse för att bibehålla reglerna gällande aktiekapitalets nedsättning.

För första gången diskuterades i lagberedningen avsaknaden av ett förbud mot de indirekta förvärv av egna aktier, som användes för att kringgå lagstiftningen. Förbudet att förvärva egna aktier utvidgades därmed i denna lagstiftning till att omfatta även dotterbolags förvärv av aktier i moderbolag.

Även aktiebolags möjlighet att utöva rösträtt diskuterades här för första gången. Man ansåg att om styrelsen, å bolagets vägnar för dess innehav av egna aktier, tilläts utöva rösträtt så skulle uttrycket för aktieägarnas vilja förryckas. Därmed inrättades även ett förbud mot utövande av rösträtt för egna aktier.

1975 års aktiebolagslag

Förbudet att förvärva egna aktier bevarades även i 1975 års aktiebolagslag. Motiven var främst hänsyn till bolagets borgenärer. Man ansåg att om aktiebolag skulle tillåtas att förvärva egna aktier så skulle detta ha samma verkan som en återbetalning till aktieägarna i samband med nedsättning av aktiekapitalet. Andra motiv var risken för ett

underlåtande av likhetsprincipen¹⁰ vid återköp till en kurs över aktiernas verkliga värde samt risken för spekulation i egna aktier.

Nytt i aktiebolagslagen var att förbudet att återköpa egna aktier utsträcktes till att även avse vederlagsfria förvärv. I lagens nya lydelse så förenklades reduktionsregeln gällande ömsesidiga aktieinnehav. Dotterbolags innehav av aktier i moderbolag skulle inte längre anses ha något värde i moderbolagets balansräkning.

Mera utförlig beskrivning av 1975 års aktiebolagslag finns nedan i kapitel 6, Svensk nationell rätt.

Sammanfattning av de historiska motiven

Av vad som ovan anförts kan det konstateras att de bakomliggande motiven, till att förbjuda förvärv av egna aktier, har ändrats under aktiebolagslagens historiska utveckling.

Förbudets ursprungliga motiv, i 1895 års aktiebolagslag, var att skydda aktiebolagens borgenärer. I 1910 års aktiebolagslag ändrades motiven. Denna gång ville man genom förbudet huvudsakligen förhindra spekulation och stödköp i egna aktier. Motiven bakom förbudet i 1944 års aktiebolagslag var mycket likartade de som angavs i 1910 års aktiebolagslag. Förbudet bibehölls i syfte att förhindra spekulation i egna aktier, eftersom bolagen ansågs kunna påverka sin egna aktiekurs. I 1975 års aktiebolagslag svängde motiven. Man återgick till förbudets ursprungliga motiv, vilket var att skydda bolagets borgenärer. Förutom detta främsta motiv förekom ytterligare två motiv, vilka var risken för ett åsidosättande av likhetsprincipen samt risken för spekulation i egna aktier.

Det kan således konstateras att förbudet, historiskt sett, haft ett begränsat antal motiv där prioritetsordningen dem emellan har varierat.

¹⁰ Likhetsprincipen innebär att alla aktieägare har rätt till lika förmåner i ett aktiebolag i såväl röst- som kapitalandelshänseende såvida inget annat föreskrivs i bolagsordningen. Vid förvärv av egna aktier till ett pris som överstiger dess verkliga värde så åsidosätts således likhetsprincipen.

EG:s Bolagsrätt

I detta kapitel skall jag börja med att redogöra för de bolagsrättsliga regleringar som förekommer inom den Europeiska Unionen (EU). Härfter kommer jag att redogöra för vilka regleringar som finns beträffande förvärv av egna aktier inom EU. I Europa har den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen påverkats av EU:s vilja att harmonisera det bolagsrättsliga regelverket inom unionen. Sverige är sedan den 1/1-1995 medlem i EU. Det innebär att EG:s rättsakter på bolagsrättens område skall tillämpas på svenska aktiebolag, således måste den svenska aktiebolagsrätten uppfylla EG:s krav.

EG:s bolagsdirektiv

Redan på 1960-talet började man att harmonisera bolagsrätten bland EU:s medlemmar. Arbetet har successivt blivit allt mer omfattande samt kommit att omfatta allt fler länder i samband med att nya medlemsstater tillkommit. De rättsakter som EG utfärdat på bolagsrättens område utgörs främst av direktiv. Genom direktiv åläggs medlemsstaterna att dels anpassa de nationella bolagsrättsliga lagstiftningarna till direktivens krav, dels underlåta sådana framtida ändringar av lagstiftningen så att direktivens krav inte längre uppfylls. Direktiven anger ett visst resultat som skall uppnås inom en bestämd tid, men överlåter åt staterna själva att bestämma form och tillvägagångssätt för den nationella implementeringen. Medlemsstaterna kan uppställa längre gående krav än vad direktiven föreskriver.

Inom EU har hittills nio s.k. bolagsdirektiv offentliggjorts och ytterligare fyra direktiv har av Kommissionen lagts fram som förslag, vilka ännu inte antagits.¹¹ Direktiven syftar till att underlätta bolagens verksamhet på den gemensamma marknaden genom att i medlemsstaterna skapa en minsta gemensam skyddsnivå för den som i egenskap av ägare, långivare eller arbetstagare träder i förbindelse med ett bolag som hör hemma i gemenskapen. Flertalet av bolagsdirektiven är starkt präglade av den nationella bolagslagstiftningen i en eller flera medlemsstater. Detta gäller främst de tidigaste direktiven, vilka haft både tysk och fransk bolagslagstiftning som förebilder.¹² Inom EU-länderna styrs rättsläget beträffande förvärv av egna aktier till stor del av EG:s andra bolagsdirektiv.

EG:s andra bolagsdirektiv

EG:s andra bolagsdirektiv (77/91/EEG) utfärdades 1976. Direktivet är ett försök till att harmonisera medlemsländernas regler när det gäller kapitalskydd i aktiebolag. Därmed upptas även bestämmelser beträffande förvärv av egna aktier. Direktivets bestämmelser är utformade som minimikrav som skall uppfyllas av lagstiftningen i de medlemsstater som tillåter förvärv av egna aktier. Det är alltså upp till varje medlemsstat att själv bestämma om återköp av aktiebolags egna aktier skall tillåtas, bara man håller sig till

¹¹ SOU 1997:22, *Aktiebolagets Kapital*, s 163.

¹² Skog, R., *EU och den svenska bolagsrätten*, Stockholm, 1995, s 3.

minimikraven. Direktivet gäller endast publika aktiebolag och reglerar ingenting beträffande privatägda bolag.

De centrala bestämmelserna om aktiebolags förvärv och innehav av egna aktier återfinns i direktivets fjärde avsnitt (art 19-24 a).

Följande minimikrav går att återfinna i artikel 19:

- Förvärv av egna aktier får endast ske efter tillstånd av bolagsstämman som skall ange de närmare förutsättningarna för detta och särskilt det högsta antal aktier som får förvärvas, inom vilken tid tillståndet gäller samt vid förvärv mot vederlag det lägsta och högsta vederlaget.
- Vid två undantagsfall får medlemsstaterna medge att beslut om förvärv av egna aktier bestäms utan tillstånd av stämman: Om förvärvet är nödvändigt för att bolaget skall undgå en betydande och nära förestående skada eller om förvärvet skall ske i syfte att sprida aktierna till bolagets anställda.
- Förvärv av egna aktier får ej leda till att bolagets nettotillgångar efter förvärvet understiger summan av aktiekapitalet och icke utdelningsbara reserver samt att det nominella värdet av ett bolags sammanlagda innehav av egna aktier inte får överstiga tio procent av bolagets aktiekapital.
- Förvärv av egna aktier får endast omfatta helt betalda aktier.

I artikel 20 medges en del förvärvssituationer där medlemsländerna ej behöver tillämpa artikel 19. Dessa undantagssituationer är bl.a. då förvärv av egna aktier sker för att sätta ned aktiekapitalet eller som ett led i en allmän förmögenhetsöverföring. De aktier som förvärvats med stöd av undantagsbestämmelse i artikel 20, måste enligt respektive nationell lagstiftning avyttras inom viss tid om bolagets sammanlagda aktieinnehav överstiger tio procent av aktiekapitalet. Dock ej längre än tre år. Om tidsfristen ej beaktas blir aktierna ogiltiga.

I artikel 21 anges att aktier som förvärvats i strid med direktivet skall avyttras inom ett år från förvärvet. Om aktierna inte avyttras inom tidsfristen så blir de ogiltiga.

Vid innehav av egna aktier regleras i artikel 22 att rösträtt aldrig skall kunna utövas för de egna aktierna. Vidare sägs i artikeln att om de förvärvade aktierna tas upp som en tillgång i balansräkningen skall ett motsvarande belopp, som bolaget inte får förfoga över, tas upp som en reserv bland skulderna.

Artikel 23 anger förbud för aktiebolag att ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet i syfte att tredje man skall förvärva aktier i bolaget.

I artikel 24 stadgas att bestämmelserna om förvärv av egna aktier skall äga motsvarande tillämpning då bolag tar emot egna aktier som säkerhet.

Dessa bestämmelser rörande bolags förvärv av egna aktier kompletteras sedan 1992 med bestämmelser avsedda att begränsa dotterbolags möjligheter att förvärva aktier i sitt moderbolag (92/101/EEG).

EG:s andra bolagsdirektiv är i dag implementerat i de allra flesta av EU:s medlemsländer. Alla länder utom Sverige och Lichtenstein har utnyttjat möjligheten att inom direktivets ram tillåta förvärv av egna aktier. Det förekommer dock många skillnader mellan ländernas nationella lagstiftning på området.

Internationell rätt¹³¹⁴

I detta kapitel beskriver jag det rådande rättsläget, beträffande förvärv av egna aktier, hos de länder med vilka Sverige bedriver mycket stor handel. Kapitlet inleds med de Nordiska grannländerna, Danmark, Finland och Norge. Härfter presenteras de europeiska storländerna, Tyskland, Frankrike och Storbritannien. Sedan följer en redogörelse för rättsläget i USA och Japan. Kapitlet avslutas därefter med kommentarer till den internationella rätten.

Danmark

I Danmark har aktiebolag under mycket lång tid kunnat förvärva egna aktier. Förslag om ny lagstiftning gällande förbud mot att återköpa egna aktier har dock aktualiserats vid tre olika tillfällen, nämligen 1901, 1930 och 1969. Dessa lagförslag kritiserades hårt av företrädare från näringslivet och antogs därför aldrig av Folketinget.

Den danska aktiebolagslagen har idag anpassats till EG:s andra bolagsdirektiv. Aktiebolag får maximalt förvärva egna aktier till ett värde motsvarande tio procent av aktiekapitalet. Beslut att förvärva egna aktier fattas av styrelsen och måste godkännas av bolagsstämman. Vid en allvarlig och akut situation kan dock beslut fattas utan bolagsstämmans godkännande. Förvärvet får inte inkräkta på det bundna kapitalet i bolaget. Företaget tillåts att behålla de återköpta aktierna under en obegränsad tid så länge innehavet hålls inom tioprocentgränsen. Bolaget kan under innehavstiden inte utöva några rättigheter för de egna aktierna.

Finland

I Finland råder idag förbud för aktiebolag att förvärva egna aktier. Med bakgrund av ett utredningsförslag från den finländska Aktiebolagskommissionen lade regeringen våren 1996 fram en proposition med förslag om ändringar i den finländska aktiebolagslagen.

Enligt förslaget, som anpassats till EG:s andra bolagsdirektiv, skall aktiebolag kunna förvärva egna aktier. Beslut att förvärva egna aktier skall fattas av bolagsstämman eller av styrelsen efter stämmans bemyndigande. Förvärven får endast ske inom ramen för disponibla vinstmedel. Aktiebolagen får maximalt förvärva aktier motsvarande fem procent av aktiekapitalet eller röstetalet för samtliga aktier i bolaget. För att förhindra otillbörlig kurspåverkan har man föreslagit; att köp av aktier som är föremål för offentlig handel skall få ske tidigast en vecka efter att bolaget offentliggjort sitt förvärvsbeslut. Vid försäljning av egna aktier så skall aktieägarna ha företrädesrätt att få köpa dessa aktierna, såvida inte stämman beslutar något annat.

¹³ SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*, Bilaga 1, s 23 f.

¹⁴ Skog, R., *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, Svensk Juristtidning nr 3, 95/96, s 753 f.

Norge

Under våren 1996 presenterades ett nytt utredningsförslag (NOU 1996:3) beträffande ny norsk aktiebolagslag. Detta lagförslag är en anpassning till de krav som följer av EES-avtalet och EG-rätten. Utredningsförslaget innebär att aktiebolag skall kunna förvärva egna aktier. Beslut att förvärva egna aktier skall fattas av styrelsen efter bemyndigande av bolagsstämman. Aktiebolagen får högst förvärva aktier till ett värde som motsvarar tio procent av aktiekapitalet. Förvärven får ej inkräkta på bolagets bundna kapital. Det förekommer inga regleringar beträffande innehavstiden för de egna aktierna så länge innehavet hålls inom tioprocentgränsen. Förslaget innehåller ej heller några regler gällande avyttring av de egna aktierna. Aktiebolaget kan ej utöva några rättigheter för de egna aktierna.

Tyskland

Tyskland införde år 1870, som första land i Europa, ett förbud mot förvärv av egna aktier. Bakgrund till förbudet var att de tyska aktiebolagen spekulerade mycket stort i de egna aktierna. Förbudet ansågs vara alltför ovillkorligt vilket ledde till en lagrevidering 1884. Förvärv av egna aktier blev tillåtet i syfte att stödja aktiekursen. Detta beteende blev dock allt vanligare inom det tyska näringslivet, särskilt inom banksektorn. I juli 1931 kollapsade aktiemarknaden och banksektorn i Tyskland. Flera av de största bankerna hade då förvärvat egna aktier motsvarande mer än hälften av sina utestående aktier. Lagstiftningen reviderades och förbud att förvärva egna aktier infördes därmed ytterligare en gång. Förbudet var dock denna gång förenat med ett undantag för förvärv nödvändiga för att avvärja en svår skada för bolaget. Vidare begränsades det tillåtna utrymmet för bolagets sammanlagda innehav av egna aktier till tio procent av bolagets samtliga aktier.

Den tyska aktiebolagslagen av idag grundar sig till stora delar på 1931 års aktiebolagslag. Man har enbart gjort vissa justeringar för att anpassa den till EG:s andra bolagsdirektiv. Som huvudregel får ett aktiebolag ej förvärva egna aktier. Från detta finns dock flera undantag bl.a. får förvärv av egna aktier ske för att avvärja en svår och omedelbart förestående skada för bolaget. Förvärv tillåts även i syfte att erbjuda aktierna till bolagets anställda samt för att lösa ut en minoritet i samband med en företagssammanslagning. Under förutsättning att det sammanlagda innehavet av egna aktier hålls inom tioprocentgränsen, kan aktierna innehas på obestämd tid. Bolaget kan inte rösta eller utöva rättigheter för aktierna under innehavstiden. Förvärvet får ej inkräkta på bolagets bundna kapital. Beslut att förvärva egna aktier kan fattas av bolagets ledningsorgan.

Frankrike

Som huvudregel får det franska aktiebolaget Société Anonyme inte förvärva egna aktier. Det förekommer dock tre undantag. Förvärv av egna aktier tillåts i syfte att justera ned aktiekapitalet, i syfte att erbjuda aktierna till bolagets anställda inom ramen för ett vinstutdelningsprogram samt i syfte att stabilisera kursen på aktierna. Förvärv i syfte att stabilisera kursen kan beslutas av styrelsen efter bemyndigande av bolagsstämman. De

franska regleringarna är till viss del även mer restriktiva än vad EG-direktivet kräver. Bolaget måste nämligen vid varje tidpunkt ha disponibla vinstmedel som motsvarar värdet på det sammanlagda innehavet av egna aktier. Bolagets innehav av egna aktier får varken överstiga tio procent av antalet aktier i bolaget eller tio procent av antalet aktier i ett visst aktieslag. De förvärvade aktierna kan innehas på obegränsad tid.

Storbritannien

Sedan 1887 har ett strikt förbud mot förvärv av egna aktier existerat i Storbritannien. Förbudet motiverades med att förvärv av egna aktier skulle innebära ett kringgående av reglerna gällande nedsättning av aktiekapitalet samt risken för oönskad spekulation i egna aktier. Trots flera revisioner av den brittiska aktiebolagslagen bibehölls det huvudsakliga förbudet att förvärva egna aktier

I Storbritannien råder även nu ett principiellt förbud mot förvärv av egna aktier. Men sedan början av 1980-talet existerar dock så stora undantag från förbudet att det i praktiken är tillåtet för företagen att förvärva sina egna aktier. Aktiebolagen får förvärva egna aktier om bolagsordningen innehåller en bestämmelse som uttryckligen tillåter detta. Beslut av förvärv fattas av bolagsstämman som också skall ange de närmare villkoren för förvärvet. Om aktierna skall återköpas via börsen krävs det endast enkel majoritet för beslut, medan om förvärvet sker utanför börsen krävs det kvalificerad stämmomajoritet för beslut. Sedan det blev tillåtet att förvärva egna aktier har de flesta återköpsprogrammen genomförts via den öppna aktiemarknaden. I Storbritannien finns inte någon begränsning av hur många aktier företagen får förvärva, men de förvärvade aktierna får inte avyttras utan måste omedelbart annulleras. Brittiska aktiebolag får således förvärva men inte inneha egna aktier. Förfarandet påminner därmed mycket om inlösen av aktier.

