



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Teresa Hellmo

Tvångsinlösen av aktier enligt
2005 års aktiebolagslag

En sammanställning och utvärdering av de nya
reglerna – vem gynnas, vem missgynnas?

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Katarina Olsson

Associationsrätt

VT 2007

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Syfte och frågeställningar	6
1.2 Avgränsningar	7
1.3 Metod och material	8
1.4 Disposition	9
2 BAKGRUND TILL INLÖSENREGLERNA	10
2.1 Kort om 2005 års ABL	10
2.2 Utvecklingen av reglerna om inlösen	10
2.3 Förändringar av inlösenreglerna i 2005 års ABL – en översikt	12
3 ALLMÄNT OM TVÅNGSINLÖSEN M.M.	14
3.1 Expropriation - RF 2:18	14
3.2 Likhetsprincipen	15
3.3 Syften med tvångsinlösen	15
3.4 Kort om förfarandet vid inlösen	17
4 MATERIELLA FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR INLÖSEN	18
4.1 Lösenrättens subjekt	18
4.1.1 Majoritetsägares aktieinnehav	19
4.1.2 Indirekta aktieinnehav	19
4.1.3 Innehav grundat på aktielån	21
4.2 Lösenrättens objekt	22
4.2.1 Vilka aktier skall inlösenanspråket avse?	22
4.2.2 Teckningsoptioner och konvertibler	22
4.3 Diskussion kring de materiella förutsättningarna	24
5 VÄRDERING AV MINORITETENS AKTIER	29
5.1 Olika värderingsmetoder	29

5.1.1	Avkastningsvärdeметoden	30
5.1.2	Substansvärdeметoden	30
5.1.3	Liquidationsvärdeметoden	31
5.1.4	Värdering enligt börskursen	31
5.2	Bakgrund till lösenbeloppets bestämmande	31
5.2.1	Praxis - Gimomålet och Balkenmålet	33
5.2.2	Värderingsметoder enligt 2005 års ABL	35
5.3	Huvudregeln	35
5.3.1	Onoterade aktier	37
5.3.2	Diskussion - finns det en lämplig värderingsметод?	38
5.4	Värderingstidpunkt	49
5.4.1	Tidpunkten för värderingen mellan åren 1944 – 1992	49
5.4.2	Värderingstidpunkten enligt 2005 års ABL	51
5.4.3	Diskussion kring värderingstidpunkten	52
5.5	Särregeln	56
5.5.1	Bakgrund till särregeln	56
5.5.2	Särregeln enligt 2005 års ABL	57
5.5.3	Diskussion kring särregeln	60
6	AVSLUTANDE KOMMENTARER	64
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	67
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	71

Sammanfattning

Sedan den 1 januari 2006 gäller en ny aktiebolagslag (ABL). I denna har bl.a. reglerna om tvångsinlösen av minoritetsaktier ändrats i både redaktionellt och materiellt hänseende. Det övergripande syftet med uppsatsen är att undersöka och belysa reglerna om tvångsinlösen för att därmed kunna diskutera vilka rättsliga problem som dessa regler kan innebära för t.ex. minoritetsskyddet.

Numera regleras inlöseninstitutet i 22 kap. ABL, vilket ger en aktieägare, som innehar mer än nio tiondelar av aktierna i ett bolag (majoritetsägare), rätt att lösa in övriga aktieägares (minoritetsägare) aktier. På motsvarande sätt har en minoritetsägare rätt att i en sådan situation kräva att få sitt aktieinnehav inlöst. Tvångsinlösen är således ett expropriativt förfarande. Man brukar framhålla flera syften bakom inlöseninstitutet såsom att underlätta fusion och koncentrationer samt tillgodose en acceptabel avvägning mellan majoritetsintresset och minoritetsskyddet. Det kan finnas flera skäl till varför en aktieägare vill ha ett totalt aktieinnehav i ett bolag. Ett hundraprocentigt ägande innebär t.ex. att beslut i dotterbolaget kan tas utan hänsyn till olika minoritetsskyddsregler.

Uppköp av aktiebolag förekommer i stor omfattning och är ett normalt inslag i den koncentrationsprocess som pågår i näringslivet. Det förelåg därför ett behov av modernisering och klargörande av de gamla reglerna. Fokuset i denna uppsats ligger på reglerna om de materiella förutsättningarna för tvångsinlösen och på värderingsreglerna. På båda dessa områden har det skett väsentliga förändringar. T.ex. har kretsen av inlösenberättigade / inlösenkyldiga vidgats. Det rättssubjekt som vill utnyttja lösenrätten kan numera vara både en fysisk och juridisk person. Även andra juridiska personer än aktiebolag kan använda sig av inlöseninstitutet. Detta gäller även utländska rättssubjekt. I 2005 års ABL är det tillräckligt att majoritetsägaren har mer än 90 % av antalet aktier i bolaget, d.v.s. denne behöver inte inneha ett visst antal röster. I den nya lagen medräknas också alla rättssubjekts indirekta innehav och man har klargjort att konvertibler och teckningsoptioner numera kan inlösas. Regelförändringarna medför att tidigare oklara frågor, som tex. frågan om utländska rättssubjekt, om vilka som kan räknas som moderbolag i inlösenssammanhang och om konvertibler och teckningsoptioner har klargjorts. Dock råder fortfarande några frågetecken kring t.ex. aktieinnehav grundat på aktielån. Då det vanligen är majoritetsägaren som påkallar inlösen kan dock en vidgad krets och underlättade krav för inlösen innebära risk för att reglerna missbrukas. Det kan också uppstå svårigheter då inlösen berör utländska rättssubjekt. Det kan t.ex. bli problem med att tvångsvis verkställa skiljedom om lösen utomlands vilket kan göra minoritetsägaren i praktiken rättslös.

Vid värdering av minoritetsaktierna har den huvudregel, som gällt i praxis, nu fastslagits i ABL. Denna innebär att lösenbeloppet skall bestämmas utifrån det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden, d.v.s. ett marknadspris är utgångspunkten. För börsnoterade aktier innebär detta att värderingen sker enligt börsvärdet. Vid värdering av de onoterade aktierna torde det vara svårt att finna ett marknadsvärde. Därmed sker istället en värdering av företaget enligt olika teoretiska värderingsmetoder. Själva värderingen skall ske den dag då inlösen påkallas (påkallandedagen). Har ett offentligt bud, som riktats till samtliga återstående aktieägare, föregått inlösenförfarandet, skall den s.k. särregeln tillämpas. Det krävs dock att minst nio tiondelar av de, som erbjudandet riktats till, har accepterat budet. Särregeln kan sägas vara en presumptionsregel där storleken på det erbjudande, som ett stort antal aktieägare har accepterat, presumeras utgöra ett riktigt värde på aktien om inte särskilda skäl talar för ett annat värde. Det är dock inte helt klart vilka omständigheter som konstituerar särskilda skäl. Särregelns tillämpningsområde har i 2005 års ABL vidgats då man i lagen har slopat kravet på att majoritetsägaren skulle ha förvärvat större delen av sitt innehav genom budet. Denna ändring är starkt till majoritetsägarens fördel eftersom denne kan ha ett mycket stort aktieinnehav redan innan budet och därmed i praktiken ha full kontroll över bolaget. Det ger majoritetsägare möjlighet att erbjuda lägre belopp då det inte torde finnas utrymme för konkurrerande bud.

Det har anförts många argument mot värderingsreglerna, bl.a. att en alltför förutsättningslös tillämpning av börsvärdet som utgångspunkt vid värderingen av noterade aktier kan försämma minoritetsägares ställning. Främst gäller diskussionen om börskursens opålitlighet som ett riktigt värde på aktien och att minoritetsägare inte får del av de övervärden som kan finnas i bolaget. Då en aktieägare innehar mer än 90 % av aktierna i bolaget har majoritetsägaren möjlighet att vidta handlingar som pressar ner börskursen och det torde råda brist på en fungerande aktiemarknad. Detta innebär att aktien omsätts i liten utsträckning och att kursen inte speglar ett riktigt värde på aktien. Har inlösen föregåtts av ett offentligt bud brukar dessutom börskursen styras av storleken på budet. I de fall börskursen inte är ett rättmätigt värde på aktien utan för lågt värde innebär det att det sker värdeöverföringar till majoritetsägaren på minoritetsägarens bekostnad.

De nya inlösenreglerna är majoritetsvänliga då de mest tillgodoser majoritetsägares önskan om ökade möjligheter till inlösen samt snabbare och enklare förfaranden. Reglerna innebär att större förutsägbarhet uppnås och att inlösenprocesserna torde bli smidigare och avgöras fortare, vilket i och för sig kan vara även till minoritetsägares förmån. Dock är frågan om denna fördel alltid är motiverad med tanke på den utsatta situation minoritetsägare befinner sig i. Då det rör sig om ett expropriativt förfarande bör det innebära att det ibland krävs komplicerade undersökningar och värderingar för att få fram det riktiga värde som minoritetsägaren skall ersättas med. För att undvika att effekten blir att majoritetsägare gynnas på minoritetsägares bekostnad är det därför viktigt att skiljemän och domare är

flexibla och vågar t.ex. frångå börskursen eller det offentliga budet utan större betänkligheter om dessa inte ger rättvisande värde på aktien.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EG	Europeiska Gemenskapen
EU	Europeiska Unionen
JT	Juridisk tidsskrift vid Stockholms universitet
LUA	Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006:451)
NBK	Näringslivets Börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Regeringens proposition
RB	Rättegångsbalken (1942:740)
RF	Regeringsformen (1974:152)
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning

1 Inledning

”TV4:s huvudägare Nordic Broadcasting begär inlösen av återstående aktier i TV4. Eftersom överenskommelse inte har kunnat träffas med samtliga övriga aktieägare om inlösen har Nordic Broadcasting begärt att tvisten avgörs av skiljemän (...).”¹

Ett pressmeddelande i stil med det nyss citerade från den 3 januari 2007, är inget ovanligt inslag i dagens affärsliv. Under de senaste årtiondena har utvecklingen i det svenska näringslivet kännetecknats av en kraftig tillströmning av nya företag, en stigande omsättning av aktier och en ökad koncentration. Uppköp av aktiebolag förekommer i stor omfattning och är ett normalt inslag i koncentrationsprocessen. Ökade antal mål om tvångsinlösen är en konsekvens av att aktier i allt större utsträckning och till ett högre belopp byter ägare.²

I 2005 års aktiebolagslag (ABL), som trädde i kraft den 1 januari 2006, finns regler i 22 kap. som ger en aktieägare, som innehar mer än nio tiondelar av aktierna i ett bolag, rätt att lösa in övriga aktieägares aktier. Vid en jämförelse med 1975 års ABL, där det endast var *moderbolag*, som ägde mer än nio tiondelar av aktierna *och* innehade mer än nio tiondelar av rösterna, som hade rätt till inlösen, innebär den nya lagen större möjligheter att lösa in minoritetsägarnas aktier. Detta är en praktiskt sett viktig förändring som har blivit uppmärksammas, inte minst vad gäller minoritetsskyddsaspekter och inlöseninstitutets karaktär av expropriationsåtgärd.³

Tvångsinlösen av aktier aktualiserar många frågor. Detta gäller särskilt frågor rörande själva förfarandet, bestämmelserna kring ersättningen samt problematiken vid värderingen. Tolkningen av reglerna om hur lösenbeloppet skall fastställas har diskuterats ingående i doktrinen och har varit föremål för ett antal skiljemanna- och domstolsprocesser. Inte minst har Högsta domstolens domskäl i det s.k. Balkenmålet⁴ bidragit till att diskussionen om värderingsproblematiken vid tvångsinlösen fortsatt. Kravet på att lagstiftaren skall ge klarhet i bl.a. värderingsfrågor har varit stort.⁵ I 2005 års ABL har man därför fastställt en regel om hur lösenbeloppet skall beräknas, vilket är en av de största förändringarna i den nya lagen vad gäller inlösenreglerna. Denna regel var dock långt ifrån ett självklart val och gäller

¹ Pressmeddelandet publicerades bl.a. på affärssajten *Ekonominyheterna*, 2007-01-03, <http://ekonominyheterna.se/nyheter/2007/01/03/tv4-nordic-broadcasting-vander-/index.xml>, kontrollerad 2007-03-17.

² L. Svensson, s. 7 f. Victorin, s. 489 f.

³ Andreasson, SvJT 2005, s. 522.

⁴ NJA 1996 s. 293.

⁵ L. Svensson, s. 7.

endast inlösen av börsnoterade aktier.⁶ Det råder således fortfarande oklarhet vid lösenbeloppets bestämmande för onoterade aktier.

Även om reglerna om tvångsinlösen väsentligen har ändrats bl.a. för att motverka brister som fanns i 1975 års ABL och för att vara i takt med samhällsutvecklingen och utvecklingen av företagsklimatet, menar flera sakkunniga att de nya reglerna innehåller svagheter som kan medföra negativa effekter. Det har t.ex. framförts synpunkter på att inlösenreglerna kan innebära att ett gott börs klimat för mindre och medelstora företag försvåras, att majoritetsägare gynnas på minoritetsägares bekostnad samt att den likhetsprincip och ”rättvisa”, som tidigare har ansetts gälla mellan aktieägare vid tvångsinlösen, åsidosätts.⁷ Frågan är om dessa farhågor är befogade.

Det skall påpekas att när det i uppsatsen endast nämns ”ABL” är det 2005 års ABL som åsyftas. I andra fall sägs det uttryckligen 1944 års respektive 1975 års ABL.

1.1 Syfte och frågeställningar

Det övergripande syftet med uppsatsen är att undersöka och belysa reglerna om tvångsinlösen av minoritetsaktier enligt 2005 års ABL för att därmed kunna diskutera vilka rättsliga problem som dessa regler kan innebära. Med hänsyn till de förändringar som har skett vad gäller reglerna om tvångsinlösen, är tanken att uppsatsen dels skall utgöra en aktuell översikt av nu gällande regler om inlösen, dels innehålla en diskussion om de effekter som lagändringarna visat sig innebära / kan komma att innebära, särskilt vad gäller påverkan på minoritetsskyddet. I uppsatsen skall det även belysas eventuella brister i reglerna. Då de största förändringarna i inlösenreglerna gäller förutsättningarna för lösenrätten, vilka subjekt och objekt som omfattas av denna rätt samt bestämmandet av lösenbelopp och värderingstidpunkt, är det främst dessa frågor som kommer att behandlas i arbetet.

Det är viktigt att framhålla att mer än 99 % av alla svenska aktiebolag, de onoterade, inte omfattas av den numera lagreglerade värderingsmetoden. Huvudregeln vid värdering gäller nämligen endast noterade aktier och det är således fortfarande inte klart hur värderingen skall ske vid aktier som inte är noterade. Syftet med denna uppsats är därför också att diskutera vad som gäller vid värdering av onoterade aktier samt att översiktligt granska inlösenreglernas förenlighet med grundlagen (RF 2:18) då inlösenförfarandet rör sådana aktier.

⁶ Följande uttalande i propositionen tyder på att inte ens regeringen ansåg att valet av börskursen som värderingsmetod var och är självklart: ”Vi avser att följa hur dessa regler tillämpas och vilka effekter de får för olika aktieägargrupper”, se prop. 2004/05:85 s. 453.

⁷ Se t.ex. G. och M. Ramberg, JT 96/97 häfte 1, s. 235 ff.

Eftersom reglerna är tämligen nya är det svårt att redan nu konstatera faktiska effekter av dessa, men man kan i stor utsträckning diskutera *möjliga* effekter, både positiva och negativa. Det görs bäst genom intervjuer med verksamma jurister och sakkunniga på området, som kan försöka peka på de första tendenserna av reglerna och ge sin syn på hur de har fungerat hittills och om det uppkommit några farhågor vad gäller effekterna av reglerna.

Mot bakgrund av ovan nämnda syften skall följande frågeställningar besvaras:

- Vilka konkreta förändringar har skett i 2005 års ABL beträffande reglerna om tvångsinlösen av minoritetsaktier?
- Vilka skäl kan anföras för respektive mot införandet av de nya reglerna? Finns det några brister i reglerna om tvångsinlösen?
- Vilka effekter kan de nya reglerna möjligen få för t.ex. minoritetsskyddet?

1.2 Avgränsningar

Tvångsinlösen av minoritetsaktier kan liknas vid expropriation av egendom. Det föreligger möjlighet till expropriation av aktier i ett flertal situationer. Vid t.ex. majoritetsmissbruk (25:21 ABL) har minoritetsägarna möjlighet att bli löst från sitt ägande och vid skadeståndsskyldighet kan den skadelidande aktieägaren, under vissa förutsättningar, få sina aktier inlösta (29:4 ABL). Denna uppsats kommer dock inte beröra nyss nämnda situationer utan arbetet kommer att begränsas till att behandla tvångsinlösen av minoritetsaktier enligt 22 kap ABL, d.v.s. fall då inlösen sker p.g.a. att majoritetsägaren äger mer än 90 % av aktierna i bolaget.

Inlösen av minoritetsaktier aktualiserar många frågor. Som nämnts ovan har dock fokus i uppsatsen lagts på de förändringar som skett i 2005 års ABL vad gäller förutsättningarna för inlösen samt vad gäller värderingsreglerna. Detta innebär att själva förfarandet vid inlösen, d.v.s. hur man praktiskt går till väga vid inlösen av aktier och hur processen fungerar i skiljenämnden och i domstolen, endast kommer att beröras mycket kort. Hur inlösenförfarandet fungerar i praktiken är i sig ett stort ämne, men som inte lämpar sig att djupare behandlas inom ramen för denna uppsats i aktiebolagsrätt. Räkna på lösenbeloppet och avkastningstillägg kommer inte heller att diskuteras i uppsatsen.

1.3 Metod och material

Denna uppsats bygger på traditionell rättsdogmatisk metod. Detta innebär att gällande rätt på området har studerats samt förarbeten, praxis och den debatt som förts i doktrinen har behandlats.