USA

Till skillnad mot Europa är synen på förvärv av egna aktier annorlunda i USA. De flesta delstater tillåter som huvudregel att aktiebolagen förvärvar egna aktier. Återköp av de egna aktierna betraktas som utdelning till aktieägarna och kan genomföras inom ramen för reglerna om vinstutdelning. I USA existerar inte någon kamp mellan lagstiftare och näringsliv. Detta har givit upphov till en mer liberal syn beträffande företags rätt till återköp av egna aktier i USA jämfört med Europa.

Huvuddelen av de amerikanska storföretagen är inregistrerade i och lyder under bolagslagstiftningen i delstaten Delaware. Denna lag återspeglar bra den liberala synen på återköp av egna aktier som finns i USA. Lagen säger i korthet att alla bolag har möjlighet att köpa, erhålla, lösa in, sälja, låna ut och byta sina egna aktier förutsatt att bolagen har täckning för sitt kapital. De amerikanska företagen kan köpa tillbaka ett obegränsat antal av sina egna aktier. Beslut om förvärv av egna aktier kan fattas av styrelsen som även avgör huruvida aktier skall dödas eller behållas för framtida bruk. Aktier som efter återköpet finns kvar i bolaget är inte röstberättigade för bolaget och får inte heller tas upp som en tillgång i bolagets balansräkning.

Förvärv av egna aktier fick sitt genombrott i USA under slutet av 1970-talet. 1977 svarade återköp av egna aktier för tio procent av det totala belopp som återbetalades till aktieägarna, vilket kan jämföras med 40 procent tio år senare. Under perioden 1984-1989 tillkännagavs ca 1500 förvärv av egna aktier i amerikanska börsbolag. De största och mest uppmärksammade återköpen skedde i Exxon och i Coca-Cola. Under perioden 1983-1988 genomförde Exxon återköp av drygt 500 miljoner egna aktier till ett värde av ca 15 miljarder USD. Vid utgången av 1988 hade Exxon återköpt mer än en fjärdedel av sin egna aktiestock. Under perioden 1984-1992 genomförde Coca-Cola återköp av drygt 400 miljoner egna aktier, vilket även detta motsvarade en fjärdedel av totalantalet aktier i bolaget. 1992 beslutade bolaget att fram till år 2000 återköpa ytterligare 100 miljoner aktier.

Japan

Vid en revidering av de japanska bolagsreglerna 1981, tilläts japanska aktiebolag att i begränsad omfattning direkt förvärva egna aktier. Enligt huvudregeln får ett aktiebolag inneha maximalt 1/20 av sin egna aktiestock. Det finns dock undantag från huvudregeln vid inlösen, exempelvis vid förvärv som är resultat av en fusion och vid köp av annat bolag. Aktiebolaget kan vid dessa undantagsfall förvärva egna aktier om det förbinder sig att sälja dem i framtiden. För de egna aktierna kan rösträtt utövas endast i vissa frågor.

Avslutande kommentarer till internationell rätt

Vid en jämförelse med andra länder kan det konstateras att den svenska aktiebolagslagen är mer restriktiv. Samtliga EU-länder tillåter numera förvärv av egna aktier på villkor som bestämts av EG:s andra bolagsdirektiv. Även tre av de fyra kvarvarande EFTA-länderna tillåter förvärv av egna aktier. Som tidigare nämnts så är det endast Lichtenstein som inte tillåter och inte heller har några offentliggjorda planer på att tillåta aktiebolag att förvärva egna aktier. Till skillnad mot USA har rättsutvecklingen i Europa framförallt präglats av en kamp mellan å ena sidan lagstiftaren som eftersträvat ett strikt förbud mot förvärv av egna aktier och å andra sidan näringslivets företrädare som velat upprätthålla vissa möjligheter till sådana förvärv.

De främsta motiven till att upprätthålla ett förbud mot förvärv av egna aktier har hos de flesta länderna varit risken för spekulation i de egna aktierna samt risken för olika behandling av aktieägarna. Även motiven till att tillåta förvärv av egna aktier har varit mycket likartade hos de olika länderna. De huvudsakliga motiven har varit; att kunna stabilisera kursen på aktierna, att kunna köpa aktier i syfte att erbjuda dem till bolagets anställda inom ramen för ett vinstutdelningsprogram samt i syfte att kunna eliminera vissa ägares aktieinnehav.

Svensk nationell rätt

Detta kapitel inleds med en kort beskrivning av den nuvarande Aktiebolagslagen (1975:1385), gällande förvärv av egna aktier. Härfter redogör jag för Aktiebolagskommitténs förslag till ny aktiebolagslag, vilket går under namnet Aktiebolagets Kapital, SOU 1997:22.

Nuvarande aktiebolagslag

Den 1 januari 1977 trädde den nuvarande Aktiebolagslagen (1975:1385) i kraft. Som huvudregel är det förbjudet för aktiebolagen i Sverige att förvärva egna aktier (ABL 7:2). Det finns dock tre undantagsfall (ABL 7:2 2st) där det är tillåtet för företagen att återköpa egna aktier:

1. Vid övertagande av affärsrörelse förvärva däri ingående aktie.
2. Vid auktion inropa för företagets fordran utmätt aktie.
3. Vid tvångsinlösen av aktie från en aktieägarminoritet, p.g.a. maktmissbruk (enl. ABL 13:3).

Om de förvärvade aktierna ej indragits genom nedsättning av aktiekapitalet så skall de avyttras så snart det kan ske utan förlust, dock senast tre år efter förvärvet. En aktie som varken indragits eller avyttrats inom tre år från förvärvet, är ogiltig. Bolaget skall i sådana fall sätta ned aktiekapitalet med aktiens nominella belopp. Förslag till beslut om nedsättning skall läggas fram på bolagsstämman efter det att aktiernas ogiltighet har inträtt. Nedsättningsbeloppet skall överföras till reservfonden. Underlåter bolaget att iaktta föreskrifterna om nedsättning och avsättning till reservfonden så kan skadeståndsansvar komma att utdömas för bolagsorganen enligt ABL 15 kap.

Aktie som tillhör bolaget får ej företrädas av styrelsen på bolagsstämman (ABL 9:1 4st). Bolaget kan således ej utöva rösträtt för aktierna under innehavstiden. Bolaget får inte heller lämna någon utdelning på de egna aktierna. De egna aktierna skall under innehavstiden upptagas i balansräkningen som tillgång utan värde (ABL 11:7 4st).

För att moderbolag inte skall försöka kringgå förbudet genom att låta sitt dotterbolag förvärva aktier i moderbolaget, så gäller förbudet även i fråga om aktier i dotterföretagets moderbolag.

Avtal som strider mot förbudet att förvärva egna aktier är ogiltigt, även om överlåtaren var i god tro.

Aktiebolagskommitténs förslag till ny aktiebolagslag¹⁵

¹⁵ SOU 1997:22, Aktiebolagets Kapital, s 247-253.

1990 bemyndigades Justitiedepartementet av regeringen att tillkalla en kommitté med uppdrag att göra en översyn av aktiebolagslagen. Kommittén fick namnet Aktiebolagskommittén, vilken är en arbetsgrupp bestående av riksdagsledamöter och sakkunniga i form av jurister och ekonomer. Aktiebolagskommitténs förslag till en förändring av aktiebolagslagen presenterades i ett delbetänkande i mars 1997 med namnet Aktiebolagets Kapital, SOU 1997:22.

Aktiebolagskommittén anser i sitt delbetänkande (SOU 1997:22) att tiden nu är mogen för Sverige att tillåta förvärv av egna aktier. För en sådan reform talar näringslivets och de finansiella marknadernas snabba internationalisering och den pågående harmoniseringen av svensk bolagsrätt till en europeisk standard. Möjligheten att förvärva egna aktier skulle vara till fördel för svenska företag och svenskt näringsliv. I dag där praktiskt taget hela vår omvärld tillåter förvärv av egna aktier framstår det svenska förbudet som en nackdel för Sverige i den internationella konkurrensen.

Aktiebolagskommitténs förslag att tillåta förvärv av egna aktier har utformats med tanke på att främja en aktiv ägarfunktion i företagen. Man vill öka ägarnas möjligheter till en större flexibilitet i kapitalstrukturen vilket gynnar ett långsiktigt effektivt utnyttjande av företagets och näringslivets resurser. Om ägarna kan använda medlen på ett alternativt sätt som ger högre avkastning än vad företaget själv kan åstadkomma, skall medlen inte stanna i företaget utan återföras till ägarna. Vidare skulle förvärv av egna aktier kunna användas som ett enkelt betalningsinstrument vid förvärv av företag och annan egendom.

Aktiebolagskommitténs förslag har även utformats med utgångspunkt ifrån EG:s andra bolagsdirektiv (77/91/EEG) då dessa krav måste ligga som minimikrav vid införandet. Kommittén har dock inte velat kopiera internationell lag utan man har velat utforma en lagstiftning med hänsyn till Sveriges egna värderingar. Därför har kommittén anfört vissa inskränkningar som sträcker sig längre än EG:s andra bolagsdirektiv. Dessa inskränkningar kan delas upp i ett bolagsrättsligt perspektiv och i ett börs- och värdepappersrättsligt perspektiv.

Bolagsrättsligt perspektiv

I korthet innebär Aktiebolagskommitténs förslag till regler om förvärv och överlåtelse av egna aktier följande:

- Ett privat aktiebolag¹⁶ skall enligt kommittén kunna förvärva egna aktier genom en förhandlad överenskommelse mellan bolaget och en eller flera ägare eller genom ett förvärvserbjudande riktat till samtliga ägare av visst aktieslag. För att minimera risken för utpressningsliknande situationer där ett publikt aktiebolag mer eller mindre tvingas återköpa aktier av en ägare som hotar ta kontrollen över bolaget, s.k. ”greenmail”, så föreslår kommittén att publika aktiebolag endast skall kunna förvärva egna aktier på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom ett förvärvserbjudande som

¹⁶ I ABL 1:2 särskiljs privat och publikt aktiebolag. Enligt ABL 1:3 utgörs ett privat aktiebolag av ett företag med aktiekapital som uppgår till minst 100.000 kr medan ett publikt aktiebolag har ett aktiekapital som uppgår till minst 500.000 kr.

riktas till samtliga aktieägare eller samtliga ägare av visst aktieslag, (men således inte genom en förhandlad överenskommelse med en eller flera ägare). Därmed har Aktiebolagskommittén även beaktat likhetsprincipen, genom att ett återköpserbjudande således måste riktas till samtliga aktieägare enligt lika villkor.

- För båda bolagskategorierna föreslås att förvärv av egna aktier skall kunna ske endast under förutsättning att det omedelbart efter förvärvet finns full täckning för det bundna egna kapitalet i balansräkningen. Dessutom skall den allmänna försiktighetsprincipen¹⁷ som gäller för vinstutdelning även iaktas vid förvärv av egna aktier.
- Ett publikt aktiebolag skall vid varje given tidpunkt högst inneha tio procent av det totala antalet aktier i bolaget. Begränsningen gäller utan tidsbegränsning. Bolaget kan dra in aktierna och sätta ned aktiekapitalet med aktiernas nominella belopp. På det sättet kan utrymme skapas för ytterligare förvärv av egna aktier. För privata aktiebolag föreslås inte någon motsvarande övre gräns för innehav av egna aktier. Av lagens bestämmelse om stämmans skyldighet att fortlöpande fatta vissa beslut och förbudet för bolaget att företräda egen aktie på stämman följer att det i bolaget alltid måste finnas minst en aktie som inte ägs av bolaget självt.
- Aktier som förvärvats i strid mot dessa regler skall enligt kommitténs förslag avyttras senast en månad efter förvärvet. Om detta ej sker, skall aktierna anses vara ogiltiga och aktiekapitalet sättas ned med ett värde motsvarande aktiernas nominella belopp.
- För både privata och publika aktiebolag gäller att bolagsstämman beslutar om förvärv av egna aktier. I publika bolag ges även möjlighet för bolagsstämman att bemyndiga styrelsen att besluta om sådant förvärv. I samtliga fall krävs kvalificerad majoritet, d.v.s. mer än två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna måste biträda beslutet. Vill bolaget använda aktierna exempelvis som betalning vid ett företagsförvärv eller sälja dem på börsen så gäller motsvarande beslutsregler som vid riktad nyemission, d.v.s. det krävs att två tredjedelar av de avgivna rösterna samt två tredjedelar av de på stämman företrädda aktierna biträder beslutet.
- Har bolaget gjort ett giltigt förvärv av egna aktier så skall bolaget kunna behålla aktierna under obegränsad tid. Bolaget kan dock ej under innehavstiden utöva några rättigheter för de förvärvade aktierna. Beslutar bolaget att avyttra egna aktier så skall det ske med tillämpning av bestämmelserna om nyemission, vilket då ger befintliga aktieägare företrädesrätt.

Börs- och värdepappersrättsligt perspektiv

Det finns en risk för att bolagen genom köp och försäljning av egna aktier direkt påverkar sin egen aktiekurs på ett sätt som skulle kunna leda till att allmänheten förlorade förtroendet för aktiemarknaden. För att minimera denna risk föreslår Aktiebolagskommittén att regeringen eller Finansinspektionen, efter regeringens

¹⁷ Enligt ABL 12:2 innebär försiktighetsprincipen att vinstutdelning ej får ske med så stort belopp att utdelningen med hänsyn till bolagens och koncernens konsolideringsbehov, likviditet eller ställning i övrigt står i strid mot god affärssed.

bemyndigande, får meddela närmare föreskrifter angående regler som börs och auktoriserad marknadsplats skall ha avseende aktiebolags köp och försäljning av egna aktier.

Kommittén tar således klart avstånd från argumentet att företagen genom återköp bör kunna påverka sin egna aktiekurs. Enligt kommittén baseras argumentet på en felaktig rollfördelning mellan företagen och aktiemarknaden där man inte vill låta företagen själva styra utbud och efterfrågan på sina aktier. En uppmjukning av förbudet mot förvärv av egna aktier bör enligt kommittén endast komma till stånd om det införs regler i börs- och värdepapperslagstiftningen som minimerar risken för kurspåverkan.

Kommittén anser att det behövs regler liknande de som gäller på de amerikanska och brittiska aktiemarknaderna. Reglerna bör då innebära:

- Att förvärv och försäljning av egna aktier på aktiemarknaden endast får ske till en redan etablerad kurs, som exempelvis sätts som ett kursintervall på plus minus fem procent i förhållande till den genomsnittliga kursen under de närmast föregående tio dagarna.
- Att bolags förvärv respektive försäljning av egna aktier under en viss tidsperiod, till exempel en dag, får motsvara högst en viss andel av den dagliga köp- respektive försäljningsvolymen under en viss föregående tidsperiod.
- För att förhindra bolagen att bedriva regelrätt handel i egna aktier så vill kommittén att det införs regler som innebär att förvärv och försäljning av egna aktier skall vara tidsmässigt åtskilda, till exempel att det skall förflyta minst tre månader mellan förvärv och försäljning.
- Kommittén anser vidare att det skall finnas regler som reglerar att förvärv och försäljning endast får ske genom en börsmedlem och att det vid orderläggning särskilt skall anges att det är fråga om köp respektive försäljning av egna aktier. Sådana köp eller försäljningar bör vara förbjudet 30 minuter före handelsdagens stängning.
- Avslutningsvis anser kommittén att både förvärv och försäljning av egna aktier skall vara förbjudet under tiden närmast före offentliggöranden av bolagets hel- eller delårsbokslut.

Förvärvsmetoder¹⁸

I detta kapitel redogör jag för de olika förvärvsmetoder som finns. I praktiken förekommer tre olika metoder att förvärva egna aktier. Dessa är; offentliga erbjudanden, köp på marknaden och köp efter förhandlingar med en eller flera ägare.

Offentliga erbjudanden

Vid användande av offentliga erbjudanden så köper företaget tillbaka aktier direkt från befintliga aktieägare utan att gå via börser. Företaget anger det antal aktier man erbjuder sig att återköpa, till vilket pris och under hur lång tid erbjudandet gäller. Företaget har oftast rätt att köpa tillbaka fler aktier än vad som angivits, vilket kan ske om erbjudandet blivit övertecknat. Företaget har rätt att både förlänga eller ta tillbaka erbjudandet om inte det förutbestämda antalet aktier tecknats vid erbjudande periodens slut. Skulle erbjudandet vara fulltecknat så är företaget dock skyldiga att slutföra förvärvet enligt återköpsprogrammet. Övertecknas erbjudandet skall aktierna förvärfas pro rata (proportionsvis) från samtliga ägare som erbjudit sig att sälja. Oftast betalar företaget en extra premie på marknadspriset för att göra erbjudandet mera attraktivt. I praktiken överförs således värden från kvarvarande aktieägare till de aktieägare som säljer sina aktier och därmed lämnar företaget. Företag som använder sig av offentliga erbjudanden köper ofta stora delar av aktiestocken under en relativt kort tidsperiod.

För att bestämma priset på de aktier man vill förvärva direkt från aktieägarna, förekommer två metoder: "fixed price method" samt "dutch auction method"¹⁹. Vid "fixed price method" är det ett på förhand bestämt pris, således blir antalet återköpta aktier beroende av hur många aktieägare som accepterar det pris som företaget erbjudit. Vid "dutch auction method" får aktieägarna lämna in bud till vilken kurs de är beredda att sälja aktierna för. Därefter sammanställer företaget de priser som aktieägarna är villiga att sälja till och räknar ut det lägsta pris som krävs för att man skall få tillgång till de antal aktier som man vill förvärva. Alla deltagande aktieägare erbjuds sedan att sälja till uträknat pris. Aktieägare som begär ett högre pris för sina aktier än det uträknade förvärvspriset stannar således kvar som aktieägare i företaget. De första återköpen genom "dutch auction method" genomfördes 1981, sedan dess har metoden blivit allt mer populär i takt med att antalet företagsuppköp ökat. 1989 var metoden som mest populär, och i USA skedde då återköp genom "dutch auction" för åtta miljarder dollar.²⁰ I dag förekommer dock både "dutch auction" och "fixed price" metoderna i lika stor utsträckning.

¹⁸ Vermaelen, T, *Common stock repurchases and market signaling*, *Journal of Financial Economics* 9, 1981, s 143.

¹⁹ Dutch auction har fått sitt namn från den holländska blomsterhandeln där köpare och säljare använder sig av denna form av auktion för att få fram ett slutgiltigt pris. Säljaren sätter ett utropspris på aktuellt föremål, därefter faller priset på en klocka till dess att en köpare bjuder på objektet genom att trycka på en knapp som stoppar klockan. Detta bud från köparen blir det slutgiltiga köppriset.

²⁰ Gay, G., Kale, J., Noe, T., *(Dutch) Auction Share Repurchases*, *Economica*, 1996, s 57-80.

"Fixed price method" är bättre lämpad vid signalering om att företaget är undervärderat medan "dutch auction method" fungerar bättre för att avskräcka eventuella uppköpskandidater. Med "dutch auction method" kan man nämligen på ett mera säkert sätt återköpa tillräckligt antal aktier för att förhindra uppköp. Generellt så är företag som använder sig av "fixed price method" mycket mindre än företag som använder sig av "dutch auction method". Den bakomliggande orsaken till detta är att de mindre bolagen vanligtvis har mycket svårare att signalera om undervärden, då de inte annars får så mycket publicitet.²¹ "Dutch auction method" är även bättre lämpad om företaget strävar efter att utbetala så lite som möjligt till de aktieägare som säljer sina aktier till företaget. Undersökning gjord av Gay, Kale & Noe visar att den genomsnittliga premien som företagen utbetalar vid "dutch auction" ligger på 13.5% över den aktiekurs som var innan återköpsprogrammet blev offentligt.²²

Köp på marknaden

Vid denna metod går företaget ut och förvärvar sina egna aktier på den öppna marknaden, d.v.s. aktiebörsen eller annan organiserad marknadsplats. Företaget köper således stegvis tillbaka små kvantiteter av aktier från dag till dag på den öppna marknaden, och då till ett marknadspris genom en mäklare. Vanligt courtage utgår från företaget och de aktieägare som säljer sina aktier vet inte om vem som är köparen. Sådana här köp på den öppna marknaden kan pågå under flera år samtidigt som mängden aktier som återköps är relativt liten i förhållande till köp via "offentliga erbjudanden".

Köp efter förhandlingar med en eller flera ägare

Köp efter förhandlingar med en eller flera ägare är den av de tre metoderna som används minst. Vid denna metod förhandlar företaget direkt med en eller flera stora enskilda aktieägare om att återköpa aktier. Här kan således både företaget och den enskilda aktieägaren ta initiativ. Metoden används främst för att köpa ut ägare som hotar att ta kontrollen över ett företag.

Denna metod har dock utsatts för stark kritik därför att den åsidosätter likabehandlingsprincipen. Aktiebolagskommittén har därför i sitt delbetänkande (SOU 1997:22) förbjudit denna metod vad gäller publika aktiebolag. Ett sådant förbud kan dock endast omfatta de publika aktiebolagen, eftersom köp efter förhandlingar oftast är den enda möjligheten för de privata aktiebolagen.

Avslutande kommentarer till förvärvsmetoder

²¹Persons, John C., *Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offers*, The Journal of Finance, Vol. XLIX, No.4, Sept. 1994, s 1373.

²²Gay, G., Kale, J., Noe, T., *(Dutch) Auction Share Repurchases*, *Economica*, 1996, s 57-80.

Beroende på att återköpsaktiviteten är väsentligt högre i USA än i Europa så domineras detta område av amerikansk statistik. Från detta framgår att de flesta återköpen i USA sker direkt på aktiemarknaden och endast en mindre del genomförs genom offentliga uppköpserbjudanden. Under slutet av 80-talet var relationen tio till ett mellan återköp på marknaden och återköp genom offentliga uppköpserbjudanden. Återköp på marknaden sker till aktiernas dagskurser, medan offentliga uppköpserbjudanden oftast är förenade med en genomsnittlig premie på 20-25 procent. Återköp efter förhandling med en eller flera ägare är mycket sällsynta, vid tillfälle utbetalas dock mycket höga premier.

Alternativ till förvärv av egna aktier

I detta kapitel beskriver jag de alternativ som finns till förvärv av egna aktier. I dag existerar två användbara alternativ, nämligen aktieinlösen och aktieutdelning.

Aktieinlösen

Aktieinlösen är en ny trend i svenskt näringsliv. Det är de senaste årens enastående vinster i svenskt näringsliv som väckt tanken på inlösen. Motivet för inlösenförfarandet är att det anses som osunt med för mycket pengar i företagens kassor. Kan företagen inte använda pengarna i projekt som avkastar mer än ett bankkonto skall de delas ut till aktieägarna. Räntorna i Sverige är i dag ovanligt låga, vilket innebär att företag kan låna pengar till ca 6 procents ränta. Den säkra avkastningen i statspapper kan antas ligga på 5 procent. Den som investerar i aktier vill oftast ha en riskpremie på ca 3 procent, således krävs det en avkastning på 8 procent. Om företaget inte kommer upp i den avkastningsnivån är det bättre att skifta ut pengarna till aktieägarna.

Bestämmelser beträffande inlösen av aktier finns i Aktiebolagslagens 6 kap. I enlighet med dessa lagregleringar inleds inlösenförfarandet med att styrelsen ger alla aktieägarna ett erbjudande om att lösa in en viss procentandel av sina aktier. Vanligtvis läggs en premie på aktiens gällande marknadspris för att få så många som möjligt att acceptera inlösenbudet. Bolagsstämman måste därefter med 2/3-majoritet godkänna inlösenprogrammet.

Förutom att det egna kapitalet minskar vid aktieinlösen så förbättras nyckeltal som räntabilitet och vinst per aktie eftersom antalet aktier blir lägre. När vinsten per aktie ökar stiger även p/e-talet. Om så sker så stiger ofta även aktiekursen. P/e-talet är ett mått av börskurs/(vinst/aktie). Numera tillmäts p/e-talet stor betydelse vid värdering av företag.

Största skillnaden mellan inlösen och återköp är att aktierna makuleras efter det att inlösen skett medan återköpta aktier behålls av företaget för att kunna vidareförsäljas vid ett eventuellt framtida behov av ytterligare kapital. Företag som gjort aktieinlösen och önskar nytt riskkapital från aktieägarna måste således genomföra en kostsam nyemission.

Att lösa in aktier är ett komplicerat förfaringsätt. Först måste företaget underrätta samtliga fordringsägare, vilket görs genom tingsrätten. Denna process kan ta 6-9 månader. Nedsättning av aktiekapitalet anses nämligen öka risken för fordringsägare eftersom företagets reserver blir mindre. Företagen har dock kommit på vissa tekniska finesser för att kringgå lagstiftningen och därmed spara tid. Volvo gjorde så sent som våren 1997 aktieinlösen i samband med en riktad nyemission²³ så att aktiekapitalet därmed inte förändrades. På detta sätt behövs inte alla fordringsägare underrättas, vilket

²³ Riktad nyemission = Nyemission utan företrädesrätt för de gamla aktieägarna att teckna aktier.

påskyndar processen. Så länge inlösen görs inom ramen för det fria egna kapitalet behövs inget tillstånd från rätten och betydande tidsvinster kan då göras.

Ur skattesynpunkt är det i regel mer fördelaktigt med inlösen än exempelvis utdelning. Vid aktieutdelning betalar aktieägaren 30 procent i reavinstskatt, medan inlösen beskattas som försäljning. Eftersom beskattningen sker på mellanskillnaden av förvärvspriset och inlösenpriset kan skattesatsen för aktieägaren därmed bli lägre än vid vanlig utdelning. I Volvo, Sandvik och SSAB, de bolag som i dag har störst nettokassor, skulle dock skatteuttaget bli stort eftersom kurserna stigit så kraftigt på senare år. För de små aktieägarna är aktieinlösen dock av liten ekonomisk betydelse. Det som följer är oftast administrativt besvär när de enskilda aktieägarna tvingas reavinstdeklarera för några få kronors vinst.²⁴

Meningarna beträffande aktieinlösen är ofta mycket delade. Det finns de som hävdar att inlösenförfarandet innebär en osund, kortsiktig fokusering på hög och snabb avkastning för aktieägarna. Man menar att det långsiktiga företagstänkandet glöms bort. För att överleva på sikt så anses behovet av en finansiell reserv vara stort. Å andra sidan finns det dem som anser att det vore till stor fördel för samhällsekonomin om fler stora bolag löste in aktier. De anser vidare att det är ett stort problem att så mycket kapital låses in i branscher där kassaflödena är stora just nu, men de långsiktiga tillväxtutsikterna är blygsamma. Detta bidrar till att avkastningen på finansiella placeringar i Sverige riskerar att bli lägre än de skulle varit annars.²⁵

Aktieutdelning

Den grundläggande bestämmelsen om utdelningar från ett bolag till dess aktieägare återfinnes i ABL 12:1 1st, som stadgar att utbetalning till aktieägare får ske endast enligt bestämmelserna i ABL. Enligt ABL 12:2 2st gäller en allmän försiktighetsregel i rätten att dela ut vinst, som måste iakttas av alla aktiebolag. Det stadgas här, att vinstutdelning inte får ske med så stort belopp att utdelningen med hänsyn till bolagets konsolideringsbehov, likviditet eller ställning i övrigt står i strid mot god affärssed. Beslut om vinstutdelning fattas av bolagsstämman.

På senare år har allt fler bolag betalat ut en större andel av sin nettovinst som utdelning. Företag i allmänhet ser utdelningspolitik som en mycket viktig fråga då man bestämmer hur mycket kapital som skall föras över till aktieägarna och hur mycket kapital som skall kvarhållas i bolaget och återinvesteras. Ett företags utdelningspolitik kan samtidigt ge en viss information om bolagets framtida kassaflöden. Det förekommer många goda incitament till att föra både en låg och en hög utdelningspolitik. Det starkaste argumentet för en låg utdelning är skatteeffekten och det starkaste argumentet för en hög utdelning är inkomsteffekten. Kontantutdelning vilken är den vanligaste formen av utdelning, kan ske antingen en eller flera gånger per år.

Utdelning har fungerat som ett mycket attraktivt redskap för att distribuera överlikviditet till aktieägarna. I de länder där återköp av egna aktier är tillåtet har istället

²⁴ Edlund, M., *Finansiell fetma bakom inlösentrenden*, Aktiespararen 5/97, s 36.

²⁵ Peterson, I., *Aktieinlösen*, Affärsvärlden 970212.

detta alternativ blivit allt mer använt. Vilket av dessa två alternativ som väljs beror oftast på vilket som är mest fördelaktigt ur skattesynpunkt. För den enskilde aktieägaren är det i regel skattemässigt mer fördelaktigt med återköp än med en utdelning. Som tidigare nämnts så betalar aktieägaren en 30-procentig reavinstskatt vid utdelning, medan återköp beskattas som försäljning. Av stor betydelse är givetvis aktiekursens senaste utveckling.

Trots företagets variationer i intjäningsförmåga så eftersträvas en långsiktig och stabil utdelningspolitik. Företagen har en stark motvilja att sänka utdelningar, vilket således innebär att utdelningshöjningar normalt endast sker under förutsättning att den högre nivån kan bibehållas på lång sikt. En tillfällig utdelningshöjning för att återföra överlikviditet till aktieägarna kan därför ge en felaktig signal till marknaden.

En utdelning är obligatorisk i den meningen att den "träffar" alla aktieägare, däremot innebär återköpsmöjligheten av aktier att aktieägare på frivillig väg kan sälja sina aktier innan erbjudandet går ut och på så sätt ta del av överlikviditeten i företaget.

Skulle företaget vilja öka det egna kapitalet i framtiden, så kan en utdelning inte återtagnas. I sådana fall är alternativet att genomföra en nyemission vilket är förenat med stora transaktionskostnader och lång förberedelsestid. Återköpta aktier skulle däremot, vid ett liknande tillfälle, enkelt kunna avyttras och därmed öka det egna kapitalet.

Syften samt effekter av att förvärva egna aktier

I detta kapitel skall jag beskriva och analysera de syften samt effekter som finns vid förvärv av egna aktier. Det förekommer många varierande syften till att företag förvärvar sina egna aktier. Utifrån de beskrivna syftena som återfinnes i litteraturen kan det konstateras att en del av dessa syften tar sikte på de effekter som kan uppnås vid förvärv av egna aktier medan andra syften grundar sig på vad som är möjligt att använda aktierna till efter förvärvet. En grundläggande förutsättning vid alla syftena är att företaget har en större likviditet än det kan förvalta med tillräcklig avkastning.

Kapitalstruktursmotiv

Förvärv av egna aktier underlättar företagets möjlighet att snabbt kunna förändra sin kapitalstruktur. Företagen strävar hela tiden efter att hitta den optimala kapitalstrukturen, som maximerar bolagets värde och därmed minimerar dess kapitalkostnad. Ofta sker detta genom att företagets skuldsättningsgrad ökar, vilket sker genom upptagande av lån eller genom minskning av bolagets egna kapital. Vilket alternativ som är bäst beror på i vilken fas företaget befinner sig i. Om företaget befinner sig i en expansionsfas så är lånealternativet det bästa. Är företaget däremot inne i en stabil fas så är förmodligen alternativet att minska bolagets egna kapital det bästa, lånealternativet skulle annars kunna leda till onödigt stor balansomslutning. Minskning av det egna kapitalet skulle i och för sig kunna uppnås genom en utdelning men rörligheten i strukturen blir större om det i stället sker genom återköp av egna aktier. Återköpta aktier kan enkelt avyttras den dag man vill öka det egna kapitalet.

Genom att anpassa skuldsättningen till stabiliteten i verksamheten kan företaget sänka sina kapitalkostnader och därmed öka värdet på företaget. Företag som vill optimera sin kapitalstruktur genom ökad skuldsättningsgrad kan alltså öka sitt värde och därmed frigöra kapital till sina ägare. Vanligtvis är lånat kapital ett mycket billigare finansieringsalternativ än eget kapital eftersom det hamnar i en annan riskklass. Lånat kapital har oftast ett lägre avkastningskrav än det egna kapitalet, eftersom långivarna i förväg vet när de får betalt och hur mycket. Ägarna som satsar riskkapitalet har ett högre avkastningskrav än långivarna eftersom de bär verksamhetens risk, där utdelning och det framtida kapitalvärdet är osäkert. Det egna kapitalet är extra dyrt i Sverige eftersom vinstmedlen som skall delas ut till aktieägarna utsätts för dubbelbeskattning. Kapitalet måste således beskattas hos både företaget och aktieägarna.

Teorier om optimal kapitalstruktur

Modigliani och Millers (M&M) erkända teorier har legat till grund för nästan all vetenskaplig forskning gällande kapitalstruktur. Deras teorier grundar sig på flera viktiga antaganden, vilka i verkligheten betraktas som orealistiska:

1. Homogena förväntningar beträffande avkastning.
2. Homogena riskklasser (risken bedöms på samma sätt för alla företag).