Uppsatsen behandlar ett ämnesområde som berör både rättsliga regler och ekonomisk teori. Bestämmandet av t.ex. vilken värderingsmetod som skall tillämpas vid värdering av aktier är en utpräglad ekonomisk fråga, men måste ske på grundval av den legala synen på styrande värdebegrepp, värderingsobjekt och tidpunkt för värderingen.⁸ Detta innebär att uppsatsen också kommer att kortfattat beröra ekonomiska frågor, men det är de juridiska aspekterna som kommer att vara i fokus.⁹

Då de nya reglerna endast tillämpats under drygt ett år är det svårt att redan nu konstatera faktiska effekter av dem. Genom intervjuer med personer insatta i inlösenfrågor har istället främst diskuterats *möjliga* och *troliga* effekter. För att få en så nyanserad bild som möjligt har samtal hållits både med dem som i första hand företräder majoritetsägare och med dem som främst företräder minoritetsägare.

Utgångspunkten i detta arbete är reglerna om tvångsinlösen i 22 kap. ABL och den delen av prop. 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*, som behandlar inlöseninstitutet. För att kunna belysa och diskutera de förändringar som skett i inlösenreglerna har bl.a. även reglerna i 1975 års ABL¹⁰ behandlats.

Eftersom tvister rörande tvångsinlösen avgörs av skiljenämnd i första instans är tillgänglig praxis på området ännu relativt liten, även om några viktiga avgöranden faktiskt har kommit från Högsta domstolen. I brist på omfattande och klar praxis har doktrin och artiklar, skrivna av bl.a. sakkunniga författare och domare, fått ett stort utrymme i uppsatsen. Några av de författare som hänvisas till i arbetet, såsom Flodhammar, Dahlgren och Moberg samt Berglund, bygger sin framställning på undersökningar av skiljedomar som de fått tillgång till. På så vis sker en redovisning av den skiljedomspraxis som trots allt finns, om än på indirekt sätt. En redogörelse av praxis är viktigt för att kunna visa hur reglerna tillämpas i praktiken samt för att läsaren skall få en konkret bild av inlöseninstitutet och exempel på när och hur detta tillämpas i praktiken. De avgörande rättsfallen från Högsta domstolen kommer därför tämligen ingående att beskrivas. Även intervjuer med sakkunniga ger en mer praktisk aspekt på arbetet.

Även om de regler som har varit på förslag under ett antal år¹¹ nu har fastslagits, är det viktigt att belysa den diskussion som tidigare har förekommit i doktrin och praxis – och till viss del fortfarande förekommer.

⁸ L. Svensson, s. 18.

⁹ Olika värderingsmetoder som bygger på ekonomiska teorier presenteras kort under 5.1.

¹⁰ 1975:1385.

¹¹ Aktiebolagskommittén kom med sitt första delbetänkande 1997, se vid fotnot 25.

Därmed underlättas en analys av reglernas för- respektive nackdelar och läsaren ges en ökad förståelse för reglernas komplexitet. Olika juridiska och ekonomiska artiklar har därför fått ett stort utrymme i uppsatsen.

1.4 Disposition

I kapitel 2 beskrivs bakgrunden till reglerna om tvångsinlösen av minoritetsaktier och hur dessa regler har växt fram och sett ut i både 1944 års ABL och 1975 års ABL. I kapitlet finns också en kort generell bakgrund till 2005 års ABL och en övergripande återgivning av däri viktiga aktiebolagsrättsliga nyheter.

I kapitel 3 diskuteras olika syften med tvångsinlösen och varför detta regelverk existerar. Därefter beskrivs generellt bestämmelsen i RF 2:18, gällande expropriation av egendom, och den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Slutligen belyses i korthet de förändringar som införts i 2005 års ABL, vad gäller inlöseninstitutet.

Kapitel 4 behandlar de grundläggande förutsättningarna för tvångsinlösen. I avsnittet är därmed bestämmelsen 22:1 ABL i fokus, vilken reglerar de krav som måste vara uppfyllda för att en rätt till inlösen skall föreligga. I kapitlet behandlas även vilka rättssubjekt som kan framtvunga ett inlösenförfarande och regler om majoritetsägarens aktieinnehav, om indirekta innehav och slutligen om innehav grundat på aktielån. I kapitel 4 diskuteras även vilka aktier som ett inlösenanspråk måste avse och frågan om tvångsinlösen av konvertibler och teckningsoptioner tas upp. Kapitlet avslutas med en kort diskussion om förändringarna i den nya lagen vad avser förutsättningarna för inlösen.

Det centrala avsnittet i uppsatsen utgörs av kapitel 5. Det är detta kapitel som behandlar den värderingsproblematik som kan uppstå vid tvångsinlösen och som har varit föremål för omfattande diskussion av både författare, verksamma skiljemän och domare samt lagstiftare. Avsnittet inleds med att olika värderingsmetoder presenteras, därefter följer en bakgrund till de värderingsmetoder som har förespråkats av lagstiftaren och av Högsta domstolen, varvid fall såsom Gimo- och Balkenmålen, kommer att lyftas fram. Kapitlet fortsätter därefter med en beskrivning av innebörden av värderingsreglerna (huvud- och särregeln) och hur dessa regler nu ser ut i 2005 års ABL. De ändringar som införts i den nya lagen diskuteras ingående. Den kritik som framförts och de brister som påtalats mot de nya värderingsbestämmelserna lyfts slutligen fram och resoneras kring.

I kapitel 6 ges avslutande kommentarer till de frågor i uppsatsen som ansetts ha stor vikt.

2 Bakgrund till inlösenreglerna

2.1 Kort om 2005 års ABL

Aktiebolagskommittén fick i början av 1990-talet uppdraget att granska aktiebolagsrätten. Den gamla aktiebolagslagen från 1975 var i stort behov av omarbetning och modernisering, bl.a. med tanke på Sveriges medlemskap i EU och den anpassning som därmed var tvungen att ske. Enligt regeringens direktiv skulle Aktiebolagskommittén således utarbeta ett förslag som tillgodosåg kravet på harmonisering med EG-rätten. Kommittén skulle dessutom se över minoritetsskyddet och överväga en förstärkning av detta. I regeringens direktiv till kommittén betonas att minoritetsskyddet i ABL är av stor betydelse för allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.¹² År 2001 kom Aktiebolagskommitténs förslag till den nya lagen, vilket, efter ett antal ändringar och remissyttranden, resulterade i en proposition i mars 2005.¹³ Propositionen vann riksdagens bifall och den 1 januari 2006 började den nya lagen att gälla (2005 års ABL).¹⁴

Den nya lagen innebär en språklig och systematisk modernisering av den svenska aktiebolagsrätten. Syftet med lagen var att åstadkomma större flexibilitet för företagen, t.ex. vad gäller möjligheterna att reglera frågor i bolagsordningen, uppnå en ökad harmonisering med andra europeiska länder samt se över minoritetsskyddet.¹⁵ Bland de sakliga förändringarna i 2005 års ABL kan följande exempel nämnas. Reglerna om s.k. uppskjuten apport har försvunnit, kravet på att aktierna skall anges med ett nominellt belopp har tagits bort och ersatts med ett kvotvärde. För bolag, som inte är avstämningsbolag, finns numera möjlighet att begränsa aktiernas överlåtbarhet genom s.k. samtyckes- och förköpsförbehåll. Den nya lagen innebär också att det är möjligt att ge ut fristående teckningsoptioner och att s.k. kapitalandelslån inte längre är förbjudna. Slutligen innehåller lagen förtydligande regler om inlösen av minoritetsaktier och ett nytt rättslig instrument, fission, har införts.¹⁶

2.2 Utvecklingen av reglerna om inlösen

Som nämnts inledningsvis har det svenska näringslivet under lång tid kännetecknats av ökande koncentration genom att uppköp av aktiebolag förekommer i stor utsträckning.¹⁷ En effekt av denna utveckling har varit

¹² Kommittédirektiv 1990:46. Se också L. Svensson s. 41 och s. 101.

¹³ Prop. 2004/05:85.

¹⁴ *Nya aktiebolagslagen. 2005 års aktiebolagslag med specialmotiveringar från propositionen*, se förordet.

¹⁵ L. Svensson, s. 62.

¹⁶ Prop. 2004/05:85 s. 1 f.

¹⁷ Victorin, s. 489 f.

allt fler tvister om tvångsinlösen, som avgjorts av skiljemän.¹⁸ Trots denna förändring av det svenska affärlivet har reglerna om tvångsinlösen inte ändras sedan mitten av 1980-talet. Inte förrän för drygt ett år sedan.¹⁹

Regler om tvångsinlösen av aktier infördes för första gången i Sverige i 1944 års ABL. Det hade då framförts förslag och önskemål från näringslivets aktörer om att bestämmelser om tvångsinlösen av minoritetens aktier skulle införas. I förarbetena till 1944 års ABL framfördes en del farhågor med ett inlöseninstitut där moderbolag skulle ges möjligheten att, under vissa förutsättningar, tvångsvis överta minoritetens aktier.²⁰ Inlösenregler infördes dock ändå i 1944 års ABL bl.a. med hänsyn till att rätten till tvångsinlösen gavs åt både majoritets- och minoritetsägare, vilket menades vara även till minoritetsägarnas fördel. Man ansåg nämligen att viljan hos minoritetsägarna att lösa in aktierna till ett oskäligt högt pris motsvarades av viljan hos moderbolaget att pressa minoriteten till försäljning till underpris.²¹

Det främsta skälet, som anfördes för att införa reglerna, var möjligheten att kunna utnyttja de organisatoriska fördelar, som uppkommer vid ett hundraprocentigt ägande av ett bolag. Dessa fördelar kan nämligen fördröjas eller gå till spillo om en minoritetsägare vägrar att sälja sina aktier eller begära ett oskäligt högt pris för sitt aktieinnehav. Lösenbeloppet skulle enligt 1944 års ABL utgöras av aktiens *verkliga värde*.²²

Bestämmelser om tvångsinlösen i 1944 års aktiebolagslag var föremål för ett flertal revideringar, särskilt i samband med antagandet av 1975 års ABL. I 1975 års ABL infördes bl.a. den s.k. särregeln, som tillämpas där tvångsinlösen har föregåtts av ett offentligt uppköpserbudande. Dock infördes inte i lagen den värderingsregel, som etablerats i praxis och kommit att kallas för huvudregeln. Man tog inte heller upp begreppet ”verkliga värdet”, som fanns i 1944 års ABL. Det saknades således uttryckliga bestämmelser om vilken värderingsmetod som skulle användas vid lösenbeloppets bestämmande, om inte särregeln kunde tillämpas.²³ Principer för att bestämma lösenbeloppets storlek lämnades till praxis och doktrin att utveckla.²⁴ Lagreglerna behandlade istället främst förutsättningarna för och förfarandet vid inlösen.

Trots att Högsta domstolen i några mål, främst i det s.k. Balkenmålet, kommit med uttalanden i en del av de värderingsfrågor som kan uppkomma vid värdering av minoritetens aktier, fortsatte den livliga diskussion om hur lösenbeloppet skulle bestämmas. Som nämndes inledningsvis, har därför behovet av ett klagörande från lagstiftaren varit stort. I lagstiftningsarbetet

¹⁸ L. Svensson, s. 8.

¹⁹ Skog m.fl., s. 15.

²⁰ Se SOU 1941:9 s. 604 ff.

²¹ L. Svensson, s. 8.

²² *ibid.*

²³ *ibid.*

²⁴ Prop. 1975:103 s. 533.

med 2005 års ABL föreslog Aktiebolagskommittén därför ett antal förändringar i reglerna om tvångsinlösen, vilka i stor utsträckning också antogs av riksdagen.²⁵

2.3 Förändringar av inlösenreglerna i 2005 års ABL – en översikt

Reglerna om tvångsinlösen av minoritetsaktier har i 2005 års ABL ändrats i både rättsligt och systematiskt avseende. Nedan följer en översikt av några av de väsentligaste förändringarna.

- Inlösenreglerna har överförts från 14 kap. 31-33 §§ (1975 års ABL) till ett eget kapitel (22 kapitlet).
- Det rättssubjekt som vill utnyttja lösenrätten kan numera vara både en fysisk och juridisk person. Även andra juridiska personer, än aktiebolag, kan använda sig av inlöseninstitutet. Detta gäller även utländska rättssubjekt.
- Kravet på att majoritetsägarens aktier skall representera ett visst antal röster i bolaget har slopats. Det är numera tillräckligt att majoritetsägaren innehar mer än 90 % av antalet aktier.
- Det rättssubjekt som endast genom indirekt aktieinnehav når upp till gränsen för tvångsinlösen har enligt de nya reglerna både rätt och skyldighet till inlösen.
- Numera är det möjligt att lösa in konvertibler och teckningsoptioner i samband med tvångsinlösen av aktier.
- Vid värdering av aktierna är huvudregeln att lösenbeloppet skall bestämmas utifrån det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. För börsnoterade aktier innebär detta att värderingen sker enligt börsvärdet.
- Värderingen av aktierna skall ske den dag då inlösen påkallas (påkallandedagen).

²⁵ År 1997 överlämnade Aktiebolagskommittén ett delbetänkande, *Aktiebolagets kapital* (SOU 1997:22). Förslaget innehöll bl.a. nya regler om inlösen och återfanns i kommitténs slutbetänkande, *Ny aktiebolagslag* (SOU 2001:1), som överlämnades i januari 2001. För mer information och diskussion om förslaget innehåll hänvisas till Nina Siegl's uppsatts *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en undersökning av förutsättningarna för inlösen samt lösenbeloppets bestämmande de lege lata och de lege ferenda*, [http://www.jur.lu.se/Internet/Biblioteket/Examensarbeten.nsf/0/A91B556512FDE232C1256F1E004BB3B9/\\$File/exam.pdf?OpenElement](http://www.jur.lu.se/Internet/Biblioteket/Examensarbeten.nsf/0/A91B556512FDE232C1256F1E004BB3B9/$File/exam.pdf?OpenElement)

- Vid tillämpning av särregeln skall erbjudandet om aktieköp riktas till samtliga återstående aktieägare, varav minst nio tiondelar av dessa skall acceptera budet.

3 Allmänt om tvångsinlösen m.m.

Det är ur ett samhällsperspektiv ofta eftersträvansvärt med omstruktureringar och sammanslagningar av företag. Det är dock självklart att det i praktiken är näst intill omöjligt att bli ägare till alla aktier i ett dotterbolag med spritt ägande. För att ändå kunna möjliggöra de fördelar som omstruktureringar innebär finns det i 22 kap. ABL en rätt för moderbolag, som innehar mer än 90 % av aktierna i ett dotterbolag, att tvångsinlösa de resterande aktierna.²⁶

3.1 Expropriation - RF 2:18

Tvångsinlösen kan jämföras med expropriation av minoritetens aktier då inlösen för den enskilde aktieägaren i praktiken ofta innebär likartade konsekvenser som när dennes egendom blivit föremål för expropriation.²⁷ Särskilt vid aktier i börsnoterade bolag med många ägare är det mer förståeligt att dra paralleller till expropriation än till frivilliga överlåtelser.²⁸

Enligt RF 2:18 skall ägare till egendom, som tas i anspråk genom expropriation eller annat sådant förfogande, vara tillförsäkrad ersättning för förlusten enligt grunder, som är bestämda i lag. Då principer för lösenbeloppets bestämmande inte tidigare varit fastslagna i lag, fanns det stora konstitutionella argument för den lagreglering som skedde i 2005 års ABL.²⁹ Den nya regeln gäller dock inte onoterade aktier, vilket sålunda kan anses stå i strid med grundlagen (se mer nedan under 5.3.1 och 5.3.2).

Inom expropriationsrätten gäller som allmän princip att den som blir föremål för expropriation skall vara i samma ekonomiska ställning efter expropriationen som om denna inte ägt rum.³⁰ Detta innebär att det är egendomens marknadsvärde som vanligen skall ersättas.³¹ I propositionen till 2005 års ABL ansåg regeringen att också värderingsreglerna vid tvångsinlösen skall bygga på nyss nämnda princip.³² Sålunda ansåg regeringen att införandet av börskursen som värderingsmetod uppfyllde denna.

²⁶ Sandström, s. 351.

²⁷ Högsta domstolens uttalande i NJA 1996 s. 293 (Balkenmålet). Uttalandet finns även med i prop. 2004/05:85 s. 449.

²⁸ Prop. 2004/05:85 s. 449.

²⁹ Sandström, s. 352.

³⁰ Hager, s. 380. SOU 1969:50 s. 148.

³¹ Se 4:1 Expropriationslag (1972:719).

³² Prop. 2004/05:85 s. 449.

3.2 Likhetsprincipen

I bl.a. 4:1 ABL stadgas den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Denna innebär att aktier av samma slag är likställda och således har samma rättigheter, om inte bolagsordningen föreskriver annat. Om t.ex. ett bolag utdelar olika stor vinst per aktie uppfylls inte likhetsprincipen.³³ Kort sagt betyder sålunda likhetsprincipen att en aktieägare i alla situationer är tillförsäkrad att hans eller hennes aktier ger rätt till den andel av bolagets nettotillgångar som följer av bolagsordningen.³⁴ De rättigheterna, som skall säkerställas, gäller i förhållandet mellan bolaget och aktieägarna.

3.3 Syften med tvångsinlösen

Det har framförts olika syften till varför regler om tvångsinlösen av minoritetens aktier skall vara legitima. Dessa syften har till viss mån förändrats i takt med att samhället och, i synnerhet, näringslivet har utvecklats.

Vid införandet av 1944 års ABL ansåg lagstiftaren att inlösen av minoritetsaktier skulle syfta till att underlätta en förberedelse för fusion mellan moder- och dotterbolag. Dock tillämpades fusionsreglerna inte särskilt ofta utan inlöseninstitutet användes i större utsträckning till att bilda helägda, formellt fristående, dotterbolag. Trots denna utveckling ansåg lagstiftaren vid införandet av 1975 års ABL att reglerna om inlösen fortfarande skulle vara en del av fusionsreglerna.³⁵ I 2005 års ABL har man dock valt att både materiellt och redaktionellt frikoppla inlöseninstitutet från reglerna om fusion. Inlösenreglerna har t.ex. samlats i ett eget kapitel och kravet på att majoritetsägaren skall vara ett *moderbolag* har slopats.³⁶ Detta innebär att det ursprungliga syftet med inlösen – att underlätta fusioner – inte längre är lika angeläget. Numera synes det främsta syftet vara att tillmötesgå de krav som ställs från företagshåll att underlätta koncentrationer men den ökande spridningen av äktieägande innebär också att avvägningen mellan majoritetsintresset och majoritetsskyddet står alltmer i fokus.³⁷

Det kan finnas flera anledningar till varför en aktieägare vill ha ett totalt aktieinnehav i ett bolag. Ett hundraprocentigt ägande innebär t.ex. att beslut i dotterbolaget kan tas utan hänsyn till olika minoritetsskyddsregler. Ett annat skäl till tvångsinlösen är att underlätta en planerad sammanslagning

³³ Sandström, s. 21.

³⁴ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09, publicerades 2004-03-15, http://www.aktiespararna.se/upload/4144/040326_aktiebolagslag_lagratsremiss.pdf. Kontrollerad 2007-03-17.

³⁵ Skog m.fl., s. 12.

³⁶ Skog m.fl., s. 21.

³⁷ Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 289.

av bolag. I det senare fallet kan det, som ovan nämnts, bli aktuellt att tillämpa reglerna om fusion i 23 kap. ABL.³⁸

I enlighet med nyss sagda kan bestämmelserna om tvångsinlösen sägs ha två huvudsyften. För det första underlättar reglerna en integration mellan moder- och dotterbolag. För det andra ges en minoritet, som innehar mindre än 10 % av aktierna, möjlighet att lämna ett aktiebolag genom att majoritetsägaren kan tvingas att förvärva minoritetens aktier. Lagstiftaren vill härigenom underlätta för en minoritet som ligger under 10 %-gränsen. En minoritet som ligger under denna gräns förlorar t.ex. möjligheten att kunna tillämpa flera av de skyddsregler³⁹ som finns i ABL, eftersom dessa oftast kräver ett aktieinnehav överstigande 10 %.⁴⁰

Bergman och Hellner framhåller att skälen till aktieköp, som vanligen är en rent finansiell investering⁴¹ eller ett köp för att kunna påverka bolagets förvaltning, har betydelse i detta sammanhang. När en aktieägare innehar mer än 90 % av aktierna påverkas nämligen omsättningen negativt vilket försämrar aktiens likviditet och således även möjliga utdelningar. Därmed kan inlösen bli det förmånligaste alternativet för minoritetsägaren. Även möjligheten att påverka bolagets förvaltning försvåras då det är svårt att hävda sina intressen gentemot en aktieägare som äger mer än 90 % av aktierna och också i detta fall torde minoritetsägaren föredra inlösen.⁴²

Om nu inte inlösenreglerna i särskilt stor utsträckning har tillämpats inför en påtänkt fusion och då detta numera inte heller framförs särskilt ofta som skäl för inlösen, kan man ställa sig frågan vilka fördelar en majoritetsägare kan vinna vid ett hundra procentigt ägande. Dahlgren och Moberg ger följande exempel på fördelar som kan uppnås vid totalt ägande då majoritetsägaren är ett moderbolag. Rationaliseringsåtgärder och omstruktureringar, som majoritetsägaren vidtar i ett dotterbolag, gynnar även minoritetsägaren. Innan ekonomin förstärks i dotterbolaget vill därför moderbolaget ha full kontroll. I situationer då dotterbolaget är i behov av ökat aktiekapital är minoriteten sällan villig till att låna ut medel eller öka aktiekapitalet. Detta innebär att moderbolaget ensamt får skjuta till kapital och för att inte minoriteten skall ”åka snålskjuts” vill bolaget äga 100 % av aktierna.⁴³

För majoritetsägaren innebär således ett totalt ägande att denne kan undgå skyldigheten att i bolagets verksamhet ta hänsyn till utomstående aktieägare.

³⁸ Sandström, s. 351.

³⁹ En minoritet som innehar mer än 10 % av aktiekapitalet kan t.ex. genomdriva sammankallande av extrastämman, få uppskov med vissa stämmobeslut, vägra styrelsen ansvarsfrihet, besluta om vinstutdelning. Samma minoritet kan också förhindra ändring av bolagsordningen, minskning av aktiekapitalet, förvärv av egen aktie, fusion, fission etc.

⁴⁰ Sandström, s. 351.

⁴¹ Med finansiell investering innebär att aktieägaren tror att aktien har god likviditet och förväntar sig därför en säker avkastning i form av utdelningar, se Bergman och Hellner, s. 33.

⁴² Bergman och Hellner, s. 34.

⁴³ Dahlgren och Moberg, s. 11.

Majoritetsägaren kan, inom ramen för borgenärsskyddsreglerna, koncentrera bolagets verksamhet på ett sätt som uteslutande tillmötesgår dennes egna intressen.⁴⁴

3.4 Kort om förfarandet vid inlösen

Om parterna vid en inlösenprocess inte kan komma överens om det föreligger en rätt eller skyldighet till inlösen eller om de inte kan enas om vilket belopp som skall utgå för aktierna, skall tvisten prövas enligt ett särskilt skiljeförfarande. Själva förfarandet avgörs enligt lagen om skiljeförfarande⁴⁵ och särskilda bestämmelser i 22 kap. ABL (22:5-24). Anledningen till ett legalt skiljeförfarande är främst att man har ansett att värdering av aktier kräver särskild erfarenhet.⁴⁶

Skiljenämnden skall bestå av tre skiljemän, varav en skall utses av minoritetsägarna. Om inte dessa kan enas om skiljeman, skall en gemensam skiljeman utses genom en domstolsförordnad god man. Den gode mannen skall även i övrigt tillvarata frånvarande ägares intressen. Den aktieägare som själv önskar föra talan har rätt till detta. Enligt 22:24 ABL har parterna rätt till materiell överprövning av skiljemännens avgörande i allmän domstol (Svea hovrätt). Även om anledningen till specialforum brukar vara att detta leder till enhetligare praxis och särskild domarkompetens är ofta inlösentvister långdragna.⁴⁷

Bestämmelserna om förhandstillträde i 22:12-14 ABL och om mellandom i 22:15 ABL är särskilt viktiga. Det sistnämnda innebär att skiljenämnden kan meddela dom i frågan om det t.ex. föreligger inlösenrätt. Förhandstillträde betyder att majoritetsägaren får rätt att under vissa förutsättningar tillträda minoritetens aktier redan innan tvisten är avgjord. Parterna skall vara *ense* om att lösningsrätt eller lösningskyldighet föreligger eller att det är *klarat* att sådan rätt eller skyldighet föreligger. Dessutom skall majoritetsägaren ställa säkerhet för lösenbelopp och ränta, vilka skall ha godkänts av skiljemännen eller domstolen.

⁴⁴ Johansson, s. 320.

⁴⁵ Lag (1999:116) om skiljeförfarande.

⁴⁶ Sandström, s. 354.

⁴⁷ Sandström, s. 355.

4 Materiella förutsättningar för inlösen

I 22:1 1 st. ABL regleras förutsättningarna för tvångsinlösen. Enligt denna bestämmelse har den som äger mer än nio tiondelar av aktierna i ett aktiebolag (majoritetsägaren) rätt att lösa in de övriga aktieägarnas aktier i bolaget. På motsvarande sätt har de aktieägare, vars aktier kan bli inlösta (minoritetsägarna), rätt att påkalla inlösen av majoritetsägaren. Enligt 2005 års ABL är det, vid beräkningen av om 90 %-gränsen har uppnåtts, endast antalet aktier som räknas. Aktiernas röstvärde saknar i sammanhanget betydelse. Därmed förekommer parallellitet mellan andra bestämmelser som ger ägare av minst 10 % av *aktierna* särskilda rättigheter (se vid fotnot 39). Det ställs inte upp något krav på att majoritetsägaren skall ha missbrukat sin ställning för att bestämmelserna om inlösen skall kunna tillämpas utan det är tillräckligt att det nyss angivna ägarförhållandet föreligger.⁴⁸

Regeln i 22:1 1 st. ABL är av tvingande natur. Det är således inte möjligt att i bolagsordningen föreskriva att det inte skall finnas någon rätt eller skyldighet till tvångsinlösen eller att andra förutsättningar skall gälla.⁴⁹ Detta innebär inte att aktieägare utesluts från möjligheten att ingå avtal om att inte påkalla inlösen eller om att lösensumman skall bestämmas på visst sätt. Ett sådant avtal har verkan mellan parterna och är skadeståndssanktionerat. Avtalet är dock utan aktiebolagsrättslig verkan och hänsyn till det kan inte tas i en inlösentvist.⁵⁰

4.1 Lösenrättens subjekt

Med lösenrättens subjekt avses de som har rätt att påkalla tvångsinlösen. I 1975 års ABL tillkom lösenrätten endast bolag, som enligt ABL klassificerades som moderbolag.⁵¹ Detta innebar att tvångsinlösen inte kunde bli aktuellt om det var en fysisk person eller annan juridisk person än ett svenskt aktiebolag, som innehade mer än 90 % av aktierna. I 2005 års ABL har förutsättningarna för inlösen förändrats, vilket redogörs för nedan. Först skall dock nämnas ett avgörande från år 2000 där Högsta domstolens fann att minoritetsägare, som förvärvat aktier under ett pågående inlösenförfarande, är berättigad att inträda som part i förfarandet, med stöd av en analogisk tillämpning av 13:7 RB, och omfattas således av lösenförfarandet.⁵²

⁴⁸ Rodhe, s. 261.

⁴⁹ Prop. 2004/05:85 s. 809.

⁵⁰ Andersson m.fl., s. 22:4.

⁵¹ Se 1:5 1975 års ABL.

⁵² NJA 2000 s. 202. Det var i fallet fråga om inlösen av aktier i Gota Bank.

4.1.1 Majoritetsägares aktieinnehav

Då man beräknar om gränsen på nio tiondelar har uppnåtts skall man enligt 4:45 ABL inte ta hänsyn till aktier som bolaget självt innehar. I 2005 års ABL har kretsen av subjekt, som kan påkalla inlösen, vidgats. Majoritetsägaren kan utgöras av ett aktiebolag, men kan också, som ovan nämnts, vara någon annan juridisk eller fysisk person. Det krävs således inte att majoritetsägaren utgörs av ett sådant moderbolag som avses i koncerndefinitionen i 1:11 ABL utan majoritetsägaren kan ha en annan bolagsform eller utgöras av en fysisk person.⁵³ Även utländska juridiska eller fysiska personers aktieinnehav kan medföra en rätt eller skyldighet till inlösen. Detta innebär att om majoritetsägaren är ett utländskt bolag har detta bolag möjlighet att kräva inlösen av svenska eller utländska minoritetsägares innehav i ett svenskt bolag. På motsvarande sätt har en svensk eller utländsk minoritetsägare rätt att begära inlösen av sina aktier hos det utländska bolaget. Det samma gäller om majoritetsägaren är en fysisk person med hemvist utanför Sverige.⁵⁴ Minoritetsägaren ställs emellertid i sådant fall inför problemet att väcka talan med stöd av ABL vid utländsk domstol. Dessutom kan problem uppkomma med att tvångsvis verkställa skiljedom om lösen utomlands.⁵⁵

Att det numera inte har någon betydelse om majoritetsägaren eller minoritetsägaren är ett svensk eller utländskt rättssubjekt beror till stor del på att de gamla reglerna stod i strid med EG-rättens diskrimineringsbestämmelser och regler om fri etableringsrätt.⁵⁶ Enligt EG-rätten får inte ett lands nationella regler diskriminera utländska rättssubjekt med hemvist i en annan medlemsstat.⁵⁷ Regler med samma innebörd finns dessutom i ESS-avtalet⁵⁸ och gäller för subjekt hemmahörande i länder inom ESS.⁵⁹ I 2005 års ABL har det emellertid inte någon betydelse om de utländska rättssubjekten är hemmahörande utanför EU eller ESS.⁶⁰

4.1.2 Indirekta aktieinnehav

En majoritetsägare som faktiskt innehar mer än 90 % av aktierna, men som för sin egen del inte önskar inlösen, skulle kunna försöka kringgå lösenskyldigheten genom att fördela sina aktier på dotterbolag inom samma koncern. För att undvika en sådan situation skall även indirekta aktieinnehav tas med i beräkningen.⁶¹

⁵³ Prop. 2004/05:85 s. 810.

⁵⁴ Andersson m.fl., s. 22:4.

⁵⁵ Sandström, s. 351. Sandström framhåller problemet med att New York-konventionen endast omfattar skiljeavtal, d.v.s. ej legala skiljeförfaranden, och att Bryssel/Luganokonventionerna endast omfattar domstolsavgörande.

⁵⁶ Johansson, s. 320.

⁵⁷ Se bl.a. artikel 43 EG-fördraget.

⁵⁸ Se bl.a. artikel 31 EES-avtalet.

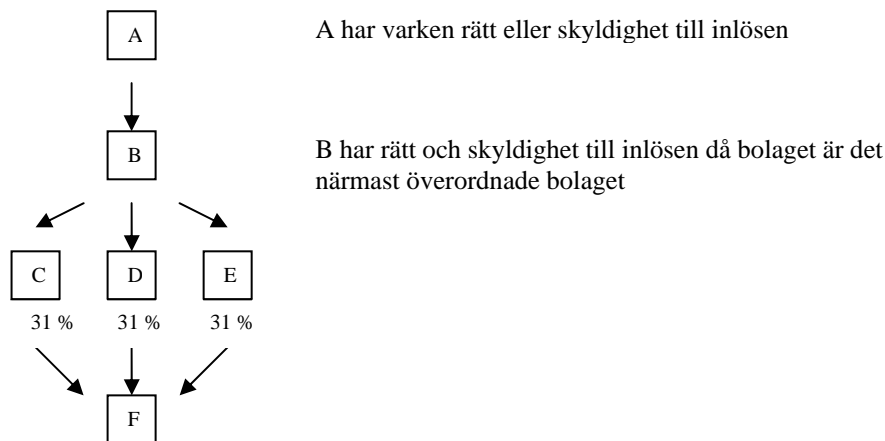
⁵⁹ Andersson m.fl. (kommentarerna till 1975 års ABL), s. 14:31.

⁶⁰ Andersson m.fl., 22:4.

⁶¹ Rodhe, s. 261.

Enligt 22:1 2 st. skall därmed indirekta aktieinnehav i dotterbolag jämföras med direkta innehav då man beräknar om gränsen för inlösen är uppnådd. En majoritetsägare som själv innehar 60 % av aktierna i ett bolag är berättigad och förpliktad till inlösen, under förutsättning att han eller hon även har *dotterföretag* som tillsammans innehar mer än 30 % av aktierna i bolaget. Detta gäller oavsett hur stort majoritetsägarens aktieinnehav är i det mellanliggande dotterföretaget. Det avgörande är om kriterierna för dotterbolag i 1:11 ABL är uppfyllda.⁶²

En förändring i den nya ABL är sålunda att även den som enbart genom indirekta aktieinnehav uppfyller förutsättningarna för inlösen har både rätt och skyldighet till en sådan. I propositionen ges följande exempel: ett moderbolag som har tre dotterföretag, vilka tillsammans äger mer än nio tiondelar av aktierna i ett aktiebolag, har både rätt och skyldighet att genomföra inlösen även om inte moderbolaget självt har något aktieinnehav i det berörda bolaget. I vissa situationer kan det vara flera bolag som genom direkt och/eller indirekt ägande når upp till 90 %-gränsen. Detta är t.ex. fallet om moderbolaget i det nämnda exemplet själv utgör dotterbolag i en överordnad koncern. I sådant fall skall reglerna tillämpas på det bolag som är närmast överordnat det företag i vilket inlösen skall ske. Om det är flera dotterföretag, som tillsammans innehar mer än nio tiondelar, tillkommer inlösenrätten och lösningsskyldigheten det gemensamma moderbolaget.⁶³



Med dotterföretag menas i huvudsak bolag som uppfyller koncerndefinitionen i 1:11 ABL. Det sägs dock i 22:1 3 st. att man skall jämföra dotterbolag med företag över vilka majoritetsägaren utövar ett sådant inflytande som anges i koncerndefinitionen. Det görs således ingen åtskillnad mellan fall då majoritetsägaren är ett svenskt aktiebolag och fall då majoritetsägaren är annan svensk eller utländsk juridisk person. Rätten

⁶² Andersson m.fl., s. 22:5.

⁶³ Prop. 2004/05:85 s. 810.

och skyldigheten till inlösen kan även grundas av en *fysisk* persons indirekta innehav.⁶⁴

4.1.3 Innehav grundat på aktielån

Aktieinnehav i ett bolag som grundar sig på ett aktielån kan i princip innebära en inlösenrätt. Med aktielån avses normalt en överlåtelse av aktier förenad med en förpliktelse för förvärvaren att återställa aktier motsvarande antal och beskaffenhet till överlåtaren. I propositionen till 2005 års ABL anges som skäl till affären att förvärvaren exempelvis är i behov av aktien för att kunna fullgöra en leveransskyldighet. Då aktielån i juridisk mening anses vara en överlåtelse, betraktas den som innehar aktierna p.g.a. lånet vara ägare till aktierna. När aktieinnehavet, p.g.a. aktielånet, upp till 90 %-gränsen kan innehavaren åberopa bestämmelserna om tvångsinlösen och därmed lösa in minoritetens aktier.⁶⁵

Det har ifrågasatts om innehav grundat på aktielån rimligen borde medföra inlösenrätt och om aktielån skall anses utgöra ägande eller inte.⁶⁶ I ett fall där frågan har prövats kom skiljemännen fram till att aktielån inte uppfyllde ägarkravet.⁶⁷ Under lagstiftningsarbetet med 2005 års ABL uttalade Aktiebolagskommittén att det synes vara i strid med grunderna för inlöseninstitutet och med sedvanlig användning av aktielån att, genom ett sådant lån, förvärva mer än 90% av aktierna i ett företag med skyldigheten att direkt efter inlösenförfarandets avslutande återställa aktierna till överlåtaren.⁶⁸ Med hänsyn till risken för sådana förfaranden ansåg ändå några remissinstanser, däribland Stockholms tingsrätt och Sveriges Aktiesparares Riksförbund, att det borde införas en regel om att aktier som innehas p.g.a. aktielån *inte* skall kunna medföra rätt till inlösen.⁶⁹ I 2005 års ABL valde dock lagstiftaren att inte införa några särskilda bestämmelser om hur inlösenreglerna skall tillämpas då aktieinnehavet grundar sig på aktielån. Som skäl anfördes det faktum att aktielånet normalt betraktas som en överlåtelse och att någon annan syn beträffande aktielån inte bör införas inom området för tvångsinlösen. En annan ordning skulle kunna medföra otydligheter rörande aktielånets juridiska ställning och innebära avgränsningsproblem mellan aktielån och andra närliggande avtalskonstruktioner.⁷⁰

Även om regeringen ansåg att det saknades skäl att införa generella regler om att aktielån inte skall grunda inlösenrätt framhölls i propositionen att detta inte utesluter att det i enskilda fall kan vara motiverat att behandla

⁶⁴ Prop. 2004/05:85 s. 810 f.