3. Oändliga kassaflöden.

4 Perfekta kapitalmarknader.

- a) perfekt konkurrens (ingen investerare kan styra prissättningen)
- b) företag och investerare lånar till samma ränta
- c) alla har tillgång till samma information (ingen privat information)
- d) inga skatter, inga transaktionskostnader, inga konkurskostnader

M&M:s första teori utan hänsyn till skatt går ut på att marknadsvärdet av ett företag är oberoende av dess kapitalstruktur. Det finns således ingen unik kapitalstruktur som maximerar företagsvärdet.

M&M:s andra teori utan hänsyn till skatt går ut på att ett företags kapitalkostnad inte kan ändras genom en ökad andel lånat kapital, detta trots att lån är en billigare finansieringskälla jämfört med eget kapital. Orsak till detta är att när företaget ökar skuldsättningen så blir det kvarvarande egna kapitalet mer riskfyllt och därmed ökar investerarnas avkastningskrav. Den ökade kostnaden för det egna kapitalet tas sedermera ut av den minskning av kapitalkostnaden som den ökade skuldsättningen medför, således blir kostnaden för det totala kapitalet oförändrad. I praktiken medför dock en ökad skuldfinansiering att andra kostnader ökar, exempelvis ökade konkurskostnader.²⁶

Ett par år senare presenterade M&M en utveckling av sina tidigare teorier. De fann nämligen resultat i undersökningar som visade att företag tjänade på ökad skuldsättning vilket påvisades av att ett företags kostnad för kapital minskade när lånegraden i företaget ökade. Det är den s.k. skatteeffekten av skulderna som ökar företagsvärdet, vilket beror på att låneräntorna är avdragsgilla för företaget. I ett bolag med enbart eget kapital gör endast ägarna och staten anspråk på bolagets värde i form av utdelning och skatt. I bolag med både eget kapital och skulder så gör även långivarna anspråk på bolagets värde i form av ränta. Möjligheten till avdrag för låneräntorna bildar en skattesköld som minskar det totala skatteuttaget, med följd att en förmögenhetsöverföring sker från staten till bolagets ägare.

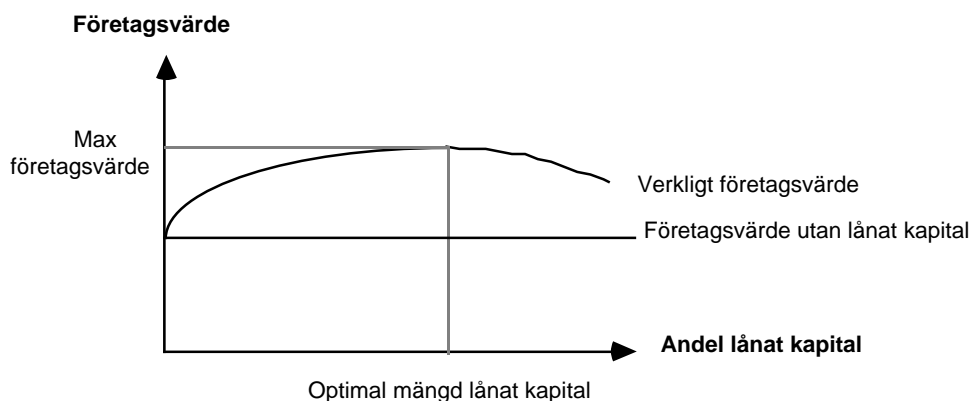
Företag uppnår dock ej en optimal kapitalstruktur genom en hundra procentig lånefinansiering då det finns faktorer som strävar efter att reducera företags marknadsvärde vid en ökad belåningsgrad. Allt för stora skulder ger upphov till en ökad press på företaget genom fasta räntebetalningar och amorteringar. I takt med att företags skulder ökar så minskar skatteeffekten eftersom vinsten som skall skyddas från staten blir mindre och mindre samtidigt som kostnaderna ökar. Främst ökar företags konkurskostnader. Med konkurskostnader menas både direkta och indirekta kostnader i samband med en konkurs. De direkta kostnaderna utgörs av advokatarvoden och andra kostnader för genomförande av konkursen. De indirekta kostnaderna utgörs av bl.a. missade ordrar, missade investeringsprojekt p.g.a. kapitalbrist, förlust av det humana kapitalet samt kompetensen i företaget. I takt med att företags skulder ökar så ökar alltså även sannolikheten för att konkurskostnader uppstår i företaget. Både

²⁶ Modigliani, F., Miller, M., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, June 1958.

långgivare och aktieägare kommer därför att kräva en högre avkastning på utlånat och investerat kapital då de står risken att företaget går i konkurs.²⁷

En ytterligare faktor som bidrar till att reducera företagets marknadsvärde vid ökad belåning är företagsledares hantering av företagets kapital, vilket beaktas i Jensen och Mecklings (J&M) agentkostnadsteori.²⁸ J&M menar att ett företags kapitalstruktur bestäms av agentkostnader där kostnaden ligger i olika intressekonflikter mellan bolagets intressenter. Teorin menar att företagsledningen handlar utifrån sina egna intressen och därmed inte strävar efter att maximera aktieägarnas vinst. Problem av dessa slag uppstår framförallt i större företag där ägandet är spritt och aktieägarna har svårt att kontrollera företagsledningens beteende. Det vanligaste uppkomna problemet rör användandet av företagets vinstmedel. Enligt teorin har företagsledningar oftast en ovilja att dela ut pengar till aktieägarna, då det annars skulle minska företagsledningens handlingsutrymme. Företagets marknadsvärde minskas således i takt med att allmänheten har skäl att tro att sådana agentkostnader kan uppstå i företaget.

För att erhålla den optimala kapitalstrukturen så gäller det alltså att finna en avvägd balans mellan eget kapital och lånat kapital, där hänsyn tas till både företagets konkurskostnader och agentkostnader. Fördelarna med hög skuldsättning måste alltså vägas mot de nackdelar som konkurskostnader och agentkostnader ger upphov till.



Figur 1. Optimal mängd lånat kapital i förhållande till företagsvärdet. Skatteskölden bidrar till att företagsvärdet ökar i takt med belåningsgraden medan konkurskostnader och agentkostnader minskar företagsvärdet. Dessa faktorer frambringar tillsammans en optimal mängd lånat kapital, där företagsvärdet är maximerat.

Källa: Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, 1993, s 461.

Påverkan av aktiekursen

När ett företag avser att återköpa en viss andel aktier till en högre kurs än marknadspriset så sänder företagets ledning en signal till marknaden att företaget är undervärderat och därmed bidrar man till att det sker en korrekt värdering av företaget. Stark kritik har dock framkommit gällande denna kurshöjande effekt. Flertalet menar att

²⁷ Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, 1993, Kap. 16.

²⁸ Jensen, M., Meckling, W., *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure*, Journal of Financial Economics, Vol.3, October 1976, s 305-360.

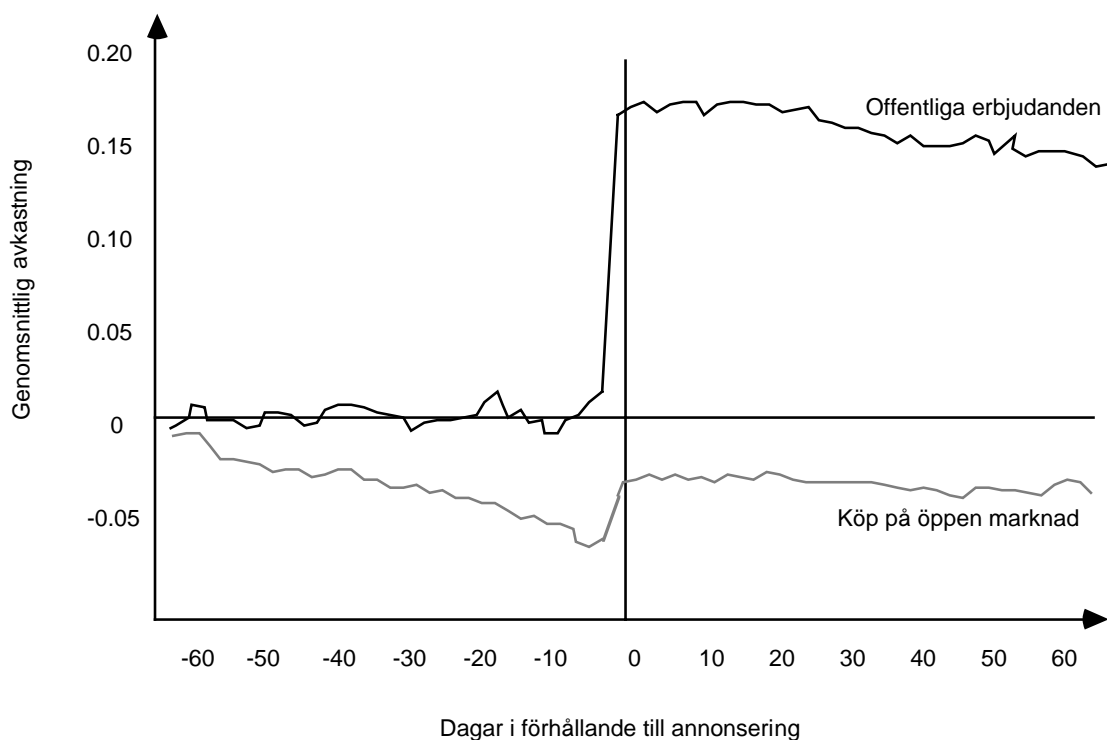
företagsledningens syn på företagets värde skall överföras till aktieägarna genom information och inte genom åtgärder som innebär att företaget självt påverkar utbud och efterfrågan på sina aktier. Vilket således innebär att företaget kan styra priset på aktien i viss mån.

Undersökningar som gjorts i USA visar att återköp som sker genom offentliga uppköpserbjudanden eller köp som sker på marknaden resulterar i en positiv kursreaktion på kvarvarande aktier. Vid återköp genom offentliga uppköpserbjudanden stiger aktiekursen med i genomsnitt 15 procent, däremot vid offentliggörande om återköp på marknaden så stiger aktiekursen med i genomsnitt endast 4 procent. Flertalet undersökningar visar att storleken på kursreaktionen är positivt korrelerad med den aktuella andelen av aktiestocken som omfattas av återköpserbjudandet. Vid "greenmail", d.v.s. då återköp sker från endast en eller ett par ägare så sker dock en genomsnittligt negativ kursreaktion på resterande aktier. Undersökningar visar att aktieägarna lider en extra stor förlust om förvärvet föregåtts av en kamp om kontrollen över företaget.²⁹ Mer om detta behandlas nedan.

Undersökningar gjorda av Theo Vermaelen styrker påståenden om kursreaktioner i samband med annonsering av återköp. Studien genomfördes på 131 återköp genom offentligt erbjudande och 243 köp på den öppna marknaden. Vid återköp genom offentligt erbjudande så köptes i genomsnitt 15% av antalet utestående aktier tillbaka och vid köp på den öppna marknaden återköptes 5%. Undersökningen gjordes under en tidsperiod på 60 dagar före och 60 dagar efter annonsering om återköp, totalt alltså en tidsperiod på 120 dagar. Resultatet vid återköp genom offentligt erbjudande blev att kursen steg med 13.3% under den totala perioden. Som mest steg kursen en dag före till en dag efter annonseringen, nämligen från 2.1% till 17.4%. Därefter låg den samlade kurspåverkan ganska konstant på 17.4% ($\pm 0.5\%$) under 20 dagar för att sedan falla till 13.3% efter 60 dagar. Den genomsnittliga premien på återköpet låg på 23% över den kurs som aktien stod i fem dagar före annonseringen om återköpet. Resultatet vid återköp på den öppna marknaden blev mycket lägre än vid återköp genom offentliga erbjudanden. Under den totala tidsperioden blev den samlade kurspåverkan negativ och aktiekursen föll med -4.4%. Det skedde dock en positiv genomsnittlig avkastning på ca 4% från en dag innan till tre dagar efter det att återköpsprogrammet offentliggjordes.³⁰ Figuren nedan visar den kumulativt genomsnittliga kurspåverkan i samband med återköpsannonsering.

²⁹ Skog, R., *Aktiebolags förvärv av egna aktier - är det dags att ompröva förbudet ?*, Svensk Juristtidning nr 3, 95/96, sid 774.

³⁰ Vermaelen, T., *Common stock repurchases and market signaling*, Journal of Financial Economics, 1981, s 148-151.



Figur 2. Kursreaktioner i samband med annonsering om återköp.

Källa: Vermaelen, T., *Common Stock Repurchases and Market Signalling*, Journal of Financial Economics, 1981, s 149.

En undersökning gjord av Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen visar även denna att marknaden reagerar mycket positivt på de företag som genomför stora återköpsprogram. Från 1980 till 1990 undersöktes 1239 återköp som skedde på den öppna marknaden. I genomsnitt steg aktierna med 3.5% samma dag som återköpsprogrammet offentliggjordes. Även på lång sikt har återköpta aktier haft en mycket positiv utveckling. Fyra år efter företags offentliggörande av återköp så har det visat sig att aktier som varit involverade i återköpsprogram haft 12% bättre kursutveckling än generalindex på börsen.³¹ Faktorer som påverkar aktiekursen är hur stor procentandel aktier som planeras samt verkligen återköps (desto större post desto positivare reaktion) och under hur kort eller lång period återköpsprogrammet kommer att ske.

I mitten på 1990-talet utlovade flera stora företag att återköpa aktier. Tobaksjätten Philip Morris utlovade 1994 att man under en treårsperiod avsåg att förvärva egna aktier till ett värde av 7.3 miljarder dollar. Under första året hade företaget lyckats förvärva 35% av den utlovade mängden och aktiekursen hade under perioden stigit från \$58.75 till \$74.88. I början av 1995 utannonserade likaså IBM att man planerade ett återköpsprogram värt 5 miljarder dollar. Efter drygt ett halvår senare hade aktien stigit från \$71.75 till \$109.63.³²

Tabellen nedan visar stora amerikanska företag som under den senaste tiden genomfört eller planerar att genomföra omfattande återköpsprogram. I tabellen kan utläsas att

³¹ Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper No. 4965, Dec. 1994, s 3.

³² Hylton, R., *Stock buybacks are hot - Here's how you can cash in*, Fortune, Sep 4, 1995, s 81-82.

företagen planerar att återköpa stora andelar av aktiestocken, en studie visar att företagen i genomsnitt återköper mer utestående aktier vid återköp genom erbjudande (17%) än vid återköp på den öppna marknaden (6.6%).³³ Likaså framgår det att marknaden har reagerat mycket positivt på samtliga företags utannonserade återköpsprogram. IBM:s aktiekurs är den som stigit mest, efter drygt sex månader hade aktiekursen stigit med hela 53%.

Företag	Avsedd återköpsandel (miljarder) samt off.datum	Återköpsandel i förhållande till tot.ant.aktier	Andel återköpt i Juli 1995	Kursökning sedan annonsering av å-köpsprogram till Juli 1995
Philip Morris	\$7.3 25/2-94	14%	35%	27%
General Electric	\$5.0 16/12-94	6%	33%	20%
Walt Disney	\$3.8 21/11-94	17%	10%	37%
Citicorp	\$3.0 20/6-95	13%	2%	15%
IBM	\$5.0 31/1-95	10%	42%	53%
Merck	\$2.0 22/11-94	4%	45%	36%
American Express	\$1.9 13/9-94	12%	49%	26%
BankAmerica	\$1.9 6/2-95	11%	25%	19%

Tabell 1: Återköpsprogram bland stora amerikanska företag.

Källa: Hylton, R., *Stock buybacks are hot - Here's how you can cash in*, Fortune, Sep 4, 1995, s 81-82.

Undersökning gjord av Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen visar att återköpen domineras genom köp på den öppna marknaden, under perioden 1985 till 1993 skedde 90% av det totala återköpsvärdet i USA genom återköp på den öppna marknaden. Samma studie visar också att under perioden januari 1980 till december 1990 så gjordes återköp till ett värde av 142 miljarder dollar i USA, sedan dess har återköpen ökat än mer och endast under de nio första månaderna 1994 så utannonserades det om återköp i USA till ett värde av 45 miljarder dollar. I genomsnitt återköpte företagen 6.6% av sin utestående aktiestock. Vidare visar undersökningen att de stora företagen gör återköp i större omfattning än de mindre företagen.

Amerikanska undersökningar visar att företag förvärvar sina egna aktier i en allt större utsträckning i samband med kursnedgångar. Under börskraschens första dagar i oktober

³³ Miller, J., McConnell, J., *Open-Market Share Repurchase Programs and Bid-Ask Spreads on the NYSE: Implications for Corporate Payout Policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.30, No.3, Sept. 1995, s 372.