⁶⁵ Prop. 2004/05:85 s. 443.

⁶⁶ Prop. 2004/05:85 s. 442 f.

⁶⁷ Angående "Cederroth-fallet" se Sandén i Skog m.fl., s. 30.

⁶⁸ SOU 1997:22, s. 261.

⁶⁹ Prop. 2004/05:85 s. 442 f. Det var bl.a. Stockholms tingsrätt som anförde att en sådan regel borde fastslås.

⁷⁰ Prop. 2004/05:85 s. 442 f.

innehav grundat på aktielån annorlunda än vanliga innehav. Sådana bedömningar ansågs dock lämpligare att överlämna till rättstillämpningen.⁷¹ I propositionen nämns dock ett exempel då det torde vara motiverat att inte medräkna innehav grundat på aktielån. Det är när aktielånet uppenbarligen är tänkt att bestå endast under själva inlösenförfarandet.⁷²

4.2 Lösenrättens objekt

När majoritetsägaren upp till gränsen på mer än nio tiondelar av aktierna i ett bolag aktualiseras frågan om vilka objekt som lösenrätten omfattar. Med lösenrättens objekt avses således de värdepapper som kan inlösas. Ett väsentligt problem har varit att avgöra om inlösenanspråket måste avse samtliga minoritetsaktier och om inlösenrätten omfattar annat än aktier, d.v.s. även teckningsoptioner och konvertibler.

4.2.1 Vilka aktier skall inlösenanspråket avse?

Då varken ABL eller förarbetena tidigare har gett något svar på vilka aktier inlösenanspråket skall avse har det i doktrinen diskuterats om detta skall omfatta alla minoritetsaktier eller om majoritetsägaren kan välja att rikta anspråk mot särskilda aktieägare.⁷³ I propositionen till 2005 års ABL har man nu tagit ställning till att majoritetsägaren *inte* är skyldig att rikta anspråk mot samtliga minoritetsägare. Om majoritetsägaren väljer att påkalla inlösen endast gentemot någon eller några av minoritetsägarna kan dock de övriga aktieägarna själva påkalla inlösen.⁷⁴ De båda inlösenförfarandena torde då *inte* kunna handläggas gemensamt, om inte varje berörd aktieägare ger sitt samtycke till gemensam handläggning.⁷⁵

4.2.2 Teckningsoptioner och konvertibler

Teckningsoptioner och konvertibler kan liknas vid alternativa tillskottsemissioner. Kortfattat kan sägas att gemensamt för de båda instrumenten är att innehavaren av dessa har en framtida rätt att påkalla utgivning av ny aktie mot på förhand bestämda villkor. Vid teckningsoptioner skall innehavaren tillskjuta kontanta medel i utbyte mot att få teckna ny aktie. En konvertibel innebär att innehavaren har gett bolaget ett lån, som han eller hon har rätt att framöver helt eller delvis få återbetalt i form av aktier.⁷⁶

⁷¹ Prop. 2004/05:85 s. 442 f.

⁷² Prop. 2004/05:85 s. 811.

⁷³ Andersson m.fl., s. 22:6.

⁷⁴ Prop. 2004/05:85 s. 810.

⁷⁵ Andersson m.fl., s. 22:6.

⁷⁶ Sandström, s. 122.

I 1975 års ABL omfattade inte reglerna om tvångsinlösen konvertibler och teckningsoptioner. Detta medförde vissa problem både för innehavaren av instrumenten och för moderbolaget som begärde inlösen. En tvångsinlösen kunde för den, som innehade ett sådant instrument innebära att värdet på konverterings- eller teckningsrätten reducerades eller helt bortföll. Efter avklarad inlösen hade nämligen aktieägarna full frihet att, inom ramen för borgenärsskyddsreglerna, tömma bolaget på tillgångar. För den som påkallade inlösen kunde konvertibler och teckningsoptioner innebära problem om instrumenten utnyttjades efter att ett inlösenförfarande påbörjats. Det kunde därmed uppstå utspädningseffekter, som i sin tur kunde medföra att majoritetsägarens innehav föll under 90 %-gränsen. Det var också osäkert om aktier, som tillkommit efter att ett inlösenförfarande inletts, skulle omfattas av förfarandet. För att motverka problemen och skapa klarhet har regler införts i 2005 års ABL, som till viss del möjliggör inlösen av konvertibler och teckningsoptioner.⁷⁷

Enligt 22:26 ABL har numera en majoritetsägare, som utnyttjar sin rätt att lösa in aktier, också rätt att lösa in teckningsoptioner och konvertibler som bolaget har gett ut. Denna rätt gäller emellertid endast under förutsättning att majoritetsägaren samtidigt löser in minoritetsaktierna i bolaget. Majoritetsägaren har dock ingen *skyldighet* att i denna situation lösa in befintliga konvertibler och teckningsoptioner. Innehavaren av sådana instrument ges däremot rätt att kräva inlösen. Denna rätt gäller även om majoritetsägaren inte utnyttjar sin rätt att lösa in aktier i bolaget. Regeln i 22:26 ABL är dispositiv och skall därmed inte tillämpas om annat har föreskrivits i villkoren för emissionen av teckningsoptionerna eller konvertiblerna.⁷⁸

Har det begärts att en tvist om inlösen skall avgöras av skiljemän, får inte konvertiblerna och teckningsoptionerna utnyttjas av innehavaren förrän tvisten har avgjorts genom dom eller beslut som vunnit laga kraft. Detta innebär ett förbud mot att bruka konverterings- eller teckningsrätt under pågående inlösenförfarande och att det avtalsförhållande som är förknippat med instrumenten "fryses" under förfarandet. Majoritetsägaren har därmed inte heller möjlighet att lösa konvertibellånet, även om lånet skulle förfalla till betalning under själva inlösenförfarandet.⁷⁹ Löper tiden, inom vilken konvertiblerna och teckningsoptionerna får utnyttjas av innehavaren, ut innan inlösenförfarandet har fullföljts, får innehavaren ändå rätt att utnyttja dessa under tre månader efter det att avgörandet vunnit laga kraft. Om inte denna möjlighet funnits, skulle innehavaren förlora sin rätt enligt instrumenten utan att ha fått ersättning för detta. På motsvarande sätt förlängs löptiden på skuldförbindelser som är kopplade till instrumenten.⁸⁰

Vid inlösen av *konvertibler* är det både värdet av konverteringsrätten och själva skuldförbindelsen som skall lösas in. Vid *teckningsoptioner* finns det

⁷⁷ Andersson m.fl., s. 22:51.

⁷⁸ Prop. 2004/05:85 s. 830 f.

⁷⁹ Prop. 2004/05:85 s. 830 f.

⁸⁰ B. Svensson, och J. Danelius, s. 197.

däremot varken rätt eller skyldighet att lösa in skuldförbindelser, som getts ut tillsammans med optionen. Aktiebolagskommittén föreslog att skuldförbindelser skulle lösas in även vid teckningsoptioner, men i denna fråga var regeringen av en annan åsikt. I 2005 års ABL ville man nämligen bryta den koppling som funnits mellan teckningsoptioner och skuldförbindelser. Man valde därför att också i reglerna om tvåågsinlösen ha en åtskillnad mellan teckningsoptionen och skuldförbindelsen.⁸¹ Parterna har dock full frihet att avtala om att även skuldförbindelserna skall inlösas.⁸²

En tvist om inlösen av konvertibler och teckningsoptioner skall handläggas gemensamt med en tvist om inlösen av aktier (22:27 1 st. ABL). Situationen kan emellertid också vara den att tvisten endast avser frågan om konvertibler och teckningsoptioner, t.ex. då det är innehavare av instrument som påkallat inlösen. Då lösenbeloppet skall bestämmas tillämpas värderingsreglerna i 22:2 ABL även då inlösen rör konvertibler och teckningsoptioner.

4.3 Diskussion kring de materiella förutsättningarna

I 2005 års ABL har kretsen av inlösenberättigade och inlösenskyldiga vidgats. Då ett av syftena med den nya lagen var att granska minoritetens behov av skydd är frågan i vilken utsträckning de nya reglerna faktiskt stärker minoritetsskyddet och det kan diskuteras vilka fördelar man erhåller med de nya reglerna samt vilka brister som kan anses finnas.

Kretsen av inlösenberättigade / inlösenskyldiga

Det kan inledningsvis framhållas att de nya reglerna om inlösenberättigade innebär att klarhet har skapats i några frågor. Thorsson har t.ex. påpekat att frågan om vad som skall anses vara moderbolag i inlösenssammanhang är löst då det uttryckligen sägs att detta kan vara även utländska rättssubjekt. Tidigare omfattade lagen endast svenska aktiebolag, men i praxis accepterades ändå utländska rättssubjekt med hemvist inom EES, under förutsättning att de liknade svenska aktiebolag.⁸³

Att inlöseninstitutet numera är frikopplat från fusion och därmed också från begränsningen till att endast moderbolag kan vara majoritetsägare i inlösenssammanhang är, ur minoritetssynpunkt, både att föredra och något som bör granskas. Om majoritetsägaren är en svensk eller utländsk juridisk eller fysisk person, som äger mer än 90 % av aktierna, påverkar inte minoritetsägarnas situation utan dennes behov av skydd och önskan att kunna påkalla inlösen är den samma. Ur den synvinkeln innebär således de nya reglerna ett förstärkt minoritetsskydd. Denna ”vinst” måste dock vägas mot att det normalt är majoritetsägare som påkallar inlösen och att detta

⁸¹ Prop. 2004/05:85 s. 445.

⁸² Prop. 2004/05:85 s. 830.

⁸³ Thorsson i Skog m.fl., s. 24.

numera kan göras av fler rättssubjekt. Därmed måste man också ta hänsyn till risken för att majoritetsägaren missbrukar inlösenreglerna. Vilken effekt de nya materiella reglerna i slutändan innebär för minoritetsskyddet torde vara för tidigt att uttala sig om, men enligt bl.a. Jönsson kan det finnas en risk, även om denna inte bör överskattas, med att den vidgade kretsen av inlösenberättigade i praktiken mest tillgodoser majoritetsägarens intressen.⁸⁴ Man bör därför följa utvecklingen på området för att undvika oönskade effekter.

Det faktum att 2005 års ABL tar hänsyn till majoritetsägarens indirekta innehav, både då ägaren är juridisk och fysisk person, är knappast något som, ur minoritetssynpunkt, bör ifrågasättas utan snarare förstärker regeln minoritetsskyddet. Sandberg påpekar att det är svårt att förstå varför en enskild näringsidkares indirekta innehav av aktier skall bedömas annorlunda än t.ex. ett handelsbolags motsvarande innehav. Minoritetsägaren befinner sig i stort sett i samma situation då majoritetsägaren utövar kontrollen över bolaget endast genom indirekt innehav som då denne innehar aktierna direkt.⁸⁵ En effekt av att indirekta innehav räknas med är att problemet med majoritetsägare, som visserligen innehar mer än 90 % av rösterna, men som försöker undgå lösenkyldigheten genom att fördela sina aktier på dotterbolag eller på andra juridiska eller fysiska personer, undviks.

I ett samhälle där företag, näringsidkare och privatpersoner allt mer agerar på en internationell marknad är det viktigt att lagreglerna anpassar sig till det internationella spelrummet. Ur denna aspekt, kan det därför anses naturligt att man i lagen utvidgat kretsen av lösenberättigade till att även omfatta utländska rättssubjekt och man numera uppfyller t.ex. de EG-rättsliga kraven på fri etableringsrätt. Att bestämmelserna inte enbart är begränsade till länder inom EU och EES-området torde också, ur denna synvinkel, vara en naturlig utveckling. En majoritetsägares respektive en minoritetsägares önskan om att få utnyttja inlöseninstitutet försvinner inte eller blir mindre berättigad p.g.a. att rättssubjekten har hemvist utanför Sverige.

Även om det för minoritetsägare kan vara en fördel ur flera aspekter att kretsen av inlösenkyldiga har vidgats kan det numera vara oklart för minoritetsägare när förutsättningarna för inlösen är uppfyllda, d.v.s. när det föreligger en risk för att aktierna kommer att lösas in. M. Ramberg påpekar att då de gamla reglerna endast omfattade svenska aktiebolags aktieinnehav, således inte utländska bolags, andra juridiska eller fysiska personers direkta eller indirekta innehav, innebar detta att minoritetsägarna i högre utsträckning kunde förutsäga ett stundande inlösenförfarande genom att t.ex. kontrollera aktieboken. Denna kontroll kan, särskilt för minoritetsägare i onoterade bolag, bli svår att genomföra då det kan vara ett nätverk av företag och fysiska personer, som genom direkta och/eller indirekta aktieinnehav i slutledet för fram till en majoritetsägare, som innehar mer än 90 % av aktierna. Trots denna oöverskådlighet anser M. Ramberg att de nya

⁸⁴ Samtal med M. Jönsson, 2007-03-09.

⁸⁵ Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 290.

reglerna om inlösenberättigade / inlösenkyldiga är att föredra då de försvårar för majoritetsägare, som försöker undgå inlösenkyldighet genom att dela upp aktier på andra rättssubjekt.⁸⁶

Internationella hinder

Fördelarna med att majoritets- respektive minoritetsägare numera kan vända sig till utländska rättssubjekt med inlösenanspråk skall dock inte överskattas. Även om uppsatsen inte är tänkt att behandla processuella hinder är det ändå viktigt att påpeka följande. Som ovan nämnt kan problem uppkomma med att tvångsvis verkställa skiljedom om lösen utomlands. Ett väsentligt problem är t.ex. att New York-konventionen inte kan tillämpas vid legala skiljeförfaranden och att Bryssel- och Luganokonventionerna endast är tillämpliga vid domstolsavgörande. Om en majoritetsägare, mot vilken verkställighet inte kan sökas, ges rätt att påkalla inlösen av minoritetsägares aktier, blir minoritetsägaren i praktiken rättslös.⁸⁷ På det sättet reglerna förhåller sig idag kan man också diskutera huruvida kraven i RF 2:18 är uppfyllda. Bestämmelsen innebär som bekant att den, vars egendom tas i anspråk, skall vara tillförsäkrad ersättning för förlusten. Vid så uppenbara svårigheter att få en dom verkställd utomlands torde inte RF 2:18 vara tillgodosedd.

För att undvika verkställighetssvårigheter borde reglerna till viss mån justeras. Sveriges Aktiesparares Riksförbund (Aktiespararna) har gett olika förslag på hur reglerna skulle kunna utformas. Ett sådant är följande: *"Inlösen skall enbart kunna påkallas av sådan majoritetsaktieägare mot vilken en genom inlösenförfarandet meddelad skiljedom eller dom är verkställbar."* Ett annat alternativ som Aktiespararna framhåller är att minoritetsägare ges möjlighet att få skiljedomen stadfäst av domstol.⁸⁸ Denne får därmed en dom som kan verkställas mot majoritetsägare med hemvist inom Bryssel- och Luganokonventionernas tillämpningsområde. Enligt Aktiespararna torde en sådan regel kunna tillgodose kravet på att medge inlösenrätt för personer med hemvist inom EU.⁸⁹ Även om det säkert kan riktas ett flertal invändningar mot Aktiespararnas förslag, vilka inte skall diskuteras här, är det intressanta och tankeväckande synpunkter som riksförbundet för fram.

Så som de nuvarande reglerna är utformade finns det, enligt Aktiespararna, en risk för missbruk genom att majoritetsägaren "parkerar" majoritetsposten hos någon person mot vilken verkställighet inte kan sökas. Om det i detta sammanhang fastställs ett lösenbelopp, som överstiger det belopp majoritetsägaren är villig att betala, kan de parkerade aktierna tas tillbaka samtidigt som den majoritetsägare, som påkallat inlösen, låter bli att betala. Aktiespararna framhåller att "mot bakgrund av tidigare erfarenheter av hur

⁸⁶ Samtal med M. Ramberg, 2007-03-05.

⁸⁷ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

⁸⁸ Aktiespararna föreslår i denna situation Stockholms tingsrätt

⁸⁹ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

kringgåendemöjligheter tenderar att utnyttjas torde risken för sådant missbruk vara stor”. Denna omständighet menar Aktiespararna underlättar sådana kringgåenden av reglerna och spekulation, som man genom den nya ABL velat förhindra.⁹⁰

Vad gäller problem vid utländska rättssubjekt tar Sandén upp den viktiga frågan om en minoritetsägares möjlighet, i både praktiskt hänseende och kostnadshänseende, att väcka och föra talan vid utländsk domstol.⁹¹ Ett ytterligare problem är frågan om lagval och forum. En minoritetsägare, som vill påkalla inlösen mot en utländsk majoritetsägare, måste normalt ansöka om stämning vid den utländska majoritetsägarens hemvistforum.⁹² Det är inte självklart att den utländska domstolen kommer att acceptera och tillämpa svensk lag.⁹³ Hur löser man den situation att ett annat lands lag tillämpas om denna lag inte överensstämmer med den svenska ABL? Denna viktiga fråga verkar obesvarad och bör således diskuteras mer ingående. Det bör utredas om man t.ex. skall införa regler om svensk domsrätt eller om kretsen av inlösenberättigade skall begränsas till de rättssubjekt med hemvist inom EU.

Aktielån

Då lagregler i allmänhet, och kanske regler om inlösen i synnerhet, bör sträva efter att i så stor utsträckning som möjligt skapa klarhet kan det ifrågasättas varför inte lagstiftaren i 2005 års ABL gav helt klara besked angående aktielån. Även om det inte finns någon uttrycklig lagregel sägs det visserligen i propositionen att innehav grundat på aktielån normalt bör omfattas av inlösenförfarandet men att det i vissa fall kan vara motiverat med undantag. Det ges endast ett enda exempel på då förfarandet inte bör avse innehav grundat på aktielån.⁹⁴ I vilka övriga situationer som undantag kan bli aktuellt överlämnas till rättstillämparen att avgöra. Det har framförts kritik mot att låta rättstillämparen göra denna bedömning. Bl.a. framhåller Sandén problemet med svåråtkomlig praxis då fall av detta slag normalt avgörs av skiljemän. Sandén menar att det istället vore önskvärt om lagstiftaren uttryckligen angav i vilka situationer som innehav grundat på aktielån kan medföra inlösenrätt och i vilka situationer en sådan rätt inte föreligger.⁹⁵ Den oklarhet som fortfarande råder rörande innehav grundat på aktielån måste således anses utgöra en brist i den nya lagen och en fråga som lagstiftaren borde utreda ytterligare.

Den situation som nämns i propositionen då det är motiverat att inte låta innehav grundat på aktielån omfattas av inlösenförfarandet är när lånet uppenbarligen är tänkt att bestå endast under själva inlösenförfarandet. Även

⁹⁰ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

⁹¹ Sandén i Skog m.fl., s. 30

⁹² Enligt allmänna principer om domsrätt torde nämligen normalt svenska skiljenämnder och domstolar sakna behörighet att pröva tvist om inlösen skyldighet för en utländsk majoritetsägare, se Andersson m.fl., s. 22:4.

⁹³ Sandén i Skog m.fl., s. 30.

⁹⁴ Se ovan under 4.1.2.

⁹⁵ Sandén i Skog m.fl., s. 30.

om detta framhålls torde det vara svårt att bevisa när aktielånet har haft ett sådant otillbörligt syfte. Aktiespararna har därför föreslagit att den, från vilket lånet har skett, bör kunna anses solidariskt ansvarig gentemot minoritetsägarna vad gäller lösenbeloppet inklusive ränta.⁹⁶ Detta förslag torde medföra att de situationer, då parter har ett otillbörligt syfte med aktielån, undviks.

Konvertibler och teckningsoptioner

På ett område där 2005 års ABL numera faktiskt ger klara besked är frågan om teckningsoptioner och konvertibler. Då teckningsoptioner och konvertibler, precis som aktier, ger innehavaren en rätt gentemot bolaget är det motiverat att också sådana instrument omfattas av inlöseninstitutet och att ömsesidighet i frågan uppnås i förhållandet mellan konvertibler/teckningsoptioner och aktier. Att oklarheter, såsom om inlösenförfarandet skulle avbrytas eller inte, i de fall instrumenten utnyttjades eller om de aktier som tillkommit genom konvertering eller nyteckning under pågående förfarande skulle omfattas, nu är lösta måste innebära både effektivitetsvinster i tvisteförfarandena och att utspädningseffekter undviks. Ur en processekonomisk synvinkel torde det dessutom vara lönsamt att en inlösen av aktier skall handläggas gemensamt med inlösen av andra instrument.

Som ovan nämnt är bestämmelsen om inlösen av teckningsoptioner och konvertibler dispositiv. Vid införandet av 2005 års ABL uttalade sig lagrådet om olägenheter, som i enstaka fall kan uppkomma p.g.a. regelns dispositiva karaktär. Om det i emissionsvillkoren för konvertiblerna eller teckningsoptionerna stadgas att instrumenten inte kan lösas in tillsammans med aktierna, kan en majoritetsägare, som förvärvat mer än 90 % av utlöpande aktier och inlöst resten trots detta komma att besitta endast ett mindre antal aktier eftersom instrumenten har utnyttjats. När majoritetsägaren i sådant läge inte längre upp till 90 % av aktierna kan inte ett nytt inlösenförfarande påbörjas. Lagrådet ansåg att problemet borde tas upp till behandling under den då pågående beredningen av den nya ABL. Regeringen var inte helt främmande för en vidare utredning av problemet men ansåg att det inte fanns tillräckligt beredningsunderlag för att i detta skede av lagstiftningsarbetet komma med en annan lösning än den som Aktiebolagskommittén föreslagit. Trots de problem som lagrådet uppmärksammade behölls således bestämmelsens dispositivitet.⁹⁷ Frågan är nu om inte regeln borde ändras. De problem som lagrådet belyser är väsentliga och innebär att meningen med inlösen i vissa fall kan försvinna och majoritetsägaren hamnar i en märklig situation. I förarbetena framhålls inte anledningen till att man valt att göra bestämmelsen om inlösen av konvertibler och teckningsoptioner dispositiv. Ett förslag torde således vara att slopa bestämmelsens dispositiva karaktär alternativt ange uttryckligen i lagen att förbehåll i emissionsvillkoren, som innebär att instrumenten inte kan lösas in tillsammans med aktier, är utan verkan.

⁹⁶ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

⁹⁷ Prop. 2004/05:85 s. 445.

5 Värdering av minoritetens aktier

I många fall utgör värderingen av de aktier och andra instrument som skall inlösas det största praktiska problemet vid tvångsinlösen. De frågor som i detta sammanhang ofta aktualiseras är pris, värderingstidpunkt och tillvägagångssätt.⁹⁸

5.1 Olika värderingsmetoder

”Verkligt värde, verkligt ekonomiskt värde, realt värde, finansiellt värde, marginalvärde, fundamentalt värde, good will-värde, likvidationsvärde, matematiskt värde, avkastningsvärde, riktigt värde, objektiva värde, företagsvärde, substansvärde, marknadsvärde, inneboende värde, saluvärde, minoritetsvärde etc.”⁹⁹

Ovan nämnda ekonomiska begrepp har alla förekommit i diskussionen om lämplig värderingsmetod. Även om en del av begreppen torde åsyfta samma värde, visar de på det komplexa synsätt, som har rått i doktrin och praxis rörande hur aktiens verkliga värde bestäms. Bland de åsikter som framförs kan främst två grundläggande uppfattningar urskiljas. Enligt den ena skall aktiernas marknadsmässiga försäljningspris, d.v.s. börskursen, vara utgångspunkten vid värderingen. Den andra uppfattningen är att värderingen skall ske utifrån en företagsvärdering. Saken kan uttryckas som att valet står mellan två olika värderingsobjekt, aktierna eller bolaget.

För att kunna diskutera för- och nackdelar med olika värderingsmetoder, som kan tillämpas för att bestämma lösenbeloppet, följer nedan en kort beskrivning av innehållet i några av de vanligast tillämpade. De tre första metoderna, d.v.s. avkastningsvärde-, substansvärde- och likvidationsvärdemetoderna, utgör s.k. teoretiska metoder. Dessa metoder innebär att det är själva företaget som är värderingsobjektet och det företagsvärde som man får fram fördelas på aktierna. En teoretisk beräkning går ut på att förhållandena på en marknad med perfekt konkurrens försöker efterliknas i så stor utsträckning som möjligt.¹⁰⁰ Vid tillämpning av börskursen anses man bestämma ett marknadsvärde, vilket innebär att det är aktien som värderas.¹⁰¹

Eftersom det är olika faktorer som påverkar företagsvärdet och börskursen kommer en värdering utifrån en av dessa principer normalt inte ge samma värde som om värderingen skett enligt den andra metoden. Som exempel

⁹⁸ Sandström, s. 352.

⁹⁹ Kågerman och Nerpin, JT 1995/95 häfte 2, s. 672.

¹⁰⁰ Lindén och L. Svensson, JT 1996/97 häfte 4, s. 1063.

¹⁰¹ Kågerman och Nerpin, JT 1995/95 häfte 2s. 673.

kan nämnas det s.k. Gimomålet, som redogörs för nedan. Skiljenämnden och domstolarna tillämpade i målet olika värderingsmetoder, vilket innebar att ersättningen varierade mellan 125 kr och 1900 kr per aktie! Detta visar på värderingens relativitet. Generellt kan sägas att företagsvärdet ofta uppgår till ett högre värde per aktie än börskursen.¹⁰²

5.1.1 Avkastningsvärdemetoden

En värdering enligt avkastningsvärdemetoden innebär att en företagsvärdering genomförs. Avkastningsvärdet skall motsvara värdet av all framtida avkastning av företaget, inräknat nuvärdet av likvidationsvärdet.¹⁰³

Vid värdering enligt avkastningsvärdemetoden framträder i huvudsak två olika problem. Dessa är att bestämma de framtida vinsterna och att diskontera¹⁰⁴ vinsterna till den aktuella värderingsmetoden. Det första problemet brukar försöka lösas genom att man tittar tre till fem år tillbaka i tiden. Därefter skall resultatet från de senaste åren analyseras för att en normal avkastning skall kunna uträknas. Det kan då finnas skäl att t.ex. bortse från extrema år. Vid beräkningen av diskonteringsräntan medför en hög respektive låg räntefot stora skillnader i det värde man får fram.¹⁰⁵

5.1.2 Substansvärdemetoden

Vid en värdering enligt substansvärdemetoden¹⁰⁶ får man fram värdet av alla tillgångar sedan skulderna dragits av. Detta värde skall normalt motsvara bolagets egna kapital vid förutsatt fortsatt drift. Det normala är att man utgår från balansräkningen och sedan gör behövliga justeringar av t.ex. skulder. Utgångspunkten är företagets beskattade egna kapital (aktiekapital, fonder och outdelad vinst) med tillägg för obeskattade reserver. Immateriella tillgångar brukar normalt inte medräknas vid en substansvärdering.¹⁰⁷

Ett problem med substansvärdemetoden är uppskattningen av latent skatteskulder.¹⁰⁸ Metoden anses vara en mindre lämplig värdemätare på t.ex. IT-bolag eftersom sådana företag ofta naturligt har låg substans. Metoden tillämpas därför ibland endast som ett komplement till och kontroll av avkastningsvärdemetoden.¹⁰⁹

¹⁰² Victorin, s. 501.

¹⁰³ Flodhammar, s. 98 f.

¹⁰⁴ Diskontering innebär att man beräknar nuvärdet av framtida kassaflöden med hänsyn tagen till en särskild diskonteringsränta.

¹⁰⁵ Hager, s. 76.

¹⁰⁶ Substansvärdemetoden kallas även för det matematiska värdets metod.

¹⁰⁷ Löfgren och Gometz, s. 21.

¹⁰⁸ Flodhammar, s. 116.

¹⁰⁹ Hager, s. 77.

5.1.3 Lividationsvärdemetoden

Likvidationsvärdemetoden innebär att man räknar ut hur mycket företaget motsvarar i pengar efter det att tillgångarna sålts och skulderna betalats av. Likvidationsvärdet anses normalt utgöra ett minimivärde för företaget.¹¹⁰

Tillämpningen av likvidationsmetoden skiljer sig från substansvärdemetoden framförallt i två avseenden. Den ena skillnaden innebär att vid en tillämpning av likvidationsvärdemetoden skall företaget inte drivas vidare utan läggas ned och på grund av detta uppstår kostnader. Den andra skillnaden består av att man vid användandet av substansvärdemetoden söker företagens värde i drift, vilket främst menas tillgångarnas bruksvärde, medan man vid likvidationsvärdet hämtar ledning från försäljningsvärden.¹¹¹

5.1.4 Värdering enligt börskursen

Börskursen är priset på en aktie vid ett visst tillfälle. Ett företags börsvärde utgörs av börskursen multiplicerad med antalet aktier. Börskursen anses ange aktiens värdering av marknaden och resulterar vanligen i ett tydligt pris som är lätt att tillämpa.¹¹² Börskursen för en viss aktie beror främst på utbud och efterfrågan på aktien. Utbudet bestäms bl.a. av hur nuvarande ägare av aktien bedömer framtidsmöjligheterna för denna i jämförelse med andra placeringsalternativ. På samma sätt bestäms efterfrågan på aktien av möjliga köpare. Faktorer som kan påverka hur säljare respektive potentiell köpare värderar aktien är förväntad kursutveckling, likviditet, skattekonsekvenser, konjunkturcykel, utländska börskurser och förväntade utdelningar. Även information om aktien respektive brist på sådan information kan också inverka på börskursen. Det är viktigt att påpeka att både säljarens och köparens bedömningar är subjektiva och individuella.¹¹³

5.2 Bakgrund till lösenbeloppets bestämmande

Vid tvist om lösenbeloppets storlek skulle detta, enligt 1944 års ABL, beräknas så att det motsvarar aktiens *verkliga värde*. Vad som avsågs med det verkliga värdet sades dock varken i lagen eller i förarbetena. År 1957 kom dock ett uttalande från Högsta domstolen i det sk. Gimofallet¹¹⁴, som gav viss klarhet i innebörden av ”verkliga värdet”. Enligt domstolen skulle

¹¹⁰ Flodhammar, s. 118 f.

¹¹¹ Hager, s. 78.

¹¹² Sandström, s. 353.

¹¹³ Flodhammar, s. 120. Bergman och Hellner, s. 42 f.

¹¹⁴ NJA 1957 s. 1.

aktierna vid tvångsinlösen värderas utan hänsyn till dess egenskap av minoritetsaktier. Framförallt två metoder kom därmed att användas vid värderingen: substansvärdemetoden och avkastningsvärdemetoden. Den första metoden tillämpades i första hand då aktiebolaget främst representerade en yttre form för den av aktieägarna innehavda förmögenhetsmassan eller där överskottet i bolaget främst togs ut på annat sätt än genom utdelning. I övriga fall användes avkastningsvärdemetoden.¹¹⁵

I 1975 års ABL togs regeln om att lösenbeloppet skulle motsvara aktiens verkliga värde inte med i lagen utan frågan om lösenbeloppets bestämmande lämnades till rättstillämpningen och doktrinen att avgöra. I propositionen till 1975 års lag ansågs nämligen principen om det ”verkliga värdet” vara intetsägande. Det enda som uttalades i propositionen till 1975 års ABL var att värderingen av aktierna skulle ske utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier.¹¹⁶ Lagen svarade således inte på frågan om vilken metod som skulle tillämpas vid aktiernas värdering, med undantag för då ett offentligt erbjudande föregått inlösenförfarandet (se nedan under 5.5 angående särregeln).

Då lagen inte uttryckligen angav vilken värderingsmetod som skulle gälla har det i skiljemanna- och domstolspraxis utvecklats en del principer.¹¹⁷ Flodhammar har undersökt ett antal skiljedomar beträffande tvångsinlösen mellan åren 1948-1976. Under denna period dominerade principen att man, vid bestämmandet av lösenbeloppet, skulle utgå från företagsvärdet, d.v.s. värdet av det bolag vari aktierna skulle lösas in. Detta värde ansågs i sin tur vara det högsta av avkastnings- respektive likvidationsvärdet. Endast i några av de skiljedomar, som Flodhammar har studerat, har man *diskuterat* en eventuell värdering utifrån börskursen och i de aktuella domarna är det svårt att utläsa i vilken grad hänsyn till börskursen faktiskt har tagits.¹¹⁸ Enligt Flodhammars genomgång av praxis var således börsvärdet endast en alternativ värderingsmetod som man i vissa fall kunde hämta ledning från.

Det var först i det s.k. Balkenmålet¹¹⁹ som det kom klarare besked från Högsta domstolen om hur lösenbeloppet borde bestämmas. I fallet fastslogs principen om att minoritetsägarna har rätt att få ersättning för aktiens verkliga värde och att detta innebär att värderingen skall grundas på det marknadspris som råder på börsen eller, om aktien inte är noterad, på bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga.

¹¹⁵ Prop. 2004/2005:85 s. 446.

¹¹⁶ Prop. 1975:103 s. 533.

¹¹⁷ Prop. 2004/2005:85 s. 446.

¹¹⁸ Flodhammar, s. 202.

¹¹⁹ NJA 1996 s. 293.

5.2.1 Praxis - Gimomålet och Balkenmålet

I Gimomålet¹²⁰ från 1957 gällde frågan hur lösenbeloppet skulle bestämmas vid Korsnäs AB:s (moderbolag) inlösen av aktierna i dotterbolaget AB Gimo. Högsta domstolen tillämpade substansvärdeметoden vid värderingen av aktierna i Gimo p.g.a. att bolaget inte drev någon rörelse, och att bolagets tillgångar huvudsakligen utgjordes av skogsfastigheter, som ansågs förhållandevis lättsålda. Domstolen uttalade också att andra omständigheter, såsom att Gimo hade utarrenderat sina tillgångar till Korsnäs, att det inte skett någon utdelning från Gimo på 30 år och att handeln med aktierna varit obetydlig, talade för substansvärdeметoden. I en sådan situation menade man att en värdering enligt denna metod skulle leda till ett mer rättvisande resultat på aktiens verkliga värde än en värdering enligt t.ex. avkastningsvärdeметoden.

Högsta domstolen framhöll att aktierna skall värderas utan hänsynstagande till att de är minoritetsaktier. Innebörden av detta uttalande har tolkats och diskuterats ingående i doktrinen. Främst har förespråkare för teoretiska värderingar ansett att Gimomålet ger stöd för att lösenbeloppets storlek skall bestämmas utifrån en värdering av *bolaget* och inte enligt börskursen.¹²¹ En del har också ansett att domstolens yttrande och tillvägagångssätt ger uttryck för att en likhetsprincip skall gälla vid värderingen.¹²² Andra har ansett att en sådan tolkning inte kan göras.¹²³

Eftersom det förelåg speciella omständigheter i Gimomålet har fallets prejudicerande verkan ibland ifrågasatts.¹²⁴ Trots detta har dock principen om att det är företagsvärdet som är avgörande följts i stor utsträckning i skiljenämnden.¹²⁵

Efter Gimomålet fortsatte diskussionen om olika värderingsmetoder. Det var emellertid inte förrän i Balkenmålet¹²⁶ från 1996 som Högsta domstolen kom med nya uttalanden i värderingsfrågan.¹²⁷ I fallet skulle aktierna i AB

¹²⁰ NJA 1957 s. 1. Detta är det första fall där tvångsinlösen avgjorts av domstol. Tvisten avgjordes enligt 1944 års ABL.