1987 så anmälde mer än 1000 bolag på New York-börsen att de avsåg att förvärva egna aktier. En tredjedel av de 500 största börsföretagen återköpte eller aviserade återköp av egna aktier under börskraschens första vecka. Kursnedgången, under börskraschens första vecka, blev i genomsnitt 1,5 procent mindre i återköpande företag än i de företag som inte gjorde det.³⁴

Det börsfall som inleddes måndagen den 27/10-1997 på New York-börsen stoppades upp, mycket p.g.a. att flera företag gick in och återköpte aktier. Många företag sitter med redan beslutade program på återköp av egna aktier. Flera av dessa företag passade då på att gå in och köpa egna aktier för miljardbelopp. Först ut var General Electric och sedan följde bl.a. Merck och IBM. IBM:s styrelse gav även då klartecken till ett ytterligare återköpsprogram värt 3,5 miljarder dollar.³⁵

Som tidigare nämnts så är USA det land där återköp av egna aktier existerar i störst utsträckning. Detta beror mycket på att lagstiftningen beträffande återköp har varit mycket liberal under en lång tid. Hälften av det kapital som varje år återförs till ägarna i USA utgörs nu av återköpslikvid. Eftersom det kan konstateras att aktiepriset oftast stiger i samband med utannonsering av återköpsprogram så finns det stora pengar att tjäna för hugade aktiespekulanter.

Teorier om påverkan av aktiekursen³⁶³⁷

Varför aktiekursen oftast stiger, vid återköp av aktier genom offentligt erbjudande samt genom återköp på marknaden, brukar förklaras utifrån fyra olika hypoteser.

- Informations- och signalhypotesen
- Utdelnings- och skattehypotesen
- Skuldsättningshypotesen
- Hypotesen om välfärdsöverföring från långgivare till aktieägare

Informations- och signalhypotesen

Återköp genom offentligt erbjudande: Företagsledningen ger genom sitt köp av egna aktier en informationssignal till investerare. Återköpet kan tolkas som en positiv signal från företagsledningens sida att de i framtiden förväntar sig ökade kassaflöden, särskilt då företaget erbjuder sig att köpa aktier till en hög premie över marknadspriset. På detta sätt försöker företaget vidareförmedla värdet av "inside information" till nuvarande aktieägare. Informations- och signalhypotesen är den hypotes som bäst förklarar aktieägarnas förmögenhetsökning.

³⁴ Skog, R., *Aktiebolags förvärv av egna aktier - är det dags att ompröva förbudet ?*, Svensk Juristtidning nr 3, 95/96, s 771.

³⁵ Olsson, H-I., *Wall Street vände upp*, Dagens Industri, 1997-10-29.

³⁶ Vermaelen, T., *Common stock repurchases and market signaling*, Journal of Financial Economics 9, 1981, s 140 f.

³⁷ Masulis, Ronald W., *Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes*, The Journal of Finance, Vol. XXXV, No.2, May 1980.

Undersökning på området visar att storleken på den erbjudna premien, storleken på återköpet och hur viktig "inside information" företaget har, är positivt korrelerade med värdeökningen för aktieägarna. Företaget kan således på ett mycket trovärdigt sätt signalera om undervärdering av aktien med hjälp av storleken på premien och storleken på andelen återköpta aktier. Småföretag har visats ha en större nytta av återköp som signalinstrument då dessa inte får lika stor massmedial uppmärksamhet. De mindre företagen får ej heller så mycket uppmärksamhet av analytikerna, det kan vara så att de inte tillåts investera i småföretagen, därmed blir återköpet en av de starkaste signalerna för dessa företag. De mindre företagen får oftast en kraftigare ökning av aktiekursen än de större företagen vid återköp. Största orsaken till detta antas vara att de mindre företagen ägs av ett fåtal ägare vilket medför att den "inside information" som företagsledningen innehar är unik och inte lika lätt kommer ut på marknaden som den annars kan göra hos större företag.

Bevisligen blir marknaden mer effektiv med hjälp av informations- och signalhypotesen. Så fort ett företag utannonserar om återköp så sker en korrektion av aktiekursen. Därmed kan det konstateras att marknaden inte är helt effektiv av sig själv, hade den varit det så hade all information redan varit reflekterad i aktiepriset och då hade ingen kursändring skett vid återköpet. Företagsledningar har således överlägsen information över marknaden.

Anta att företagsledningen har ett motiv till att öka företagets aktiekurs genom att utannonsera återköp via offentligt erbjudande. Exempelvis kanske ledningen äger aktieoptioner eller erhåller betalning från erbjudande aktieägare. Om ledningen inte har någon positiv "inside information" så kommer ett återköp med premie över det rätta värdet att skada de icke erbjudande aktieägarna eller de som äger aktier när det sanningsenliga värdet av informationen blir offentligt via årsredovisning etc.

Återköp på öppen marknad: Vid återköp på öppen marknad framstår inte informations- och signalhypotesen av lika stark betydelse som vid återköp genom offentligt erbjudande. Orsaken till detta går att finna i att företag som utannonserar om återköp av egna aktier på öppen marknad inte förbinder sig att genomföra återköpet. Detta gör att signalen inte blir lika trovärdig som den skulle blivit vid ett återköp genom offentligt erbjudande. En ytterligare orsak är att vid återköp på öppen marknad så utgår ingen premie utöver marknadspriset, utan företaget betalar marknadspris på aktierna. Premien signalerar vanligtvis vilket värde företaget anser att aktien är värd. Premiens storlek är positivt korrelerad med aktiens värdeökning. Genom att företaget inte betalar någon premie vid återköp på öppen marknad så går marknaden därmed miste om ett effektivt signalverktyg.

Utdelnings- och skattehypotesen

Med utdelnings- och skattehypotesen menas att förvärv av egna aktier har betydelsefulla skatteundvikande effekter. Vid återköp beskattas, som tidigare nämnts, endast kapitalvinsten (reavinsten) medan utdelning beskattas som förvärvsinkomst. Det är olagligt för företagen att utnyttja detta och förvärva egna aktier kontinuerligt för att på så sätt undgå beskattning. Hypotesen menar således att den skatteundvikande effekten

till viss del är orsak till aktiekursens utveckling efter det att företaget utannonserat att man planerar att återköpa aktier. Att hypotesen endast anses svara för en liten del av kursökningen förklaras av att kursökningen är så mycket större i jämförelse med de skattemässiga fördelarna.

Skuldsättningshypotesen

Skuldsättningshypotesen utgår från att företaget finansierar sitt återköp med lån istället för eget kapital. Således får företaget ökade lånekostnader som minskar resultatet och ger en positiv skatteeffekt, en s.k. skattesköld. Företaget uppnår alltså en lägre skatt med hjälp av ökad skuldsättning, vilket leder till en högre aktiekurs.

Det är dock svårt att separera de möjliga skatteeffekternas påverkan. Största skälet till detta är svårigheterna med att skilja tidigare upplåning från den som sker vid återköpet av aktier. Med hjälp av undersökningar kan det konstateras att avkastningen var 5.8% större för de företag som finansierat sitt återköp med lånat kapital jämfört med de som finansierat köpet med eget kapital. Denna hypotes kan dock ej tillmätas någon avgörande förklaringsgrund, p.g.a. att även återköp med kontanta medel gav upphov till kursökning.

Hypotesen om värdeöverföring från långivare till aktieägare

Enligt hypotesen så stiger företagets aktiekurs på bekostnad av obligationspriserna. Vid ett återköp minskar företagets tillgångar vilket även medför att långivarnas säkerhet minskas. Långivarnas ställning försämras om inte konsekvenserna av återköpet kan förutses av långivarna och då inte heller ligger inbakat i prissättningen av lånen.

Obligationers kvalitet mäts oftast i "bond rating". Undersökningar gjorda av både Vermaelen³⁸ och Dann³⁹ visar att ingen av företagens "bond rating" minskade inom ett år efter återköpet. Därmed kan det konstateras att denna hypotes förmodligen inte står för den huvudsakliga förklaringen till varför kurserna stiger kraftigt vid återköp. Skulle hypotesen vara huvudsaklig orsak till kursökningen så borde "bond ratingen" till viss del minskas. I och för sig skulle en värdeöverföring från långivare till aktieägare trots allt kunna ske om den negativa effekten på "bond ratingen" vägs upp av annan positiv information, så att obligationsvärdet på så sätt inte minskas.

Förhindring av fientliga företagsförvärv

Möjligheten att kunna förvärva egna aktier leder till att företaget kan avvärja oönskade uppköpserbjudanden eller kontrollägarskiften av annat slag i företaget. Denna möjlighet har dock utsatts för en del kritik grundat på att företagsuppköp och kontrollägarskiften ingår som ett naturligt led i övervakningen av företagets och näringslivets effektivitet.

³⁸ Vermaelen, T., *Common stock repurchases and market signaling*, Journal of Financial Economics 9, 1981, s 141.

³⁹ Dann, L.Y., *Common Stock Repurchases*, Journal of financial economics, 1981, s 113 f.

Företagsledningen kan således genom en återköpsmöjlighet hindra en sådan övervakning.

Flera av de stora återköpen utomlands sker just i syfte att förhindra ett förestående uppköp eller kontrollägarskifte i företaget. De mest renodlade fallen av återköp i försvarssyfte är de förvärv som sker efter förhandlingar mellan företaget och en eller ett par ägare som hotat att ta kontroll över företaget. Dessa målinriktade återköp i syfte att förhindra företagsuppköp går ofta under benämningen "greenmail", vilket behandlas mera utförligt nedan. Men även de generella återköpserbjudandena, där alla aktieägare erbjuds att sälja till bolaget, kan på ett effektivt sätt fungera som försvar mot uppköp. Redan det förhållandet att företaget reducerar sina likvida medel och ökar skuldsättningen vid återköp kan göra företaget till ett mindre intressant förvärvsobjekt. En ytterligare faktor som gör företaget mindre attraktivt är att återköp ofta leder till att företagets aktiepris stiger, vilket höjer kostnaden för ett uppköp. Aktieägare med olika basvärden⁴⁰ på sina aktier kommer att ha olika reservationsvärden⁴¹ på aktierna, beroende på att de blir föremål för differentierade kapitalvinster vid en eventuell försäljning. Att återköpa aktier, i försvarssyfte, från de aktieägare som har det lägsta reservationsvärdet, tvingar en efterföljande potentiell uppköpare att köpa aktier från aktieägare med högre reservationsvärde. Detta ökar således kostnaden på ett uppköpsbud och företaget blir därmed mindre attraktivt.⁴² Institutionella investerare drabbas dock inte lika hårt av skatten som de privata investerarna, vilket leder till att institutionerna kommer att ha lägre reservationsvärden på sina aktier. Detta innebär att institutionerna kommer att vara bland de första som är beredda att sälja sina aktier eftersom de har lättare för att acceptera lägre uppköpserbjudanden. Det har dock konstaterats att institutionella placerare inte figurerar i fler uppköpssammanhang än övriga placerare.⁴³

Förvärv av egna aktier kan även fungera som ett preventivt försvar mot eventuella oönskade uppköpserbjudanden. I USA går denna form av återköp under benämningen "poison pills".⁴⁴

Greenmail

Förvärv av egna aktier som skett i försvarssyfte efter förhandlingar mellan företaget och en eller ett par ägare som hotat att ta kontroll över företaget, går vilket tidigare nämnts under benämningen "greenmail"⁴⁵. Dessa målinriktade återköp som har till syfte att förhindra företagsuppköp har utsatts för stark kritik från både jurister, kapitalplacerare, affärsmyndigheter och politiker. Bakgrunden till den största kritiken ligger i att

⁴⁰ Med basvärde menas det pris som aktieinnehavaren fick betala för sin aktie.

⁴¹ Med reservationsvärde menas det pris på aktien då aktieinnehavaren är villig att sälja sin aktie, oftast vid den prinsnivå där det blir lönsamt för aktieägaren med en försäljning.

⁴² Sinha, S., *Share Repurchase as a Takeover Defense*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.26, No.2, June 1991, s 242.

⁴³ Gay, G., Kale, J., Noe, T., *(Dutch) Auction Share Repurchases*, *Economica*, 1996, s 80.

⁴⁴ Skog, R., *Aktiebolags förvärv av egna aktier - är det dags att ompröva förbudet?*, Svensk Juristtidning nr 3, 95/96, s 768.

⁴⁵ Greenmail har fått sitt namn efter "green" som syftar på gröna dollarsedlar och "mail" som syftar på utpressning ("blackmail").

"greenmail"-utbetalningarna sker av företagsledningen med bolagets medel enbart i syfte att skapa egna fördelar till ledningen och inte till företaget och dess aktieägares bästa. Det finns tre olika teorier beträffande "greenmail".

"Management entrenchement" hypotesen: Vilken innebär att styrelsen återköper aktier i sin strävan efter att bibehålla kontrollen över företaget och bryr sig ej om vad som vore bäst för aktieägarna. Styrelsen agerar således efter sina egna intressen samtidigt som firmavärdet reduceras. En intressekonflikt föreligger därmed mellan styrelsens personliga intressen å ena sidan samt maximering av aktieägarnas förmögenhet å andra sidan. Dessa intressekonflikter förhindrar styrelsen att driva företaget på ett optimalt sett. Skillnaden mellan det optimalt hypotetiska värdet på ett företag och det verkliga värdet på företaget betraktas ofta som en agentkostnad. Försök till företagsuppköp uppstår oftast då utestående investerare anser att ett företags agentkostnad är hög och att företagets värde skulle öka om det sköttes på ett annorlunda sett. Den höga agentkostnaden visar även att styrelsen haft omdömet att betala "greenmail" och därmed påfört ytterligare agentkostnad på aktieägarna. Detta överensstämmer med "management entrenchement" hypotesen att styrelsen betalar ut "greenmail" i syfte att bibehålla kontrollen över företaget och därmed åsidosätta aktieägarnas intressen.

"Shareholder welfare" hypotesen: Vilken innebär att även om "marknaden" effektivt tar till sig information så innehar styrelsen trots allt icke officiell information som påverkar dem till att betala "greenmail" i syfte att försvara aktieägarna från otillräckliga erbjudanden. Styrelseledamöter inne i ett företag kan bättre än utomstående fastställa värdet på företaget, d.v.s. styrelsen gör genom sin "greenmail"-utbetalning en signalering till omvärlden att företaget är högre värderat vilket ofta leder till ökade aktiekurser. "Shareholder-welfare" hypotesen faller dock på två punkter. Den förklarar inte varför styrelseledamöter, som anser att deras aktier är undervärderade, inte på ett tidigare stadium, före uppköpsförsöket, försöker övertyga "marknaden" om dess rätta värde. Det är annars lätt gjort via "press releaser", höjda aktieutdelningar och resultatredovisningar. Den andra saken är att hypotesen inte förklarar varför styrelseledamöter som försöker signalera till "marknaden" ofta misslyckas.

"Free-rider problem" hypotesen: Vilken innebär att investerare som lyckats identifiera undervärderade företag måste dela vinsterna med andra aktieägare, trots att dem ensamma fått stå för sökkostnaderna. Dessa investerare är till fördel för den enskilde aktieägaren på två sätt. För det första så bidrar de till att aktiepriset stiger genom att ledningen påverkas till att reducera företagets agentkostnad i förhoppning om att avskräcka uppköpsbud. För det andra så betalar investerarna höga premier, över marknadspriset, till aktieägare vars företag de anser vara undervärderat och därmed slutligen tar över bolaget.

"Management-entrenchement" hypotesen och "Shareholder-welfare" hypotesen har olika teorier om vilken effekt "greenmail"-utbetalningarna har på företagets aktiekurs. "Management-entrenchement" hypotesen menar att en "greenmail"-utbetalning påverkar aktiekursen i negativ bemärkelse. "Marknaden" justerar ned aktiekursen som följd av företagets ökade ineffektivitet och förlust av tillgångar. "Shareholder-welfare" hypotesen menar däremot att en "greenmail"-utbetalning påverkar aktiekursen positivt. Utbetalningen ger en signal till "marknaden" om att anställda inom företaget, som har mer information om företaget än någon annan, anser att aktien är undervärderad.

I motsats till vad "shareholder-welfare" hypotesen säger så visar undersökningar att ett tillkännagivande av en "greenmail"-utbetalning leder till att aktiekursen sjunker med i genomsnitt 2-7%. Detta står i stark kontrast mot vad som är följden vid vanliga återköp, då sker nämligen en genomsnittlig ökning på 16% av aktiekursen. "Marknaden" tolkar således en "greenmail"-utbetalning som en ökad agentkostnad snarare än en fördelaktig signal. Studier visar att direkt efter det att en investerare tillkännager att han köpt viss andel i företaget så stiger aktien i pris för att därefter sjunka en aning i pris, när sedan företaget tillkännager att man skall utbetala "greenmail" så faller aktiepriset. Beträffande den totala effekten på aktiens pris så är meningarna mycket delade. Den totala effekten mäts över en tidsperiod från det att en investerare går in och köper aktier till det att en "greenmail"-utbetalning skett. Olika undersökningar har kommit fram till olika resultat. Den kanske mest tillförlitliga är dock OCE:s (Office of Chief Economist) rapport som använt sig av nyutkommen fakta och gjort en mycket större undersökning jämfört med många andra rapporter. I OCE:s rapport går det att utläsa att den totala effekten på det utsatta företags aktie faller i pris med i genomsnitt 4-6%. "Greenmail" är således mycket negativt för den enskilde aktieägaren, därmed talar mycket för "management-entrenchment" hypotesen.