¹²¹ Hager, s. 71.

¹²² L. Svensson, s. 71 f., som hänvisar till ett uttalande av Flodhammar. Victorin, s. 496. Bergström och Samuelsson, s. 183.

¹²³ Bl.a. anser Victorin att domstolens uttalande endast innebär att diskriminering inte får ske av minoritetsägarna så att det inte erhåller någon ersättning alls när deras aktier saknar marknadsvärde, se Victorin, s. 500.

¹²⁴ Dahlgren och Moberg, s. 49.

¹²⁵ Victorin, s. 500.

¹²⁶ NJA 1996 s. 293. I doktrinen benämns detta fall ofta "Balken II" eftersom ett tidigare fall (NJA 1992 s. 278) prövats mellan samma parter och som därför benämns "Balken I" (dock hette Nordiska Holding AB vid 1992 AB Pronator). Den centrala frågan i Balken I rörde tidpunkten för aktiernas värdering. Detta kommer att beröras nedan under 5.4.

¹²⁷ I ett hovrättsfall från 1983 (Hovrätten för nedre Norrland DT 45, 1983-12-23), det s.k. "Bergvik och Ala-målet" prövades emellertid frågan. I fallet uttalades att det verkliga värdet utgjordes av vad aktieägaren under normala förhållanden kunde räkna med att sälja aktien för och, i den mån det förelåg en börskurs, detta var det försäljningspris som kunde förväntas. Högsta domstolen gav inte prövningstillstånd.

Balken lösas in av Nordiska Holding AB (majoritetsägare). Parterna var oense om ersättningen och om denna skulle grundas på börskursen eller om det var själva företaget som skulle värderas och detta företagsvärde fördelas på aktierna. Nordiska Holding förespråkade börskursen medan minoritetsägarna hävdade att substansvärdemetoden skulle tillämpas.

Högsta domstolen konstaterade att det är aktiens marknadsvärde som skall ersättas vid tvångsinlösen och att utgångspunkten för ersättningen skall vara att försätta minoritetsägaren i en oförändrad ekonomisk ställning och att vederlaget, så långt det går, skall motsvara den ersättning aktieägarna fått vid en frivillig försäljning.¹²⁸ Domstolen uttalade vidare att det faktum att det finns ett högre substansvärde i bolaget än aktiernas totala marknadsvärde inte innebär att marknadsvärdet inte skall vara avgörande eftersom det högre substansvärdet endast kan tillfalla minoritetsägare vid en likvidation av bolaget. Därmed ansåg Högsta domstolen att aktieinnehavet för en minoritetsägare enbart utgör en finansiell tillgång.

I Balkenmålet kom Högsta domstolen till en annan slutsats än i Gimomålet, då börskursen tillämpades som värderingsmetod. Som stöd för att inte följa Gimomålet uttalade domstolen att då den s.k. särregeln införts i lagen, innebär detta att lagstiftaren inte tagit avstånd från att utgå från börskursen vid värdering av aktier. Istället menade man att det ofta torde finnas anledningar att tillämpa särregeln analogt. Dessutom ansåg domstolen att anledningen till varför substansvärdet tillämpats i Gimomålet berodde på att det förelåg speciella omständigheter som inte var aktuella i Balkenmålet. Slutligen säger Högsta domstolen att uttalandet i Gimomålet, att värderingen skall ske utan hänsyn till att det är fråga om minoritetsaktier, inte innebär att man vid värderingen inte kan utgå från aktiernas marknadsvärde. Detta uttalande ansåg Högsta domstolen inte heller vara ett uttryck för den bolagsrättsliga likhetsprincipen, utan endast ett sätt att säkerställa att lösenbeloppet inte blir oskäligt lågt. Domstolen betonade dessutom att likhetsprincipen inte är omedelbart tillämplig aktieägare emellan.

Högsta domstolen ansåg att börskursen i de allra flesta fall är en tillförlitlig metod för att få fram aktiens marknadsvärde, vilket, för börsnoterade aktier och för aktier som är föremål för liknande notering, utgör aktiens ”verkliga värde”. Domstolen uttalade dock att börskursens värde som måttstock i det enskilda fallet skall prövas. Detta innebar emellertid inte att hela bolaget alltid skall värderas utan att det ofta är tillräckligt att konstatera att börskursen i stort överensstämmer med det erbjudande som majoritetsägaren erbjudit vid ett offentligt uppköpserbjudande. Enligt domstolen skulle det föreligga ”mycket speciella omständigheter” för att man inte skulle tillämpa börskursen vid värderingen.

¹²⁸ Högsta domstolen hänvisar också till reglerna om expropriation av fastighet. Enligt dessa regler bestäms ersättning enligt fastighetens marknadsvärde.

Vid inlösen av onoterade aktier ansåg Högsta domstolen att det verkliga värdet erhålls genom en värdering enligt företagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga (företagsvärdet).

5.2.2 Värderingsmetoder enligt 2005 års ABL

Vid lagstiftningsarbetet med 2005 års ABL var frågan om hur lösenbeloppet skulle bestämmas omdiskuterad.¹²⁹ I den nya lagen har man försökt kodifiera den praxis som har vuxit fram, främst de principer som fastslogs i Balkenmålet. Aktiebolagskommittén valde nämligen inte att i sitt förslag frångå de värderingsmetoder som tillämpades i Balkenmålet, vilket var ett ställningstagande som också regeringen stödde.

De lagstadgade värderingsprinciperna vid tvångsinlösen regleras i 22:2 ABL. Av bestämmelsens fyra stycken, saknar de tre första styckena motsvarighet i 1975 års ABL medan det fjärde motsvarar 14:31 3 st. i den gamla lagen. Detta innebär att det i 2005 års ABL har skett väsentliga förändringar i reglerna om bestämmandet av lösenbeloppet.

Utgångspunkten vid värderingen är enligt 22:2 1 st. ABL att parterna skall försöka enas om ett pris på aktien. Detta innebär att värderingsreglerna i 22:2 endast skall tillämpas då frågan om lösenbeloppets storlek är tvistig. Parterna har således full frihet att, sedan fråga om inlösen har uppkommit, besluta om ett annat pris än vad som följer av 22 kap. ABL. Det är dock inte möjligt för parterna att på förhand avtala bort lagens ersättningsregler. Ett sådant avtal får ingen aktiebolagsrättslig verkan.¹³⁰

Kan parterna inte enas skall priset på aktien bestämmas med utgångspunkt i vad som kan påräknas vid en "försäljning under normala förhållanden". Innebörden av detta utvecklas i tre steg. Vid värdering av börsnoterade aktier skall, enligt huvudregeln, börspriset normalt vara utslagsgivande. Har det däremot funnits ett föregående offentligt erbjudande skall priset i detta bud vara avgörande, förutsatt att majoritetsägarens bud fått en hög acceptans. Det nyss nämnda utgör den s.k. särregeln. Föreligger särskilda skäl kan både huvud- och särregeln åsidosättas. Istället skall då ett mer rättvisande riktpreis väljas.¹³¹ Nedan kommer en mer ingående redogörelse och diskussion kring de två värderingsmetoderna och deras konsekvenser.

5.3 Huvudregeln

Den s.k. huvudregeln vid bestämmandet av lösenbeloppet regleras i 22:2 2 st. Enligt denna regel skall lösenbeloppet bestämmas utifrån det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden.

¹²⁹ Prop. 2004/2005:85 s. 1422.

¹³⁰ Andersson m.fl., se. 22:7.

¹³¹ Sandström, s. 353.

Berör inlösenförfarandet aktier som är föremål för handel på en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad skall börskursen vara avgörande för lösenbeloppets bestämmande. De marknadsplatser som åsyftas motsvaras av dem som nämns i 2:29 ABL. Enligt kommentarerna till 2:29 ABL bör begreppet ”reglerad marknad” tolkas med utgångspunkt från vad som anses vara reglerad marknad enligt EG:s investeringsdirektiv.¹³² Det är dock inte något krav att den reglerade marknaden måste existera inom EU.¹³³

Även om regeringen i propositionen tar ställning för en värdering enligt börskursen, uttalar den också att det är viktigt att kopplingen till börsvärdet inte blir alltför kategorisk. Högsta domstolen uttalade i Balkenmålet att börskursens värde som måttstock i varje enskilt fall måste prövas.¹³⁴ Då man i 2005 års ABL valt att kodifiera den praxis som utvecklats i bl.a. Balkenmålet måste en viss flexibilitet tillåtas vid tillämpningen av börsvärdet enligt 22:2 2 st. ABL. Man har därför i värderingsregeln intagit en undantagsbestämmelse som säger att om det föreligger ”särskilda skäl” skall inte börsvärdet tillämpas.

Är en marknadsplats status och funktion oklar *kan* anledning finnas att bortse från börsvärdet vid värderingen av aktierna med hänvisning till ”särskilda skäl”. Det kan även finnas andra ”särskilda skäl” som motiverar en annan värderingsmetod. I propositionen nämns ett antal exempel på sådana situationer. Ett sådant exempel är t.ex. då aktien varit föremål för avslut så pass sällan att börskursen rimligen inte utgör ett rättmätigt värde på aktien. Andra fall, som berörs i propositionen, är då börskursen har manipulerats eller på annat sätt påverkats av vilseledande eller otillräcklig information. Det *kan* vara befogat att frånga börskursen i situationer då man misstänker att majoritetsägarens agerande eller ställning har påverkat börskursen till nackdel för minoritetsägarna och då detta inte i tillräckligt hög grad kan rättas till genom valet av värderingstidpunkt.¹³⁵ Det *kan* även vara motiverat att välja annan värderingsmetod utan att det föreligger något otillbörligt handlande eller vilseledande. Detta kan vara fallet t.ex. då börskursen starkt har påverkats av den ersättning som erbjudits vid ett offentligt uppköpserbjudande. Har ett sådant uppköpserbjudande inte accepterats av 90 % av minoritetsägarna, vilket gör särregeln tillämplig, *kan* börskursens grund för bestämmandet av lösenbeloppet ifrågasättas. Annars kan en situation uppstå där särregeln ges ett vidare tillämpningsområde än vad som är önskvärt och där anbudsgivare vid offentliga uppköpserbjudande lägger buden på en lägre nivå än vad de annars skulle ha gjort.¹³⁶

I propositionen ges det endast några exempel på då värderingen inte bör grundas på börskursen. I vilka andra situationer detta också bör ske är oklart

¹³² Rådets direktiv, 92/22/EEG, av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet. Se också prop. 2004/05:85 s. 536.

¹³³ Prop. 2004/05:85 s. 536.

¹³⁴ Se NJA 1996 s. 293 (s. 303).

¹³⁵ Prop. 2004/05:85 s. 812.

¹³⁶ Prop. 2004/05:85 s. 451.

och är överlämnat till rättstillämpningen att avgöra. Dock verkar utrymmet att kunna frångå huvudregeln vara tämligen litet då det i propositionen framhålls att ”för att inte huvudregeln helt skall förlora sin innebörd bör börskursen emellertid inte kunna frångås utan vidare” och att ”det bör krävas att det är fråga om en situation som skiljer sig från normalfallet”.¹³⁷

Kan det konstateras att det föreligger särskilda skäl blir istället den grundregel, som gäller för onoterade aktier, tillämplig. Detta innebär att lösenbeloppet i sådana fall bestäms enligt det pris som kan förväntas vid en försäljning under normala förhållanden.¹³⁸

5.3.1 Onoterade aktier

Vilken värderingsmetod som gäller vid onoterade aktier, d.v.s. aktier som inte handlas på en börs, en auktoriserad marknadsplats eller en annan reglerad marknadsplats, är inte reglerat i lagen. I denna situation gäller således den grundläggande regeln att lösensumman får bestämmas på grundval av aktiens *verkliga värde* eller *beräknade försäljningspris* vid en försäljning under *normala förhållanden*.¹³⁹ Eftersom det för onoterade aktier ofta torde vara svårt att fastställa ett marknadsvärde innebär detta att aktien normalt skall värderas enligt bolagets förmögenhetsställning eller avkastningsförmåga (företagsvärdet).¹⁴⁰ Detta innebär att lösenbeloppet kommer att motsvara aktiens hela andel av bolagets värde.¹⁴¹

Det kan också förekomma handel av aktier utanför ovan nämnda reglerade marknadsplatser. I de fall torde det belopp som varit aktuellt vid handeln kunna vara avgörande för priset, förutsatt att detta belopp kan anses vara representativt för det verkliga värdet på aktien. Förekommer det inte någon handel av detta slag, får värderingen ske enligt etablerade principer för beräkning av en andel i ett bolag. Värderingen torde normalt vila på bolagets resultat eller ställning. Det kan dessutom förekomma jämförelser med aktier av liknande slag. Den sistnämnda värderingsmetoden skall dock endast användas som ett sätt för att fastställa det pris som aktien kan antas betinga vid en tänkt försäljning. Då det i lagtexten står ”försäljning under normala förhållanden” innebär detta att man vid värderingen skall bortse från mer tillfälliga omständigheter, som har påverkat värdet på aktien.¹⁴²

¹³⁷ Prop. 2004/05:85 s. 451.

¹³⁸ Prop. 2004/05:85 s. 812.

¹³⁹ Andersson m.fl., s. 22:8.

¹⁴⁰ Prop. 2004/05:85 s. 446. Kågerman, JT 1996/97 häfte 1, s. 121.

¹⁴¹ L. Svensson, s. 100.

¹⁴² Prop. 2004/05:85 s. 811 f.

5.3.2 Diskussion - finns det en lämplig värderingsmetod?

Då lagstiftaren nu valt att fastslå att lösenbeloppet enligt huvudregeln skall bestämmas utifrån aktiens börsvärde kan det tyckas som om värderingsfrågan inte längre är aktuell. Men alla problem har inte blivit lösta i den nya lagen, t.ex. vad gäller värdering av onoterade aktier, och valet av värderingsmetod kan ibland ifrågasättas. Från flera håll har det hörts kritiska röster bl.a. mot att lösenbeloppet skall utgå från börsvärdet och att utrymmet för att frånga denna regel är tämligen litet.

Innan diskussionen inriktas på lämpligheten med att tillämpa börsvärdet, skall de viktiga fördelar, som uppkommer genom att grunderna för värderingen blir lagstadgade, oavsett vald värderingsmetod, framhållas.

Det kan till en början konstateras att med en lagstadgad grund för att bestämma lösenbeloppet uppnås en ökad klarhet och förutsägbarhet. Såsom också uttrycks i propositionen är det angeläget att lagtexten ger så tydliga besked som möjligt i frågor om tvångsinlösen. Dessutom kan klara lagregler om värderingsmetoder bidra till att minska spekulativen i aktier inför och under ett inlösenförfarande.¹⁴³ Klara regler innebär också att inlösenprocesserna inte blir lika omfattande som tidigare då bristen på legala riktlinjer ledde till att mycket möda gick åt för att bemöta olika utlåtanden om vad som utgjorde det verkliga värdet.¹⁴⁴ Tidigare har t.ex. minoritetsägare inte kunnat utläsa hur själva värderingen av aktierna skulle gå till utan den sedvänja som växte fram var främst tillgänglig för de som sysslade med inlösenförfaranden. Därmed berodde resultatet, särskilt före Balkenmålet, i stor utsträckning på vilka skiljemän som utsågs och vilken värderingsmetod dessa förespråkade. Vanligen utsåg minoritetsägarsidan en skiljeman som förordade företagsvärdering, medan majoritetsägaren valde en skiljeman som ansåg börsvärdet var det lämpliga värdet. Det blev således ofta ordföranden i skiljenämnden som fick den utslagsgivande rösten.¹⁴⁵ Detta undviks numera med mera lättillgängliga och lättbegripliga regler för noterade aktier.

Det har, bl.a. av konstitutionella skäl, varit viktigt att grunden för lösenbeloppets bestämmande fastslås i lag. Som tidigare framhållits liknar tvångsinlösen av aktier expropriativa förfaranden. Precis som Högsta domstolen uttalade i Balkenmålet torde en tvångsinlösen för den enskilde aktieägaren i praktiken ofta innebära likartade konsekvenser som när dennes egendom blivit föremål för expropriation. Det är därför rimligt att reglerna om inlösen tillfredsställer de krav som ställs i RF 2:18 genom att värderingsmetoden anges i lag. Vad gäller onoterade aktier verkar dock RF 2:18 fortfarande inte vara uppfylld. Det sägs i lagen att sådana aktier skall värderas utifrån vad som kan påräknas vid en försäljning under normala

¹⁴³ Prop. 2004/05:85 s. 449.

¹⁴⁴ Tude i Skog m.fl., s. 66.

¹⁴⁵ Samtal med M. Ramberg, 2007-03-05.

förhållanden. Såsom framhålls nedan, är den närmare innebörden av detta uttryck tämligen oklar. Då man kan diskutera lämpligheten i att stadga specifika värderingsmetoder i lag borde i vart fall *grunderna* för värderingen anges mer specifikt i lagtexten även för onoterade aktier. På så sätt torde RF 2:18 uppfyllas.

Vad gäller själva valet av specifik värderingsmetod för noterade aktier – börskursen – har detta från flera håll kritiserats. Vid lagstiftningsarbetet med 2005 års ABL möttes förslaget på värderingsmetod av blandade reaktioner bland remissinstanserna. Några instanser, som Sveriges Aktiesparares Riksförbund (Aktiespararna) och Aktiefrämjandet avstyrkte förslaget. Andra remissinstanser, som t.ex. Fjärde AP-fonden, Svensk Handel, Svenska Revisorssamfundet SRS, Sveriges advokatsamfund och Fondbolagens förening ställde sig negativa till hela eller delar av förslaget. Invändningarna gällde främst börskursens betydelse vid lösebeloppets bestämmande och att värdering enligt denna kan innebära att majoriteten gynnas på bekostnad av minoriteten. Bl.a. uttalade sig Aktiespararna, Fondbolagens förening och Svenska Revisorssamfundet SRS om att en värdering enligt börskursen medför oberättigade skillnader mellan värderingen av noterade och onoterade företag. Flertalet av remissinstanserna menade dessutom att det borde finnas en större möjlighet att tillämpa alternativa värderingsmetoder.¹⁴⁶

Bolagets övervärde

Frågan om bolagets övervärde är komplex och har inget enkelt svar. Även om många av ovan framförda argument, ur en rättvise- och rimlighetssynpunkt, stödjer att minoritetsägarna bör kunna tillgodogöras sig av bolagets övervärde, finns det också motsatta argument.

De som förespråkar att värdering skall ske utifrån aktiens värde i bolaget framhåller ofta följande skäl. Företagsvärdet innebär det pris som en förständig och upplyst köpare eller säljare av hela företaget är villig att godta. Börskursen innebär endast priset på en marginell aktie, en minoritetsaktie, en viss dag. Noteringen medför inte att man säkert kan säga att aktien vid försäljning skulle betinga detta pris. Vilken börskurs som råder för aktierna i ett bolag avgörs inte enbart av företagsvärdet utan även av flera andra omständigheter (se nedan).

I propositionen till 2005 års ABL tar regeringen avstånd från ett antal remissinstansers synpunkter om övervärden som inte återspeglas i börskursen.¹⁴⁷ Regeringen menade, precis som Högsta domstolen i Balkenmålet, att det övervärde som kan finnas i bolag, som inte avspeglas i börskursen, skall tillkomma majoritetsägaren. Regeringen framhöll att sådant övervärde kan komma aktieägarna till godo endast i samband med likvidation av bolaget och att minoritetsägarna normalt inte kan framtvunga en sådan. Det är istället börsvärdet som en aktieägare vid en viss given

¹⁴⁶ Prop. 2004/05:85 s. 448.

¹⁴⁷ Synpunkterna framfördes bl.a. av Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet och Svenska Revisorsamfundet SRS.

värderingstidpunkt kan tillgodogöra sig, om inte ett inlösenförfarande varit aktuellt. Därmed är det den kurs som råder på en fungerande aktiemarknad, under normala förhållanden, som utgör aktiens verkliga värde i ägarens hand. Ställningstagandet att övervärdets oåtkomlighet talar för börsvärdet kan ifrågasättas. Det är ett faktum att aktieköpare normalt köper aktier i ett bolag då han eller hon tror att bolaget har ett högre värde än själva aktiekursen och att aktien därför skall öka i värde, annars skulle man inte investera. G. och M. Ramberg menar därför att ju mer man förlitar sig på börskursen som värdemätare, desto mer borde man utgå från att ett bolags övervärde, i förhållande till aktuell börskurs, inom rimlig tid återspeglas i en högre börskurs.¹⁴⁸ Därmed menar författarna att principen om att övervärdet inte skall komma minoritetsägaren till godo är långt ifrån självklar. Jönsson har dock motsatt åsikt och framhåller att olika förväntningsvärden är svåra att påvisa och att det i normalfallet inte kan vara rimligt att låta majoritetsägaren betala för minoritetsägarens förväntade värde.¹⁴⁹

Flodhammar menade att det faktum att börsvärdet inte sammanfaller med företagsvärdet och ofta understiger detta talar mot att utgå från börsvärdet vid värderingen av aktierna. Ett viktigt påpekande enligt Flodhammar är att den aktieägare som har en befogad uppfattning om värdet av det bolag, vari han eller hon äger aktier, inte bör bli tvingad att överlåta aktierna till ett börsvärde som understiger företagsvärdet. Flodhammar ansåg att, då man inte kan skilja på de aktieägare som har en befogad uppfattning om företagsvärdet och de som inte har detta, borde det rimliga vara att företagsvärdet utgör en generell värderingsnorm. Flodhammar menade vidare att ingen av parterna missgynnas om man vid lösenbeloppets bestämmande utgår från företagsvärdet. Värderingsmetoden innebär nämligen att lösenbeloppet inte skall uppgå till mer än vad innehavet av företaget representerar.¹⁵⁰

Börskursen = en otillförlitlig mätare av aktiens ”verkliga värde”?

Även om regeringen i propositionen till 2005 års ABL framhåller att börskursen i de allra flesta fall utgör ett tillförlitligt värde är börskursens opålitlighet som värde ett problem som ofta framförs i doktrinen. Diskussionen har rört den försiktighet som bör tillämpas vid marknadsvärderingar, bl.a. med hänsyn till otillräcklig likviditet, kursmanipulationer och värdepåverkande handlingar av majoritetsägaren. Milberg och Thomasson tar t.ex. upp problemet med att dominerande majoritetsägare genom negativ information kan pressa ner aktiekursen och därmed erhålla minoritetsaktierna till underpris. Ofta är köparen stor ägare i målbolaget¹⁵¹ redan innan budet till minoritetsägarna ges och har därför ett fullständigt informationsövertag och insyn i målbolagets verksamhet. Därmed menar Milberg och Thomasson att köparen i stor utsträckning kan

¹⁴⁸ G. och M. Ramberg, JT 96/97 häfte 1, s. 236.

¹⁴⁹ Samtal med M. Jönsson, 2007-03-09.

¹⁵⁰ Flodhammar, s. 203.

¹⁵¹ Målbolaget är det bolag vars aktier är föremål för inlösen.

påverka aktiemarknadens uppfattning om målbolaget och således också aktiens prissättning.¹⁵²

Börsvärdet kan påverkas om inlösen föregåtts av ett offentligt erbjudande. I sådana situationer finns det nämligen en stor risk att aktiekursen endast speglar erbjudandet.¹⁵³ En aktieägare säljer normalt inte sina aktier frivilligt till en kurs som ligger under börsvärdet. Därför måste det offentliga erbjudandet som regel ligga något över börskursen eller till och med ligga med viss marginal över denna. Resultatet kan således bli att börskursen för aktien stiger p.g.a. att man genom erbjudandet kan köpa aktier till aktuell kurs och sedan acceptera erbjudandet, vilket innebär att en säker vinst erhålls. Denna påverkan kan således medföra ett högre värde än vad som annars rått och att börskursen till och med är högre än företagsvärdet.¹⁵⁴ Har inte inlösen föregåtts av ett offentligt erbjudande har det inte skett någon uppjustering av börsvärdet. Lösenbeloppet för en given aktie blir därför olika stort beroende på om det funnits ett erbjudande eller inte.¹⁵⁵ En annan omständighet är att själva inlösenförfarandet kan påverka börskursen. Då det rör sig om försäljning av minoritetsaktier är det stor risk att börskursen återspeglar det faktum att det handlar om minoritetsaktier i ett bolag med en eller flera dominerande majoritetsägare.¹⁵⁶

Det kan också påpekas att den del av det totala antalet aktier som är till salu på börsen är liten. Detta torde innebära att aktieägare normalt värderar sitt aktieinnehav högre än den börskurs som råder, annars skulle förmodligen aktierna säljas. Man skulle därmed kunna hävda att den aktieägare som agerar på börsen inte utgör den genomsnittlige aktieägaren i bolaget. Det nyss nämnda är svårt att förena med det faktum att aktierna skall värderas utan hänsyn till dess egenskap av minoritetsaktier utan istället som ”normalaktie”.¹⁵⁷

Börskursen kan således påverkas både uppåt och nedåt av ett flertal olika förhållanden. Med anledning av detta kan en alltför ovillkorlig tillämpning av börskursen innebära att majoritetsägarna tillskansar sig fördelar på minoritetens bekostnad och att värderingsregeln främst anses utformad för att tillgodose majoritetsägarnas intressen. G. och M. Ramberg menar att en värdering enligt börskursen är ”svaret på jungfruns bön” för de stora noterade bolagen, medan en annan situation råder för de mindre och mellanstora bolagen och för de företag som vill bli noterade. För dessa bolag är det viktigt att ha och få aktieägare som vill investera långsiktigt och inte ”flyr från bolagets aktier i börssvackor”. G. och M. Ramberg menar att

¹⁵² Milberg och Thomasson, Dagens industri 2003-06-11.

¹⁵³ G. Ramberg framhåller att då tvångsinlösen i de flesta fall föregåtts av ett offentligt erbjudande är börskursen en effekt av själva erbjudandet, vilket innebär att lösenbeloppet för noterade aktier nästa alltid skall motsvara vad majoritetsägaren erbjudit i det offentliga erbjudandet. G. Ramberg ser därmed den nya huvudregeln som ”en kraftigt utvidgad särregel”. Se G. Ramberg i Skog m.fl., s. 72.

¹⁵⁴ Samtal med C. Olsson, 2007-03-15.

¹⁵⁵ L. Svensson, s. 46.

¹⁵⁶ Hager, s. 71.

¹⁵⁷ Hager, s. 72.

en värdering utifrån börsvärdet kan försvåra för sådana långsiktiga investeringar och att minoritetsägare, som kan riskera inlösen, måste veta att aktierna kan, oberoende av värdet på företaget, tas ifrån denne i en börssvacka till ett lösenbelopp som motsvarar den då rådande börskursen. Även Nedström framhåller att det, sett från ett egendomsskyddsperspektiv, är förståeligt att de aktieägare, som köper aktier för ett långsiktigt sparande, känner sig kränkta om deras aktier blir inlösta.¹⁵⁸

Bristen på uttryckliga ”särskilda skäl”

I propositionen ges endast några exempel på vad som kan utgöra ”särskilda skäl” för att inte tillämpa börskursen vid värderingen. I övrigt överlämnas det till rättstillämpningen att avgöra vad som utgör särskilda skäl. Det kan alltid vara riskabelt att låta rättstillämpningen ta ställning i frågor som främst avgörs i skiljenämnd. Denna praxis är som bekant inte offentlig. Som ovan påpekats är det av konstitutionella skäl bra att grunderna för värderingen nu är fastslagna i lag, men då utrymmet att frångå dessa är oklart och inte lagstadgat, kan det diskuteras i hur stor utsträckning huvudregeln egentligen uppfyller RF 2:18. Det måste således vara en brist att inte lagstiftaren uttryckligen i lagen angett vilka särskilda skäl som åsyftas eller angett klara riktlinjer för när sådana skall anses föreligga, även om ett visst mått av flexibilitet är nödvändigt.

De exempel på särskilda skäl som faktiskt ges i propositionen är inte tillräckligt utvecklade. En förutsättning för tillämpning av börsvärdet torde vara att det råder en fungerande marknad för aktierna. Vilka krav som kan ställas för att en sådan skall anses föreligga synes oklart. Är det t.ex. en förutsättning att det råder effektiv konkurrens på marknaden?¹⁵⁹ Omständigheter som att aktien är föremål för en liten omsättning kan utgöra ett särskilt skäl, men det anges inga riktlinjer för vad som skall anses med liten omsättning. Sjöberg påpekar också det faktum att många aktier torde omsättas inför ett stundande inlösenförfarande. Frågan är om man skall ta hänsyn också till denna handel.¹⁶⁰

Behovet av flexibilitet

I de nya reglerna är det oklart i vilka situationer man inte skall tillämpa börskursen – det enda som sägs i propositionen är att börskursens värde som måttstock skall prövas och att detta inte innebär att hela bolaget måste värderas. Enligt de nya reglerna är inte enbart det faktum att en företagsvärdering visar på ett högre värde än börskursen tillräckligt för att inte tillämpa den sistnämnda värderingsmetoden utan det skall enbart ske en översiktlig kontroll av börsvärdets riktighet. Det kan således konstateras att det råder oklarhet om i vilka situationer man inte skall tillämpa börskursen och att det torde finnas ett alltför litet utrymme för flexibilitet. Då olika värderingsmetoder vanligen är lämpliga för olika typer av aktieinnehav borde möjligheten att frångå börskursen göras större och tydligare. Nedström framhåller att man i praxis är försiktig med att utnyttja det

¹⁵⁸ Samtal med M. Nedström, 2007-03-15.

¹⁵⁹ Skog m.fl., s. 84.

¹⁶⁰ Sjöberg, JT 1998/99 häfte 1, s. 274.

utrymme som faktiskt finns att frångå lagens presumtion. Han menar att skiljemännen och domstolen som regel är obenägra att stödja sig på andra omständigheter än de som uttryckligen nämnts i förarbetena.¹⁶¹

Vid en ovillkorlig tillämpning av börskursen kan effekten bli att en slags cirkeleffekt och logisk motsägelse uppstår, där skiljenämndens avgörande kännetecknas av marknadens förväntningar på vilket lösenbelopp som skiljenämnden – på grundval av aktiens börskurs – kommer att bestämma.¹⁶² Enligt Sjöberg torde det vara svårt att dra en skarp gräns mellan fall där cirkelinslaget är påtagligt och fall där en marknadsvärdering är problemfri. Även om en sådan gräns skulle vara möjlig att urskilja menar Sjöberg att det ändå inte är lämpligt med en särreglering eftersom oavsett hur en sådan regel skulle utformas, skulle marknaden åsätta aktien det pris som följer det förväntade utfallet i skiljenämnden. Sjöberg anser istället att huvudregeln borde utformas på ett sådant sätt att den går att tillämpa i samtliga fall. Hans förslag är att man i lagen intar en s.k. *fixpunkt*. En sådan innebär att det i lagen bör anges att avstämning skall göras mot någon form av teoretisk värdering, även om det i lagen föreskrivs att en marknadsvärdering skall vara utgångspunkten.¹⁶³ Genom en sådan ”dubbelkontroll” undviks ett resultat som skiljer sig märkbart från om en annan metod tillämpats men bör rimligtvis, p.g.a. kostnads- och tidsaspekter, endast krävas om t.ex. den gode mannens inledande undersökning visar på tveksamheter.

Aktie = endast finansiell tillgång?

I propositionen till 2005 års ABL diskuteras det över huvudtaget inget om en aktieägare kan tillmäta sitt innehav ett annat värde än det rent ekonomiska. I Balkenmålet uttalade Högsta domstolen att en aktie endast är en finansiell tillgång, vilket t.ex. innebär att aktieägaren inte ansågs ha rätt till bolagets övervärde. Även om en aktie normalt utgör en finansiell tillgång, särskilt i stora bolag, kan man mycket väl tänka sig situationer då en aktieägare också tillmäter innehavet ett annat mer ideellt värde än det rent ekonomiska. Det är sålunda inte självklart att man skall generalisera ägandet av aktier i noterade bolag. Minoritetsägare i mindre noterade bolag har ofta en annan bakgrund än aktieägare i de större bolagen och för de först nämnda kan aktierna representera mer än bara finansiella värden.¹⁶⁴ Sandberg framhåller att anställda i mindre noterade bolag inte sällan äger aktier i bolaget och att för dessa personer är aktien mer än en finansiell tillgång. I ett sådant sammanhang, menar Sandberg, att inlösen kan ses som ren konfiskation eftersom det individuella värdet på aktierna är långt högre än börskursen. Att bl.a. denna grupp av minoritetsaktier blir inlösta till ett belopp som dess ägare anser vara lägre än bolagets verkliga värde kan skada förtroendet för aktiemarknaden och strider mot principen om att reglerna skall skydda minoriteten.¹⁶⁵ Även G. Ramberg framhåller att det är vanligt

¹⁶¹ Samtal med M. Nedström, 2007-03-15

¹⁶² Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 296. Sjöberg, JT 1998/99 häfte 1, s. 274.

¹⁶³ Sjöberg, JT 1998/99 häfte 1, s. 276.

¹⁶⁴ G. Ramberg i Skog m.fl., s. 72.

¹⁶⁵ Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 294.

att anställda och folk i bygden får möjlighet till att köpa aktier till förmånliga villkor inför en börsnotering. G. Ramberg menar att dessa personer inte endast ser sig som innehavare av finansiell tillgång utan också som delägare i det företag de arbetar i eller som är viktigt för bygden de lever i.¹⁶⁶ Samma situation råder då personer köper aktier i noterade bolag som står för viss typ av affärsidé eller värde som köparna tror på. G. Ramberg menar, precis som Sandberg, att en alltför låg ersättning är inte bara till nackdel för minoritetsägarna utan skadar förtroendet för börsen, vad gäller aktier i mindre företag, och minskar möjligheten att finansiera och utveckla sådana bolag via börsen. Istället främjas en koncentration till allt större företag.¹⁶⁷

Victorin framhåller att en rättighet kan ha helt olika värde beroende på vem som är innehavare av den och vad rättigheten skall användas till. Även om Victorin pekar på svårigheten att vid värderingen transformera ideella värden till ekonomiska, anser han att om ideella värden ignoreras är risken uppenbar för välfärdsluster för den enskilde, vars egendom tas i anspråk.¹⁶⁸

Även om det torde vara svårt att lagstifta om hur och i vilken grad man ska ta hänsyn till individuella ideella värden, är det viktiga synpunkter som författarna ovan lyfter fram. Det kan anses som en brist att det i den nya lagen inte ens finns ett utrymme för att vid värderingen också kunna ta hänsyn till andra värden än det rent finansiella, då det är uppenbart att sådana värden finns. Även om man i dagsläget inte kan säga att förtroendet för aktiemarknaden med anledning av detta har tagit skada, kan det ändå finnas en risk att så sker. Detta torde främst påverka småsparares vilja att investera i de mindre bolagen.

Expropriationsrättsliga principer

Högsta domstolen uttalade i Balkenmålet att inlösenförfarandet bör styras av allmänna expropriationsrättsliga grunder. Domstolen ansåg att principen om att minoritetsägaren i stor utsträckning skall erhålla samma ekonomiska ersättning som vid en frivillig försäljning av aktierna uppfylls bäst enligt en värdering utifrån marknadsvärdet, d.v.s. då börskursen utgör utgångspunkten. Högsta domstolens ställningstagande återfinns i propositionen till 2005 års ABL.