Att aktiepriset stiger då en investerare tillkännager att man köper upp en viss andel av ett företag beror på att företagets aktieägare spekulerar i att ett totalt uppköp kommer att ske, till ett pris som överstiger dagens aktiepris. Om "greenmail" skulle vara förbjudet, vilket det antagligen kommer att vara i Sverige, så skulle förmodligen aktiepriset stiga ännu mera. Ett alternativ till "greenmail" är en s.k. "vit riddare", d.v.s. en tredje investerande part, som är vän till ledningen i det utsatta företaget, vilken går in och köper ur den nye ovälkomne investeraren.⁴⁶ Detta alternativ kommer förmodligen vara mycket attraktivt i Sverige.

Aktiebolagskommitténs nya lagförslag tillåter ej återköp efter förhandling med en eller flera ägare. På detta sätt har man velat skydda de enskilda aktieägarna från "greenmail" samtidigt som likabehandlingsprincipen skjuts i förgrunden. "Greenmail" kan klart ses som en diskriminerande åtgärd då företagsledningen erbjuder enbart förvärvaren att återköpa aktier till ett kryddat pris. Återköp genom "köp på marknaden" är inte att betrakta som diskriminerande, i alla fall inte före det att återköp har skett möjligtvis efteråt. Vid ett företags utannonsering om återköp så har alla aktieägare en likartad möjlighet att sälja sina aktier, dock kan inte alla få sälja utan endast de som är först. Däremot "offentliga erbjudanden" är helt icke diskriminerande. Varje aktieägare har en likvärdig rätt att få sälja, således kan viss procentandel komma att återköpas från alla aktieägare.

Som ovan nämnts finns det en möjlighet att kringgå Aktiebolagskommitténs föreslagna lagregel om att förbjuda "greenmail", genom att använda sig av en "vit riddare". Vilka följer ett sådant kringgående kan få är förmodligen små. Detta eftersom att antalet renodlade exempel på fientliga bud i Sverige är väldigt litet därför att ägandet är koncentrerat vilket försvårar eller omöjliggör fientliga bud. Även då den innevarande

⁴⁶ *Greenmail: Targeted stock repurchases and the management-entrenchment hypothesis*, Harvard Law Review, vol. 98:1045, 1985.

företagsledningen inte har en majoritetspost, förhandlar normalt budgivaren i stället för att dra på sig kostnaderna med ett fientligt bud⁴⁷.

Insiderspekulation

Insiderspekulation innebär att någon utnyttjar viss information om ett företag och dess verksamhet som efter ett offentliggörande kan påverka företagets aktiekurs. Om insiders information är positiv, så kommer företagets aktiekurs att stiga när informationen blir allmänt känd. Insidern kan då utnyttja detta genom att köpa aktier till förmånligt pris. På liknande sätt kan negativ information utnyttjas för att undvika en förlust. Ett aktiebolag med aktier som är föremål för regelbunden och omfattande handel skulle således på en uppåtgående börs kunna återköpa egna aktier och senare sälja dem till ett högre pris. Bolaget har emellertid också ofta stora möjligheter att självt driva upp kursen på aktierna genom information till marknaden. Om så sker efter ett förvärv av egna aktier, kan betydande vinster göras av bolaget vid en senare försäljning. Om informationen är oriktig kommer emellertid kursen därefter att falla och medföra förluster för aktiernas nya ägare. Ett förvärvsförbud kan i det fallet sägas skydda bolagets potentiella aktieägare. Spekulationen kan emellertid också sluta i förlust för bolagets del. I det fallet skyddar förvärvsförbudet i första hand bolagets befintliga aktieägare, men är i förlängningen också ett skydd för borgenärerna.

Genom Insiderlagen (1990:1342) förbjuds personer, som innehar information vilken inte är offentliggjord, att köpa och sälja finansiella instrument för egen eller annans räkning. I praktiken betyder detta att den som känner till något som kan påverka värdet på en aktie och använder denna information vid köp av aktier för egen eller annans räkning, kan straffas för detta. Gruppen insiders omfattas normalt av de personer som genom sin privilegierade ställning har särskilda möjligheter att före andra marknadsaktörer få del av information som kan påverka värderingen av aktierna i företaget. Det är dock mycket svårt att avgöra vilka personer som skall betraktas som insiders.⁴⁸ Fråga uppkommer dock här om ett företag som efterlever börs- och värdepapperslagstiftningens regleringar beträffande insiderspekulation, ändå kan fällas i enlighet med Insiderlagens regleringar.

Antalet informationsläckor i de svenska börsföretagen har ökat under den senaste tiden och det blir allt vanligare att aktiekurser rör sig inför viktiga besked från bolagen. Problemet med läckor har fått sådana dimensioner att Stockholms fondbörs i framtiden väntas besluta om fler och längre handelsstopp i börsnoterade aktier. Börsen har ingen formell skyldighet att utreda eventuella insiderfall utan det faller på Finansinspektionen. Börsens främsta vapen är att i större utsträckning inskränka handeln i de bolag där risken för läckor är stor. Sedan 1985 har det endast förekommit sex åtal och fyra fällande domar beträffande insider, detta kan vara en förklaring till varför det läcker som det gör.⁴⁹

⁴⁷ Rydqvist, K., *Förvärvsstrategier på den svenska marknaden för företagskontroll*, SNS Rapport Serie, Nr 3, 1992, s 127.

⁴⁸ Moberg, K & Samuelsson, P., *Börsrätt*, s 95, 1989, Stockholm

⁴⁹ Dahlberg, J., *Insideraffärer*, Dagens Nyheter, 17/10-1997, s A 11.

Studier gjorda av Lee, Mikkelson och Partch⁵⁰ visar huruvida företags direktörer har förändrat sitt personliga aktieinnehav i samband med att företag återköper egna aktier genom offentligt erbjudande.

I jämförelse med icke återköpande företag så tenderade direktörerna, vid "fixed price"-erbjudande, till att öka köpandet och minska säljandet av sitt privata innehav under de sex månaderna före offentliggörandet av återköpet, (köpandet ökade från 1.8 till 2.7 köp och försäljningen minskade från 4.4 till 2.7). Efter att informationen om återköp blivit offentlig så minskade både antalet köp och försäljningar, (under den efterföljande sex månaders perioden så minskade köpandet från 1.8 till 1.5 och försäljningarna minskade från 4.3 till 3.0).

Vid återköp som en följd av att förhindra fientliga företagsuppköp så tenderade direktörerna att minska sin försäljning av aktier i anslutning till utannonseringen av återköpet. Köpandet av aktier ökade däremot inte, vilket annars var väntat då företagsledningen antogs försöka höja uppköpsbudet samt öka sin röststyrka genom att förvärva aktier.

Vid återköp genom "dutch auction" så förekommer inga anmärkningsvärda förändringar av direktörernas handel. Därmed kan det konstateras att de olika förvärvsmetoderna bär på olika mängd information. Vid "fixed price"-erbjudande så agerar uppenbarligen direktörerna som om offentliggörandet av återköpet avslöjade information om företagets framtida utsikter.

Undersökningar gjorda av Nejat Seyhun visar att direktörernas aktiehandel är relaterad till företagets storlek och till de framtida rörelserna på aktiens pris. Företagsdirektörernas försäljningar i förhållande till köp var större hos de stora företagen.

Övriga syften samt effekter av att förvärva egna aktier

Förutom de ovan nämnda motiven förekommer även en mängd mindre motiv som inte anförs lika ofta men som är fullt användbara. Bland dessa mindre motiv finns att förvärv av egna aktier underlättar utlösen av ägare ur fåmansbolag. Då ägare som stannar kvar i företaget saknar ekonomiska resurser till att köpa aktier från den som avser att lämna företaget så kan företaget självt således köpa dennes aktier. På likartat sätt underlättas även personförändringar i företag vilka ägs av de anställda.

Vidare kan ett återköp minska antalet aktieägare och därigenom minskas kostnaderna för att i olika sammanhang kommunicera med ägarna. Kommunikationskostnaderna vid exempelvis kallelse till bolagsstämma sätts i samband med antalet ägare och inte till antalet aktier i företaget, därmed skulle dessa kostnader kunna reduceras genom att företaget förvärvade de minsta aktieinnehavarna. Återköp kan även vara ett effektivt alternativ till att eliminera udda aktier vid sammanläggningar eller för att eliminera vissa ej önskvärda aktieserier.

⁵⁰ Lee, Mikkelson & Partch, *Managers' Trading Around Stock Repurchases*, The Journal of Finance, Vol. XLVII, No.5, Dec. 1992. s 1947.

Förutom den effekt som uppnås genom förvärvet i sig så kan förvärvsmotiv även grunda sig på den möjlighet som finns att efter återköpet använda aktierna till olika ändamål. Bland dessa motiv återfinnes förvärv av egna aktier i syfte att överlåta aktierna till företagets anställda. Återköp av de egna aktierna kan även leda till att företaget skaffar sig en potential för företagsförvärv eller fusioner där betalning helt eller delvis skall erläggas i form av egna aktier. Genom detta sätt undgår företaget den utspädningseffekt som annars skulle bli följd av att nyemission sker för att uppnå samma syfte. Även vid konvertering av skuldebrev till aktier och aktieteckning med stöd av teckningsoptioner så kan innehav av egna aktier förhindra en utspädning.

Möjligheten att förvärva egna aktier kan även användas för att underlätta köp och försäljningar av företagets aktier. Därmed kan företaget förbättra aktiens likviditet, vilket bl.a. kan ske vid börsintroduktioner.⁵¹

Förvärv av egna aktier är ur skattesynpunkt fördelaktigt. Vid återköp av egna aktier kommer endast den del av beloppet som representerar en realisationsvinst att bli föremål för omedelbar beskattning, medan resterande del beskattas först om och när resterande aktier avyttras i framtiden.

Vid återköp av egna aktier sker även en nyckeltalsförbättring. Man uppnår en ökad vinst per aktie vilket senare leder till en högre aktiekurs. Vinsten per aktie antas stiga endast under förutsättning att antalet aktier proportionellt sett minskar mer än det bortfall av intäkter, p.g.a. att en del av företagets medel betalas ut till ägarna.

⁵¹ Skog, R., *Aktiebolags förvärv av egna aktier - är det dags att ompröva förbudet ?*, Svensk Juristtidning nr 3, 95/96, s 769.

Redovisningsreglering⁵²

I detta kapitel redogör jag för de redovisningsmässiga regleringarna i samband med att företag tillåts förvärva egna aktier. Kapitlet inleds med en redogörelse för den nuvarande regleringen inom området. Härfter beskriver jag alternativa redovisningssätt, vilka förekommer i USA.

Nuvarande redovisningsreglering

I Aktiebolagskommitténs förslag till ny aktiebolagslag, (SOU 1997:22), behandlas inte de nya redovisningskonsekvenser som blir följden av att företag kan förvärva egna aktier. Hos de större revisionsföretagen i Sverige pågår dock utredningar i ämnet. Enligt nuvarande lagstiftning (ABL 11:7) så skall de återköpta aktiernas värde inte tas upp till något värde vid de få undantagstillfällen där innehav av egna aktier accepteras. Motsvarande värderingsbestämmelse går även att återfinna i den nya Lagen om Årsredovisning (ÅRL) där det i 5:14 stadgas att tillgångsposten egna aktier inte får tas upp till något värde. Inom EU finns inga motsvarande förbud, däremot ges, enligt artikel 9-10 i EU:s fjärde bolagsdirektiv (78/660/EEC), medlemsstaterna möjlighet att själva bestämma över hur egna aktier skall behandlas i balansräkningen.

Redovisningsproblemen blir mindre vid en regelrätt och snabb avregistrering av aktierna. Nettotillgångarna och det egna kapitalet reduceras då med anskaffningspriset på aktierna. Om aktierna behålls blir det dock mera komplicerat. I USA används mestadels två metoder, anskaffningsvärdemetoden och parivärdemetoden, som båda bygger på att aktierna inte tas upp till något värde och kostnaden inte förs över resultaträkningen.

Anskaffningsvärdemetoden

Anskaffningsvärdemetoden är den vanligaste och enklaste redovisningsmetoden i USA. Innehavet betraktas som en tillfällig reduktion av det egna kapitalet eftersom syftet är att inom kort tid åter placera aktierna på marknaden. Vid förvärvet debiteras anskaffningskostnaden på ett "aktie-lager-konto" i klassen eget kapital och krediteras på betalningskontot. Därmed blir "aktie-lager-kontot" ett korrektivkonto i klassen eget kapital. I svensk redovisning skulle detta kontot kunna jämföras med balanserade förluster. När aktierna återutgivits på marknaden så blir bokföringen den omvända. Om försäljning sker till annan kurs än anskaffningskostnaden betraktas en eventuell överkurs som en nyemission, d.v.s. kapitalet ökas. I Sverige skulle detta leda till att reservfonden ökas. Om försäljningen sker till en kurs under anskaffningspriset så kvittas detta mot balanserade vinstmedel. I balansräkningen redovisas utgiften för återköpta aktier som en separat reduktionspost under eget kapital. Summan redovisas som en ospecificerad klumpsumma som inte påverkar ursprungligt aktiekapital eller reservfond.

⁵² Nilsson, S., *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier - reptrick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*, Balans 6-7/96, s 7 f.

Parivärdemetoden

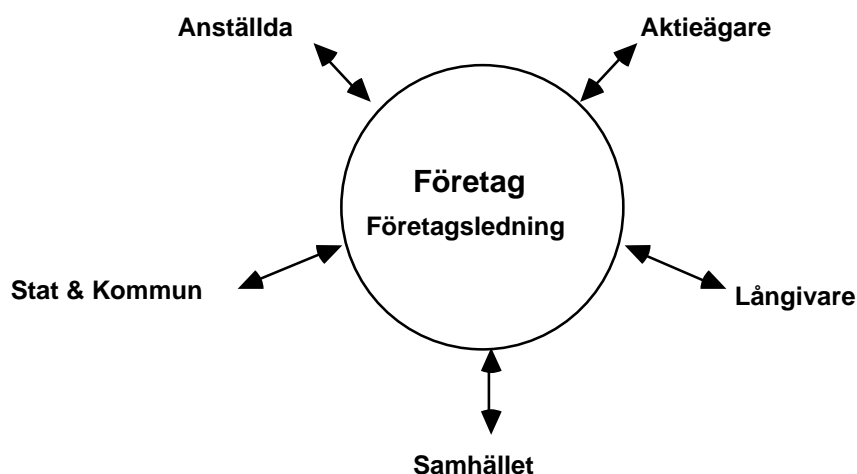
Parivärdemetoden, som medför ett något mera komplicerat konteringsförfarande, innebär att återköpet betraktas som en definitiv nedsättning av en del av aktiekapitalet. Vid återköpet debiteras kontot "egna aktier" (=aktiekapitalet) med det nominella värdet på de förvärvade aktierna. En eventuell överkurs debiteras kontot för reservfonden och en eventuell underkurs debiteras kontot för balanserade vinstmedel. Redovisningstekniken bygger på att aktierna inte kommer att återförsäljas på marknaden. På balansräkningen redovisas aktiekapitalet och reservfonden efter reduktion av de återköpta aktierna. Balanserade vinstmedel reduceras om priset motiverar detta. Summan eget kapital blir vid båda metoderna samma, men vid parivärdemetoden syns det inte i balansräkningen att ett återköp skett.

Intressentperspektivet

I detta kapitel avser jag att redogöra och analysera, utifrån ett intressentperspektiv, vilka följderna blir av att tillåta företag förvärva egna aktier. Kapitlet inleds med en kort beskrivning av intressentmodellen. Härfter redogör och analyserar jag vilka följderna blir för företagets respektive intressenter.

Intressentmodellen

För att kunna avgöra vilka som påverkas av ett återköp av egna aktier kan företaget ses som ett ekonomiskt intresseområde. Företaget som representeras av företagsledningen finns i centrum och runt omkring finns intressenter, i form av ägare, långgivare, anställda, stat och kommun samt samhället i stort, vilka alla har intresse i företaget.



Figur 3. Modifierad intressentmodell

Källa: Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H., *Integrerad organisationslära*, 1995, s 76.

Det finns ett ömsesidigt beroende mellan intressenterna och företaget. Intressenterna vill att företaget skall leva vidare och gynna deras ställning, de är beroende av företagets fortlevnad och att det går bra för företaget. Företaget är å andra sidan beroende av bra relationer med sina intressenter för sin fortlevnad och för att verksamheten skall gå så bra som möjligt. Intressenterna kommer i olika grad att påverkas av företagets möjlighet att kunna förvärva egna aktier.

Aktieägarna

Givetvis vill aktieägarna att företaget skall gå med vinst och öka i värde, vilket bidrar till att börskursen stiger och aktieägarnas innehav ökar i värde. Eftersom undersökningar visar att förvärv av egna aktier har en kurshöjande effekt är en

utveckling mot att tillåta förvärv av egna aktier positiv ur aktieägarnas synvinkel. De negativa aspekter som förekommer är att återköp av egna aktier kan vara svårförståeligt för mindre aktieägare samt att vissa grupper av aktieägare kan komma att gynnas. En ytterligare effekt är skatteeffekten för aktieägarna. Oavsett om aktieägarna antar återköpserbjudandet så kommer de att tillskjutas medel för återköpsrätterna. Dessa medel är skattepliktiga som realisationsvinst och påverkar således den beskattningsbara inkomsten på ett sätt som kan vara ogynnsamt för exempelvis de personer som får bidrag baserat efter mängd beskattningsbar inkomst. Att företagen överför överflödigt kapital till sina aktieägare i stället för att investera dem bara för sakens skull måste dock anses som positivt för aktieägarna.

Långivarna

Företagets långgivare vill naturligtvis att företaget förräntar sitt kapital så att det kan betala ränta och göra amorteringar på sina lån. För att inte riskera sitt utlånade kapital vill långivarna att företaget har en bra soliditet och inte riskerar att gå i konkurs eller likvidation. Med nu gällande lagstiftning har borgenärerna ett långtgående skydd mot att företaget avhänder sig kapital, men genom det nya förslaget till ny aktiebolagslag så uppluckras detta något. Vid inlösen av aktier krävs rättens tillstånd samt att både kända och okända borgenärer kallas. Enligt den nya aktiebolagslagens utformning beträffande förvärv av egna aktier så behövs inte längre detta förfarande och det blir lättare för företagen att överföra medel till sina aktieägare, vilket påverkar borgenärernas ställning. Företaget får dock, som vid utdelning, endast utnyttja det fria egna kapitalet och inte inkräkta på det bundna kapitalet. Ur borgenärernas synvinkel bör det därför vara bättre att företaget utnyttjar sitt fria egna kapital till att förvärva egna aktier än att öka utdelningen, eftersom de förvärvade aktierna kan överlåtas vid ett senare tillfälle för att åter öka kapitalet i företaget. Trots att de förvärvade aktierna inte får tas upp till något värde i balansräkningen och knappast utgör en tillgång om företaget skulle bli insolvent så finns värdet av de egna aktierna kvar i företaget.

Anställda

Företagets anställda vill att företaget skall gå bra så att man kan expandera, anställa mer personal och kan betala högre löner. Ur de anställdas synvinkel är det därför fördelaktigt med möjligheten att förvärva egna aktier eftersom om företaget i stället valde att göra utdelning eller inlösen så är pengarna förlorade ur företaget, medan om företaget i stället gör ett återköp kan aktierna överlåtas vid ett senare tillfälle för att få in kapital för expansion när tiderna är gynnsammare. Likaså är det positivt eftersom förvärv av egna aktier är tillåtet i de allra flesta länder som utgör viktiga handelspartners och ett förbud i Sverige skulle således kunna försämra de svenska företagens konkurrenskraft och därmed försämra företagens villkor för överlevnad och expansion. En ytterligare positiv aspekt med återköp är att företag kan komma att använda de förvärvade aktierna till att utfärda förmånliga köpoptioner till de anställda.

Stat och kommun

Statens och kommunens intressen i företaget är mera komplicerad. Staten har intresse av att företaget går med vinst och betalar skatt och kommunen har intresse av att företaget har anställda som betalar kommunalskatt på sin lön. Staten har även intresse av att företaget har så många anställda som möjligt så att arbetslösheten och därmed arbetslöshetsersättning och statens kostnader minskar. Staten måste också se till att det finns ett bra företagarklimat i Sverige så att verksamheten inte flyttas utomlands. Grundläggande förutsättning för detta är att den svenska lagstiftningen inte försämrar företagens konkurrenskraft gentemot handelspartners och konkurrentländer. Om förvärv av egna aktier blev tillåtet skulle staten även komma att få in stora inkomster i form av skatt på realisationsvinster. Kommunerna får dock inte lika stora fördelar av att tillåta återköp av egna aktier utan är mera måna om att företagen investerar och anställer fler, vilket leder till ökade skatteinkomster för kommunen.

Samhället

Samhället som bl.a. består av ovan nämnda intresseorganisationer strävar ständigt efter bättre levnadsstandard och levnadsvillkor. För att uppnå detta bör samhällets totala inkomst mätt i bruttonationalprodukt (BNP) öka. För att BNP skall öka måste produktiviteten eller produktionen i samhället öka. Resurserna bör därför satsas där de kan ge bäst avkastning och högst produktivitet. Det blir dock problematiskt när de olika intresseorganisationerna har olika definition på den bästa avkastningen och det är svårt att avgöra vad som ger högst avkastning. Det är således svårt att säga vilken effekt ett återköp av egna aktier får för samhället. Företagen strävar dock hela tiden efter att utnyttja sina och näringslivets resurser på bästa sätt, om aktieägarna kan använda medlen på ett alternativt sätt som ger högre avkastning än vad företaget själv kan åstadkomma så kan medlen genom återköp av egna aktier återföras till ägarna. Detta leder till att aktieägarna kan återinvestera de erhållna medlen på bättre investeringsalternativ i samhället, vilket således är positivt för samhällsekonomin. Återköp av egna aktier är därmed ett effektivt sätt att överföra vinstmedel från mogna branscher till framtidsföretag som har bättre behov av kapital.

Företagsledningen

Möjligheten att kunna förvärva egna aktier kan vara både positivt och negativt för företagsledningen. Det positiva är att svenska företag skulle få en ökad konkurrenskraft om de tilläts förvärva egna aktier, eftersom bolagets kapital skulle utnyttjas mer effektivt och aktieägarna kan vårdas på ett bättre sätt. Förmodligen skulle detta även leda till att fler investerare lockas att investera i svenska bolag. Genom att de återköpta aktierna kan användas till att ersätta nyemissionsförfarandet så innebär återköpsmöjligheten även till att det blir enklare för företagsledningen att åter dra in kapital i bolaget vid behov. Ur individsynpunkt kan det tänkas att en företagsledare vill ha så mycket makt som möjligt och makt erhålls genom resurser. Företagsledare har avkastnings- och lönsamhetskrav på sig, men det kan även vara prestige i nyinvesteringar och omsättning. Detta skulle kunna leda till att företagsledare vore

ovilliga att minska sin kapitalbas och i stället valde att investera eller omsätta kapitalet. Dagens inlösentrend motsäger dock detta och företagsledningar verkar positivt inställda till att överföra kapital på sina aktieägare. Ytterligare kan företagsledningen utnyttja möjligheten till återköp då man vill förhindra fientliga företagsförvärv, därmed skyddar de sina egna positioner och bibehåller sitt arbete.

Debatten i Sverige

I detta kapitel redogör jag för den svenska rådande debatten beträffande förvärv av egna aktier. Frågan om företag skall tillåtas förvärva egna aktier har under de senaste åren periodvis varit föremål för livliga debatter i massmedia. Kapitlet inleds med de mest framträdande debattörerna vilka har varit Industriförbundets VD, H G Wessberg samt Aktiespararnas jurist Lars Milberg. Härfter redogör jag för andra betydelsefulla remissinstansers synpunkter i frågan..

Industriförbundet

H G Wessberg, VD i Industriförbundet, är en stark förespråkare för återköp med möjlighet till vidareförsäljning. Ett av Wessbergs främsta argument för att tillåta återköp av egna aktier i Sverige är det faktum att möjligheten till återköp redan finns i många andra länder. Svenska företag bör erbjudas samma rättigheter som sina internationella konkurrenter. Vidare anser Wessberg att återköp skulle ge en möjlighet för överkapitaliserade företag att minska sin likviditet, vilket skulle bidra till att dessa företag inte blir så nedvärderade på aktiemarknaden.

Återköpsmöjligheten underlättar att kapital lättare kommer ut till ägarna som kan reinvestera pengarna i andra bolag eller olika tillväxtgenererande projekt. Således tillförs riskkapitalmarknaden behövligt kapital och en högre effektivitet uppnås i den totala kapitalallokeringen i ekonomin. Wessberg säger även att återköp till skillnad mot utdelning signalerar att händelsen är speciell och inte kan förväntas bli upprepad. Dessutom så skulle inte medlen vara definitivt försvunna ur företaget, under förutsättning att vidareförsäljning tillåts. Återköp av aktier ger även aktieägarna en möjlighet att välja om man vill realisera sina aktieinnehav eller låta pengarna stanna i företaget. Därmed kan också skatteeffekten väljas. Genom att återköp kan beslutas och verkställas av företagsledningen när som helst under året och inte bara i samband med den ordinarie bolagsstämman, så är återköp tekniskt mycket enklare än utdelning.

Återköpsmöjligheten kan även leda till att företaget på ett flexibelt sätt kan genomföra åtgärder som motsvarar en nyemission. Därmed undgår företaget höga transaktionskostnader i form av avgifter till banker, kostnader för rådgivning, kostnad för handel med teckningsrätter etc., vilka normalt uppkommer vid nyemission.

Återköpta aktier kan även användas som betalning vid ett eventuellt framtida företagsförvärv. Detta betalningsätt skulle underlätta förvärvet och ske till en lägre kostnad jämfört med andra betalningsalternativ. Wessberg menar att företag också kan använda de återköpta aktierna till att vidareförsälja dessa till en utländsk börs, där bolaget bedömer att det finns en stor efterfrågan. Även här är nyemission ett sämre alternativ än återköp eftersom nyemission åstadkommer en utspädning och dessutom ökar på kassan, vilket inte är bra om kassan redan är stor.

Wessberg poängterar att det är av mycket stor vikt att kunna vidareförsälja aktierna för att man fullt ut skall kunna använda de positiva effekterna av en återköpsmöjlighet. En

avsaknad av att kunna vidareförsälja aktierna skulle begränsa själva återköpsintresset i betydande omfattning. Wessberg anser således att både återköp och vidareförsäljning bör tillåtas inom ett väl utformat regelverk.⁵³

Aktiespararna

Lars Milberg, jurist på Aktiespararna samt sakkunnig i Aktiebolagskommittén, anser att en möjlighet till återköp bör införas men måste omgärdas av omfattande skyddsregler p.g.a. de risker för missbruk som finns. Milberg anser att vidareförsäljning av återköpta aktier bör vara helt förbjuden. Aktiespararna har således i sitt remissyttrande sagt nej till Aktiebolagskommitténs lagförslag om återköp av egna aktier.

Aktiespararna kan dock tänka sig att tillåta återköp av egna aktier, men bara om dessa aktier sedan makuleras. De anser att det starkaste skälet för återköp av egna aktier är resursallokerings-skälet, d.v.s. att medel skall återgå till aktieägarna om de inte gör nytta i företaget. Beträffande de övriga vanligt förekommande argumenten som framförts för att tillåta återköp av aktier så anser man att risken för missbruk överstiger de eventuella positiva effekterna. Milberg menar att det finns en viss intressekonflikt mellan företagsledningen och dess ägare. Börskursens utveckling är en viktig värdemätare och utvärderingsgrund när ägarna skall bedöma företagsledningen. Därför är det inte så lämpligt att ge företagsledningen en möjlighet att manipulera detta kriterium och således påverka betygssättningen. Vidare kan återköpsmöjligheten leda till att företagsledningen förhindrar strukturella affärer till vilka ägarna är positivt inställda. Det kan exempelvis fallet vara vid ett uppköpserbudande där ledningens befattningar kan vara i fara.

Milberg anser att skatteargumenten inte gäller i så hög utsträckning i Sverige annat än för aktiefonderna. Dessa fonder betalar ingen skatt på realisationsvinster, men däremot på utdelningsinkomster. Avdrag får ske för utdelning som vidareutdelas till aktiefondens ägare. Således föredrar aktiefonderna att företagen prioriterar återköp av aktier framför att lämna vanlig aktieutdelning. Pengarna för de återköpta aktierna stannar dessutom kvar i fonderna utan några krav på vidareutdelning. Rena skatteskal skulle alltså kunna förklara den positiva inställning som Fondbolagens förening har i sammanhanget. Milberg tycker att det är negativt att Aktiefonderna gynnas i relation till privatpersonerna, dels p.g.a. att aktiemarknadens funktionssätt försämrats och dels p.g.a. att riskkapitalet inte hamnar hos de små och medelstora företagen, utan i de stora bolagen där fonderna har visat sig köpa aktier.

Argumentet att aktiens nyckeltal skulle förbättras vid ett återköp dementerar Milberg. Han menar att vid en analys av företaget så måste nyckeltalen ändå slås ut på det totala antalet aktier, detta så länge de återköpta aktierna finns i bolaget och därmed kan dyka upp på marknaden vid en vidareförsäljning.

⁵³ Wessberg, H. G., *Sverige måste tillåta återköp av egna aktier*, Svenska Dagbladet, 23/1-1996, s 4.

Att Industriförbundet har en så positiv inställning till möjligheten att återköpa aktier, anser Milberg bero på den senaste tidens utveckling där inflytandet flyttats från företagsledningen till aktieägarna. Genom återköpsmöjligheten kan företagsledningen således ta tillbaka en del av sin förlorade maktställning på aktieägarnas bekostnad.⁵⁴⁵⁵

Finansinspektionen

Finansinspektionen, som är en mycket betydelsefull remissinstans, har inget emot förslaget att aktiebolag skall tillåtas att förvärva eller avyttra sina egna aktier. Finansinspektionen delar Aktiebolagskommitténs uppfattning att förslaget förbättrar företagets förutsättningar att återföra överskottsmedel till aktieägarna och att det därmed bidrar till ett effektivare utnyttjande av företagets och näringslivets resurser.

Inspektionen delar vidare kommitténs bedömning att det beträffande återköp på den öppna marknaden behövs regler för att försvåra möjligheterna till insiderbrott eller otillbörlig kurspåverkan. Reglerna anses nödvändiga för att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Utformande av föreskrifter samt bevakning att dessa föreskrifter efterlevs är ett omfattande arbete, vilket innebär att ökade resurser måste ställas till Finansinspektionens förfogande.

Finansinspektionen kan inte acceptera att det inte förekommer något reglerat krav om att lämna information till aktieägarna vid återköp genom offentligt erbjudande. Man anser att om ett företag vill lämna ett erbjudande till samtliga aktieägare så bör i princip samma information lämnas som när företaget gör en nyemission. Inspektionen anser därför att prospekt skall upprättas vid återköp genom offentliga erbjudanden, vilka vänder sig till minst 200 personer. Finansinspektionen föreslår att erbjudandeprospekten, på samma sätt som emissionsprospekten, skall både godkännas och registreras av Inspektionen.⁵⁶

Konkurrensverket

Konkurrensverket motsätter sig Aktiebolagskommitténs förslag. Man menar att den förväntade samhällsekonomiska vinsten av att låta aktiebolag förvärva och överlåta egna aktier inte uppväger den samhällsekonomiska kostnaden i form av bl.a. stor risk för kursmanipulation och omfattande detaljreglering. Konkurrensverket har vanligtvis en positiv inställning till avregleringar som leder till ett effektivare resursutnyttjande för företagen och näringslivet. Man anser dock att riskerna är för stora för otillbörlig kurspåverkan genom spekulation och stödköp av ett företags egna aktier. Detta skulle kunna leda till allvarliga konsekvenser för både företaget och dess fordringsägare.

⁵⁴ Milberg, L., *Återköp men inte vidareförsäljning*, Svenska Dagbladet, 30/1-1996.

⁵⁵ Tillberg, Å., *Aktiespararna nobbar förslag om återköp av aktier*, Dagens Industri, 16/8-1997.

⁵⁶ Finansinspektionens yttrande över Aktiebolagskommitténs delbetänkande "Aktiebolagets kapital" (SOU 1997:22), 14/8-1997.

Konkurrensverket anser att ett ganska komplicerat regelverk måste inrättas för att förhindra dessa problem.⁵⁷

Aktiefrämjandet

Aktiefrämjandet är mycket positiva till Aktiebolagskommitténs förslag om att företag skall tillåtas förvärva och överlåta egna aktier. Det rådande förbudet försvårar företagets optimering av det egna kapitalet. Eftersom de flesta industriländerna tillåter förvärv och överlåtelse av egna aktier så innebär förbudet även konkurrensnackdelar för de svenska företagen. Enligt Aktiefrämjandet är allokeringen av riskkapital det avgörande skälet till att tillåta förvärv och överlåtelse av egna aktier. Aktiefrämjandet tar liksom Aktiebolagskommittén avstånd från argument som exempelvis kursvård genom köp och försäljning av den egna aktien. Kommittén argumenterar dock för att företaget skall kunna handla i sin egen aktie för att förbättra dess likviditet. Aktiefrämjandet menar att detta inte bör skötas av det egna företaget utan lösas på annat sätt. Vidare anser Aktiefrämjandet att möjligheten till att förvärva och överlåta egna aktier ger aktieägaren en stark ställning eftersom regelverket är parallellt med det för nedsättning av bolagets aktiekapital samt nyemission. Aktiefrämjandet saknar dock ett liknande reformarbete inom skatteområdet, man menar att Aktiebolagskommitténs arbete sett i ett större aktiemarknadsperspektiv blir ofullständigt utan skatteregleringar.⁵⁸

Riksskatteverket

Riksskatteverket (RSV) har vid utarbetandet av sitt remissvar i första hand beaktat de skatterättsliga aspekterna på Aktiebolagskommitténs förslag. RSV anser att skattefrågorna i samband med förvärv av egna aktier måste klargöras innan förslaget accepteras. RSV menar att det enligt doktrinen har ifrågasatts om inte reavinstbeskattning kan ske även vid de nu ogiltiga aktieöverlåtelseerna. Denna fråga har dock ännu inte prövats av skattedomstolen. Om bolag medges rätt att i ökad utsträckning förvärva och avyttra egna aktier så anser RSV att det klart och tydligt måste framgå hur sådana transaktioner skall beskattas. Man anser även att redovisningsreglerna vid förvärv av egna aktier måste klargöras.⁵⁹

⁵⁷ Konkurrensverkets yttrande över Aktiebolagskommitténs delbetänkande "Aktiebolagets kapital" (SOU 1997:22), 12/8-1997.

⁵⁸ Aktiefrämjandets remissvar beträffande Aktiebolagskommitténs delbetänkande "Aktiebolagets kapital" (SOU 1997:22), 15/8-1997.

⁵⁹ Riksskatteverkets remissvar beträffande Aktiebolagskommitténs delbetänkande "Aktiebolagets kapital" (SOU 1997:22), 15/8-1997.

Avslutande kommentarer & slutsatser

I detta avslutande kapitel kommer jag att ge kommentarer och slutsatser i ämnet. Kapitlet avslutas med ett förslag till fortsatta studier av förvärv av egna aktier.

Enligt nuvarande lagstiftning får svenska aktiebolag inte förvärva sina egna aktier. Förbudet har motiverats med det s.k. borgenärsskyddet, risken för spekulation samt likhetsprincipen. Våren 1997 presenterade Aktiebolagskommittén ett delbetänkande med namnet Aktiebolagets Kapital, SOU 1997:22. I detta förslag föreslås att svenska publika aktiebolag skall tillåtas förvärva egna aktier med fritt eget kapital, dock högst 10% av aktiekapitalet. För privata aktiebolag föreslås ingen begränsning av innehavet, men förvärvet får inte inkräkta på det bundna egna kapitalet. Jag anser att det främsta argumentet för att tillåta förvärv av egna aktier är att det kan förbättra företagens förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna, vilket skulle leda till ett effektivare utnyttjande av företagets och näringslivets resurser.

De flesta inom näringslivet verkar mycket positivt inställda till förvärv av egna aktier. Främst Industriförbundet har varit en pådrivande kraft i sammanhanget. Näringslivet har poängterat betydelsen av att de svenska lagreglerna bör harmoniseras med omvärlden, så att inte konkurrenskraften försämras. Det svenska totalförbudet mot förvärv av egna aktier har ingen motsvarighet i övriga EU-länder. Där tillåts numera förvärv av egna aktier på villkor som bestäms av EG:s andra bolagsdirektiv. Detsamma gäller tre av de fyra kvarvarande EFTA-länderna. I USA får aktiebolag fritt förvärva egna aktier inom de ramar som följer av aktiebolagslagstiftningens regler om vinstutdelning.

Ett av de främsta syftena med att förvärva egna aktier är att företagen på ett snabbt och enkelt sätt kan förändra sin kapitalstruktur. Alla företag strävar alltså efter att hitta den optimala kapitalstrukturen, vilken minimerar företagets kapitalkostnad och således maximerar bolagets värde. Denna möjlighet anser jag därför vara mycket viktig för företagen och det verkar som de flesta debattaktörerna ställer sig mycket positiva till detta kapitalstruktursargument.

Genom att ett företag avser att förvärva egna aktier till en kurs högre än marknadspriset så signalerar ledningen till marknaden att företaget är undervärderat och därmed bidrar man till en kurshöjande effekt. Stark kritik har dock här framkommit gällande ledningens påverkan av aktiekursen. Man menar att företagsledningens syn på företagets värde skall överföras till aktieägarna genom information och inte genom åtgärder där företaget självt påverkar utbud och efterfrågan på sina aktier. Enligt SOU 1997:22 betraktas detta argument, av förståeliga skäl, snarare som ett hinder mot att tillåta återköp. Företagen är en del av den fria marknaden och borde således istället lita på marknadens förmåga att korrekt prissätta bolagets aktie.

Möjligheten att kunna förvärva egna aktier leder till att företaget kan förhindra fientliga företagsförvärv. Denna möjlighet begränsas dock en del genom att ett riktat återköpsförfarande till enbart vissa aktieägare förmodligen inte kommer att tillåtas i Sverige. Detta anser jag vara en mycket positiv restriktion som Aktiebolagskommittén

gjort. Bakgrunden till restriktionen är likhetsprincipen, vilken här innebär att ett återköpserbjudande måste riktas till samtliga aktieägare enligt lika villkor. Därmed lider inte aktieägarna någon ekonomisk skada, vilket annars lätt blir följden när ledningen använder sig av aktieägarnas pengar för att skydda sina positioner i bolaget. Ett alternativ till de riktade återköpen är att använda sig av en "vit riddare", d.v.s. en tredje investerande part som är vän till ledningen i det utsatta företaget, vilken går in och köper ur den fientliga förvärvaren. Detta alternativ förekommer redan i Sverige i dag och förmodligen kommer denna möjlighet att bli ännu mer attraktiv i framtiden. Jag delar den kritik som varit att företagsförvärven vanligtvis ingår som ett naturligt led i övervakningen av företagets och näringslivets effektivitet. Genom återköpsmöjligheten kan företagsledningen på ett felaktigt sätt hindra en sådan övervakning. Frågan är dock hur starkt reglerad företagsledningen behöver vara för att agera åt de enskilda aktieägarnas bästa utan att de gör något för egen vinnings skull på bekostnad av aktieägarna. Företagsledningen måste trots allt få fria händer till att leda företaget på det mest effektiva sättet.

Att företagsledningen genom förvärv av egna aktier kan spekulera i det egna företagets aktier anser jag vara moraliskt felaktigt. Aktiebolagskommittén har i sitt förslag tagit avstånd från spekulationsmöjligheten. Man anser att det bör införas regler i börs- och värdepapperslagstiftningen som minimerar risken för spekulation, bl.a. bör minst tre månader förflyta innan återköpta aktier får vidareförsäljas. Aktiebolagskommittén överlämnar dock till Finansinspektionen att utfärda närmare föreskrifter för handeln med egna aktier. Dessa regler är av mycket stor vikt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden består. Mycket tyder på att man här kommer efterlikna de väl fungerande regler som idag existerar på de amerikanska och brittiska aktiemarknaderna.

För företag med stora kassor, som vill överföra medel till sina aktieägare, har behovet av att förvärva egna aktier visat sig vara mycket stort. Återköpsalternativet anser jag vara ett mycket viktigt alternativ till både utdelning och inlösen av aktier, eftersom kapitalet senare kan återställas genom en överlåtelse av aktieinnehavet. Allt för stora kassor kan annars leda till ett rabatterat börsvärde, vilket skulle kunna leda till att utländska intressenter spekulerar och tömmer de svenska börsbolagens kassor på pengar. Om företaget vid ett senare skede blir i behov av kapital kan man således enkelt sälja de förvärvade aktierna, detta förfarande skulle därmed bli både enklare och billigare än en nyemission. Även ur skattesynpunkt är återköp mest fördelaktigt jämfört med både utdelning och inlösen av aktier. Vid förvärv av egna aktier beskattas endast den del av beloppet som representerar en realisationsvinst, medan resterande del beskattas först om och när resterande aktier avyttras i framtiden.

Jag har förståelse för den kritik som bl.a. framförts av Aktiefrämjandet att det i Aktiebolagskommitténs delbetänkande saknas utredning om både skatte- och redovisningsfrågor. Kommitténs arbete blir ofullständigt då man inte beaktat de problem som dessa frågor skulle kunna medföra. För att området skall bli så enhetligt och klart som möjligt bör därför skatte- och redovisningsfrågorna genomgå en omfattande utredning före det att en ny aktiebolagslag träder i kraft.

Så länge det inte sker någon inkräkning på det bundna egna kapitalet i företaget, så verkar det som om samtliga enskilda intressentgrupper skulle komma att gynnas av att företag tillåts förvärva egna aktier.

Som tidigare nämnts har företag med stora kassor ett starkt behov att kunna förvärva egna aktier. Anders Ullberg, ekonomi och finanschef på SSAB, ställer sig mycket positiv till att kunna återköpa aktier. SSAB, som till våren kommer att genomföra ett mycket stort aktieinlösenprogram värt tre miljarder kronor, hade mycket hellre velat förvärva egna aktier i syfte att utfördela kapital till aktieägarna. Genom återköpsmöjligheten skulle kapital komma aktieägarna tillhanda på ett enklare, snabbare och billigare sätt. Anders Ullberg ser främst kapitalstruktursargumentet som den största orsaken till varför återköp skall tillåtas. Att förvärva egna aktier i syfte att manipulera den egna aktiekursen förkastar han och menar vidare att risken för att företag skulle komma att missbruka återköpsmöjligheten är mycket liten. Han är dock rädd för att Aktiebolagskommitténs förslag blir kraftlöst p.g.a. alla restriktioner som omgärdar förslaget.⁶⁰

Min samlade bedömning är att fördelarna för Sveriges näringsliv och dess intressenter, om förvärv av egna aktier tillåts, överväger de risker som finns. Det är dock av stor vikt att den nya lagstiftningen omges av omfattande skyddsregler så att risken för missbruk minimeras, vilket Aktiebolagskommittén verkar haft i åtanke vid utformandet av lagförslaget.

Aktiebolagskommitténs delbetänkande har varit ute hos 54 remissinstanser som alla var och en gjort ett utlåtande i ärendet. Dessa remissvar har inkommit till Justitiedepartementet som i skrivande stund granskar dessa svar för att sedan eventuellt justera lagförslaget, vilket slutligen mynnar ut i en proposition till våren 1998. Det slutgiltiga utseendet på den nya Aktiebolagslagen är därför svår att förutspå, men förmodligen kommer det inte att ske några omfattande förändringar från det presenterade lagförslaget. Förhoppningsvis kan även de svenska aktiebolagen, liksom sina utländska konkurrenter, förvärva egna aktier f.o.m. 1/1-1999.

Som förslag till vidare studier i ämnet vore mer praktiska exempel intressanta. Jag själv försökte, genom e-mail, få kontakt med IBM i USA för att få omfattande information om deras återköpsprogram samt vilka erfarenheter de haft av återköpsmöjligheten. Detta försök misslyckades, eller rättare uttryckt jag har ännu inte erhållit någon information från dem.

⁶⁰ Intervju med Anders Ullberg, Ekonomi och Finanschef på SSAB, 971205.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Aktiebolagslagen 1975:1385

EG:s andra bolagsdirektiv (77/91/EEG)

Insiderlagen 1990:1342

Proposition 1975:103, *Förslag till ny aktiebolagslag m.m.*

SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv, Bilaga 1 – Ömsesidigt aktieäggande och aktiebolagens regler om förvärv och innehav av egna aktier.*

SOU 1997:22, *Aktiebolagets Kapital*, Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.

Litteratur

Bruzelius, L.H. & Skärvad, P-H., *Integrerad organisationslära*, Studentlitteratur AB, Lund 1995.

Flodhammar, G, *Associationsrätt*, uppl. 4:6, Studentlitteratur AB, Lund 1994.

Halvorsen, K., *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur AB, Lund 1992.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper No. 4965, Dec. 1994.

Kedner, G., Roos, C-M & Skog, R., *Aktiebolagslagen Del I + II med kommentarer*, uppl. 5:1, Norstedts Juridik, Göteborg, 1996.

Macey, J.R., *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, 1:a uppl., SNS Förlag, Stockholm, 1993.

Moberg, K. & Samuelsson, P., *Börsrätt*, Norstedts Förlag, Stockholm, 1989.

Nerep, E., *Aktiebolagsrättsliga studier – särskilt om kapitalskyddet*, Juristförlaget JF AB, Stockholm, 1994.

Rodhe, K., *Aktiebolagsrätt*, uppl. 17:1, Fritzes Förlag AB, Göteborg, 1995.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, Irwin, USA, 1993.

Rydqvist, K., *Förvärvsstrategier på den svenska marknaden för företagskontroll*, SNS Rapport Serie, Nr 3, 1992.

Skog, R., *EU och den svenska bolagsrätten*, Juristförlaget JF AB, Stockholm, 1995.

Thorell, P., *EG:s direktiv i bolags- och börsrätt – Direktivsamling*, Iustus Förlag AB, 1993.

Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T., *Att utreda, forska och rapportera*, Liber Ekonomi, 1991.

Tidskriftsartiklar

Dahlberg, J., *Insideraffärer*, Dagens Nyheter, 17/10-1997.

Dann, L.Y., *Common Stock Repurchases*, Journal of financial economics, North-Holland Publishing company, 1981.

Edlund, M., *Finnsiell fetma bakom inlösentrenden*, Aktiespararen 5/1997.

Gay, G., Kale, J., Noe, T., *(Dutch) Auction Share Repurchases*, *Economica*, 1996.

Greenmail: Targeted stock repurchases and the management-entrenchement hypothesis, Harvard Law Review, vol. 98:1045, 1985.

Hylton, R., *Stock buybacks are hot – Here's how you can cash in*, Fortune, Sept. 4, 1995.

Jensen, M., Meckling, W., *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, Oct. 1976.

Lee, Mikkelson & Partch, *Managers' Trading Around Stock Repurchases*, The Journal of Finance, vol. XLVII, No. 5, Dec. 1992.

Masulis, R.W., *Stock Repurchases by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes*, The Journal of Finance, vol. XXXV, No. 2, May 1980.

Milberg, L., *Återköp men inte vidareförsäljning*, Svenska Dagbladet, 30/1-1996.

Miller, J., McConell, J., *Open-Market Share Repurchase Programs and Bid-Ask Spreads on the NYSE: Implications for Corporate Payout Policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 30, No. 3, Sept. 1995.

Modigliani, F., Miller, M., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, June 1985.

Nilsson, S., *Återköp och vidareförsäljning av egna aktier – reptrick eller värdefullt alternativ till aktieutdelning?*, Balans 6-7/1996.

Olsson, H-I., *Wall Street vände upp*, Dagens Industri, 29/10/1997.

Persons, J. C., *Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions versus Fixed Price Tender Offers*, The Journal of Finance, vol. XLIX, No. 4, Sept. 1994.

Peterson, I., *Aktieinlösen*, Affärsvärlden 12/2/1997.

Sinha, Sidharth, *Share Repurchase as a Takeover Defense*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 26, No. 2, June 1991.

Skog, R., *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, svensk Juristtidning nr 3, 95/96.

Skog, R., *Aktiebolagets Kapital – Aktiebolagskommitténs förslag till nya bestämmelser*, Balans 3/1997.

Tillberg, Å., *Aktiespararna nobbar förslag om återköp av aktier*, Dagens Industri, 16/8-1997.

Vermaelen, T., *Common stock repurchases and market signaling*, Journal of Financial Economics 9, North-Holland Publishing Company, 1981.

Wessberg, H. G., *Sverige måste tillåta återköp av egna aktier*, Svenska Dagbladet, 23/1-1996.

Övrigt skrivet material

Aktiefrämjandets remissvar beträffande Aktiebolagskommitténs delbetänkande ”Aktiebolagets kapital” (SOU 1997:22), 15/8-1997.

Finansinspektionens yttrande över Aktiebolagskommitténs delbetänkande ”Aktiebolagets kapital” (SOU 1997:22), 14/8-1997.

Konkurrensverkets yttrande över Aktiebolagskommitténs delbetänkande ”Aktiebolagets kapital” (SOU 1997:22), 12/8.1997.

Riksskatteverkets remissvar beträffande Aktiebolagskommitténs delbetänkande ”Aktiebolagets kapital” (SOU 1997:22), 15/8-1997.

Intervjuer

Skog, Rolf, sekreterare i Aktiebolagskommittén, Lund 3/12-1997.

Ullberg, Anders, Ekonomi och Finanschef på SSAB, telefon, 4/12-1997.