Man kan dock ifrågasätta om tvångsinlösen av aktier någonsin kan jämföras med en frivillig försäljning och att det är den ”frivilliga försäljningen” som skall utgöra utgångspunkten vid bestämmandet av lösenbeloppet. Snarare innebär inlöseninstitutet ett allvarligt intrång i den enskildes äganderätt, som kan tyckas innebära att ersättningen borde utgå

¹⁶⁶ G. Ramberg i Skog m.fl., s. 72. I artikeln ”Fastare praxis vid tvångsinlösen” nämner Widhagen det inlösenförfarande där Aga löste in Uddeholms aktier vari ”nostalgifanns med i spelet” då bolaget inte bara var ”ett bra bolag, det var också typiskt värmländskt”, se Balans nr. 8-9/88, s. 8.

¹⁶⁷ G. Ramberg i Skog m.fl., s. 73.

¹⁶⁸ Victorin, s. 493.

med ett högre belopp än det som utgår vid en frivillig försäljning. Det kan diskuteras om inte minoritetsägare bör ges kompensation för att t.ex. möjligheten att invänta en uppgång av aktiernas värde förloras. Även om det följer av expropriationsregler¹⁶⁹ att det är marknadsvärdet som skall ersättas vid expropriation kan detta anses vara en förenkling. Under den senaste tiden har tendensen i expropriationsmål nämligen varit att möjligheten att erhålla ersättning för t.ex. skada ökas och att ersättningsnivåerna har höjts.¹⁷⁰ Det finns fall där ett marknadsvärde inte anses uppfylla kravet på att den drabbades förmögenhetsställning skall vara oförändrad och ersättning har därför utgått utöver det strikt tolkade marknadsvärdet. Hager framhåller att minoritetsägare även med hänsyn till expropriationsrättsliga principer således skulle kunna hävda rätten till ett eventuellt övervärde i bolaget. Trots att ett sådant värde inte är direkt tillgängligt kan man argumentera för att övervärdet skulle komma aktieägarna till godo i det längre perspektivet och därför borde ersättas.¹⁷¹

Då inlöseninstitutet har sådana likheter med expropriation och då det är ett faktum att ersättning enligt marknadsvärdet inte alltid innebär att den drabbade försätts i en oförändrad ekonomisk ställning, borde lagstiftaren följa utvecklingen på det expropriationsrättsliga området. Således skulle möjligheterna öka för att, i motiverade fall, kunna utge ersättning överstigande marknadsvärdet.

Börskursen = i strid med likhetsprincipen?

Som sades i ovan under 3.2 innebär likhetsprincipen att alla aktier har lika rätt till den andel av bolagets nettotillgångar, som följer av bolagsordningen. I propositionen till 1975 års ABL framhölls att värderingen av aktierna skall ske utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier. Uttalandet vilar på Gimomålet och har tolkats som att man fram till Balkenmålet ansåg att likhetsprincipen skulle gälla vid lösenbeloppets bestämmande, men att rättsläget nu ändrats något.¹⁷² I det sistnämnda målet uttalar nämligen Högsta domstolen att likhetsprincipen gäller endast aktieägarnas rättigheter i förhållande till bolaget och att den inte är omedelbart tillämplig i relationen aktieägare emellan. Domstolen försvarar sitt ställningstagande vad gäller börskursen med att framhålla att omständigheten, att aktierna skall värderas utan hänsyn till dess egenskap av minoritetsaktier, inte är ett uttryck för likhetsprincipen. I propositionen till 2005 års ABL betonas att likhetsprincipen gäller mellan bolaget och aktieägarna då det t.ex. sker utdelning och vid likvidation.¹⁷³ Man kan ifrågasätta varför lagstiftaren valt

¹⁶⁹ Se ovan under 3.1.

¹⁷⁰ Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 294 och Hager, s. 75. Hager framhåller vid expropriation av fastighet att det kan förekomma fall då en strikt tillämpning av marknadsvärdet och en ersättning framräknad utifrån detta värde inte är tillräckligt. Detta kan, enligt Hager, vara fallet dels då marknadsvärdet är för lågt i förhållande till vad som är en önskvärd ersättningsnivå, dels då det kan ifrågasättas om marknadsvärdet ger den drabbade en ersättning som innebär att denne befinner sig i oförändrad ekonomisk ställning. Se Hager, s. 378.

¹⁷¹ Hager, s. 75.

¹⁷² Hager, s. 68. L. Svensson, s. 75.

¹⁷³ Se t.ex. prop. 2004/05:85 s 247 och s. 513.

att ändra sin inställning till likhetsprincipen i inlösenssammanhang och om det föreligger något skäl till att inte denna skall gälla vid tvångsinlösen, särskilt med tanke på de expropriationsliknande inslag som finns och likhetsprincipens grundläggande betydelse för hela aktiebolagsrätten.¹⁷⁴

Med hänvisning till likhetsprincipen framhåller bl.a. Kamlin, Sandberg och Aktiespararna att det är anmärkningsvärt att en minoritetsägare skall nöja sig med börskursen av det skälet att ett övervärde är oåtkomligt för denne. Kamlin menar att ABL är ett regelverk, som klart anger hur aktieägare skall behandlas och att det därmed är principiellt felaktigt att påstå att bolagets övervärde inte skall vara åtkomligt för minoritetsägarna då man befinner sig inom ABL:s tillämpningsområde. Precis som att en enskild minoritetsägare inte kan genomdriva en likvidation och erhålla bolagets övervärde, kan denne inte heller framtvinga beslut om vinstutdelning eller nedsättning och utskiftning av aktiekapitalet. Om det däremot är majoritetsägaren som beslutar om en sådan åtgärd skall likhetsprincipen enligt ABL gälla och alla aktieägare skall åtnjuta samma andel av likvidationslikviden eller vinstutdelningen. En tvångsinlösen kan emellertid innebära att aktieägaren förlorar i förmögenhet. Aktiespararna menar därför att ”det är stötande att införa en värderingsregel, som försämrar minoritetsaktiernas rätt vid tvångsinlösen”.¹⁷⁵ Att i inlösensituationer, som är ett expropriationsrättsligt förfarande beträffande de sista skyddsposterna i bolaget och ett förfarande som skall garantera minoritetsägare ersättning, synes det vara märkligt att i lagen ha regler som inte bygger på likhetsprincipen. Men då lagstiftaren numera klart har angett att huvudregeln inte skall bygga på likhetsprincipen bör man, på andra grunder än likhetsprincipen, förhindra reella värdeöverföringar på minoritetsägarnas bekostnad.

Onoterade aktier

Flodhammar har anfört att det är opassande att ha en norm som endast kan tillämpas på noterade aktier och således inte på onoterade aktier.¹⁷⁶ Detta är en ståndpunkt som även några av remissinstanserna har anfört, däribland Aktiespararna och Svenska Revisorssamfundet SRS. Det är märkligt att lagstifta om en värderingsmetod som inte är tillämplig för mer än 99 % av alla svenska bolag. Visserligen har de noterade bolagen värdemässigt en stor andel av samtliga aktier, men det uppkommer många tvister om värderingsfrågor också i onoterade bolag, särskilt med tanke på att kretsen för inlösenberättigade / inlösenkyldiga nu vidgats.¹⁷⁷ För att underlätta värderingen och påskynda inlösenprocessen borde det ges mer specifika riktlinjer för värderingen av onoterade aktier. Då en onoterad aktie vanligen saknar marknadsvärde innehåller inte lagen någon grund för hur

¹⁷⁴ Lindén och L. Svensson, JT 1996/97 häfte 4, s. 1068.

¹⁷⁵ Samtal med S. Kamlin, 2007-03-12. Se också Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 294, Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09 samt Lindén och L. Svensson, JT 1996/97 häfte 4, s. 1068.

¹⁷⁶ Flodhammar, s. 203.

¹⁷⁷ Flodhammar, s. 203.

lösenbeloppet skall bestämmas för en sådan aktie, vilket strider mot RF 2:18.

I lagtexten står det att lösenbeloppet för onoterade aktier skall bestämmas utifrån det försäljningspris som kan påräknas vid en ”försäljning under normala förhållanden”. Frågan är hur detta skall förstås. L. Svensson framhåller att värdet av en aktie i ett onoterat bolag ofta är beroende av eventuella överenskommelser mellan aktieägare i bolaget. I brist på bl.a. avtalade rättigheter är värdet osäkert. Under typiska ”normala förhållanden” har således aktien i själva verket inget ekonomiskt värde.¹⁷⁸

Eftersom omfattande handel vanligen inte förekommer i onoterade bolag innebär detta att bolagets resultat eller ställning avgör, vilket kan medföra att aktien skall värderas enligt bolagets förmögenhetsställning eller avkastningsförmåga, d.v.s. att företagsvärdet skall tillämpas.¹⁷⁹ Om så är fallet kan aktieägare i onoterade bolag få del av det eventuella övervärde som finns i bolaget. Då en värdering enligt teoretiska metoder vanligen torde medföra att aktien generellt åsätts ett högre värde än då värdering sker enligt marknadsvärdet, innebär detta att aktieägarna i onoterade bolag behandlas mer generöst i förhållande till aktieägare som innehar noterade aktier. Det kan således innebära problem att noterade och onoterade aktier behandlas olika. M. Ramberg påpekar att det inte är självklart att en majoritetsägare, som väljer att påkalla inlösen mot t.ex. 7 % av minoritetsägarna i ett noterat bolag, kan göra det med börskursen som utgångspunkt för lösenbeloppet och att samme majoritetsägare ett år senare, då bolaget är avnoterat, kan välja att påkalla inlösen mot resterande minoritetsägarna med istället en företagsvärdering som utgångspunkt.¹⁸⁰ Ur denna synvinkel hade det varit att föredra att värderingen utgick från samma grunder oavsett notering eller inte. En annan aspekt av att inga klara besked ges angående innebörden av ”försäljning under normala förhållanden” är att parterna i princip kan välja att tillämpa vilken etablerad värderingsmetod som helst.¹⁸¹ Man kan fråga sig varför denna frihet skall föreligga i onoterade bolag, men inte i noterade.

Då det i lagtexten sägs ”försäljning under normala förhållanden” innebär detta att man vid värderingen skall bortse från mera tillfälliga omständigheter, som har påverkat värdet på aktien. Vilka förhållanden som anses konstituera sådana tillfälliga omständigheter är således en viktig fråga, men varken lagen eller förarbetena ger något svar. Därmed innehåller inlösenreglerna ännu en oklarhet som borde klargöras.

Då det är osäkert vilken metod som skall tillämpas vid onoterade aktier innebär detta att rena personvalsfrågor kan avgöra, d.v.s. valet av skiljeman, som förespråkar viss värderingsmetod, blir avgörande för vilket värde aktien åsätts. Värdering av bolag är ingen exakt vetenskap och parternas olika

¹⁷⁸ L. Svensson, s. 59.

¹⁷⁹ Victorin, s. 504.

¹⁸⁰ Samtal med M. Ramberg, 2007-03-05.

¹⁸¹ Bergström och Samuelsson, s. 184.

värdering av företaget fungerar därmed endast som bevismedel på aktiens riktiga värde. Systemet kan bli att part med mest utförlig bevisning vinner och att den som väljs som företrädare ibland kan få en alltför stor betydelse. Jönsson påpekar att vid en tillämpning av t.ex. avkastningsvärdemetoden kan många olika värden fås fram beroende på vilka variabler som beaktas. Processen kan bli tunggrodd med flera konkurrerande värderingsutlåtande som bevisning. Värdet styrs således, enligt Jönsson, av många olika antaganden om framtiden (om räntor, börsindex, valutor m.m.), som är svåra för skiljenämnden att värdera. Även om det torde vara svårt att i lagen ange en exakt värderingsmetod för onoterade aktier menar Jönsson att reglerna borde ange mer precisa grundprinciper för värderingen.¹⁸²

Slutsats

En regel om att lösenbeloppet skall fastställas enligt aktiernas börsvärde är en praktisk lösning som är enkel att tillämpa. Den kan också leda till bättre förutsebarhet samt snabbare förfaranden än vid tillämpning av regler, som bygger på mer teoretiska värderingsmodeller. Båda parter gynnas av att processen inte drar ut på tiden. Jönsson påpekar att det för minoriteten kan innebära en låsning av kapital under mycket lång tid.¹⁸³ Teoretiska värderingar är ofta svåra att göra och kan innebära osäkerhet då värdena enligt de olika metoderna i stor utsträckning kan variera. Att lagstifta om klara och lättillämpade regler som innebär förutsebarhet är sålunda eftersträvansvärt. Man måste dock ställa sig frågan på vems bekostnad detta görs. Syftet att lagen skall bestå av en enkel värderingsmetod får inte innebära att resultatet blir oacceptabelt. De förenklade reglerna och effektiviseringen av inlösenförfarandet borde inte vara så eftersträvansvärda att de sker på bekostnad av rättvisa mellan majoritetsägare och minoritetsägare, särskilt med tanke på att det rör expropriation till förmån för enskild part.¹⁸⁴ Att lagen skall innehålla väl övervägda regler mellan olika intressen är en självklarhet, även om detta innebär att förfarandet inte blir lika smidigt. Sett ur en annan synvinkel kan invecklade regler innebära att majoritetsägaren istället föredrar att erbjuda väl övervägda bud!

Som visats ovan kan valet av börskurs som värderingsmetod i många sammanhang ifrågasättas. Främst torde detta gälla metodens inverkan på minoritetsskyddet. Det tyder dessutom på att minoritetsägare genomsnittligt erhåller en lägre ersättning sedan Högsta domstolen i Balkenmålet slog fast att börsvärdet skulle vara utgångspunkten vid värderingen.¹⁸⁵ Dock måste den negativa inverkan på minoritetsskyddet vägas mot de ovan nämnda fördelar som en enkel och klar värderingsmetod innebär och att inlöseninstitutet blir mindre komplicerat.

¹⁸² Samtal med M. Jönsson, 2007-03-09.

¹⁸³ Samtal med M. Jönsson, 2007-03-09.

¹⁸⁴ G. och M. Ramberg, JT 96/97 häfte 1, s. 238.

¹⁸⁵ Att ersättningen blivit lägre efter Balken stöds bl.a. av Munch. Se B. Svensson, Dagens industri 1999-04-15. Även M. Ramberg anar en tendens till lägre lösenbelopp, samtal med M. Ramberg, 2007-03-05.

På frågan om det finns en värderingsmetod, som är lämpligare än någon av de andra metoderna, finns det inte något enhetligt svar. Ofta är olika värderingsmetoder lämpliga i olika sammanhang och för olika typer av aktier. I en del fall torde börskursen kunna utgöra en väl fungerande värderingsmetod, i andra fall torde en substansvärdering eller avkastningsvärdering vara det lämpligaste. Det är sålunda inte tillräckligt att *anta* att börvärdet är ett rättvisande värde på aktierna.¹⁸⁶ Att tillämpa en marknadsvärdering kan inte alltid vara självklart i den situation som råder vid tvångsinlösen, d.v.s. i en situation där lagstiftaren faktiskt har satt marknaden ur spel genom särskilda inlösenregler. Då man inte alltid på förhand säkert kan säga i vilka situationer en viss värderingsmetod lämpar sig bäst, bör inte lagen ange enbart en metod. Istället borde utrymmet för att kunna variera mellan olika metoder göras större. Lagen och dess förarbeten borde innehålla tydliga riktlinjer beträffande styrande värdebegrepp och värderingsobjekt och med utgångspunkt från dessa legala grunder låta skiljemännen avgöra vad som är ett objektivt riktigt värde på aktierna.¹⁸⁷ En sådan lösning skulle också innebära att önskan om mer flexibla värderingsregler uppnås. Lagen skulle sålunda innehålla sådana riktlinjer som idag saknas samtidigt som valet av värderingsmetod inte sker utan att prövning görs av om det finns en lämpligare metod. Vid en sådan lösning används inte heller olika metoder för noterade och onoterade bolag och man torde inte längre kunna hävda att valet av värderingsmetod sker på minoritetsägarens bekostnad. Dessutom tillgodoses RF 2:18 också vad gäller onoterade aktier.

5.4 Värderingstidpunkt

Det är inte bara valet av värderingsmetod som är och har varit en omdebatterad fråga utan även själva värderingstidpunkten har ofta diskuterats.¹⁸⁸

5.4.1 Tidpunkten för värderingen mellan åren 1944 – 1992

I 1944 års ABL stadgades det varken i själva lagtexten eller i förarbetena något om värderingstidpunkten. Precis som vid valet av värderingsmetod, överlämnade lagstiftaren åt praxis och doktrin att lösa frågan om tidpunkten för värderingen av minoritetsaktierna.¹⁸⁹

¹⁸⁶ Högsta domstolen uttalade i Balkenmålet att "Börskursen bör (...) i de allra flesta fall kunna godtas som en korrekt värdemätare".

¹⁸⁷ L. Svensson anser att lagen bör ange *vad* som skall värderas, *per vilken dag* värderingen skall göras samt vilket *värde* som skall beräknas, men inte innehålla några exakta metoder för beräkningen. Se L. Svensson, s. 50.

¹⁸⁸ Se t.ex. L. Svensson, Balans nr. 10/89, s. 41-41.

¹⁸⁹ Dahlgren och Moberg, s. 57.

Det fanns inte heller i 1975 års ABL några uttryckliga lagregler om värderingstidpunkt. Frågan togs dock upp till diskussion i propositionen till 1975 års ABL. Enligt denna borde värderingen ske vid tiden för moderbolagets begäran om tvistens prövning av skiljemän. Det påpekades dock att denna tidpunkt kunde behöva ändras p.g.a. senare framkomna omständigheter. Som exempel på sådana omständigheter nämndes att det under själva inlösenförfarandet upptäckts att det på dotterbolagets mark finns värdefulla naturtillgångar vilka måste beaktas vid värderingen.¹⁹⁰

Innan ett klagande kom från Högsta domstolen i rättsfallet NJA 1992 s. 872 (se nedan angående fallet) har det förekommit och förespråkats en mängd olika tidpunkter för värderingen av minoritetens aktier. I den diskussion som förekommit i doktrinen kan man urskilja två huvudsakliga ståndpunkter. Den ena innebär att värderingen skall ske vid tidpunkter som inträffar innan moderbolaget har påkallat tvångsinlösen medan den andra menar att värderingstidpunkten skall infalla efter det att ett inlösenförfarande har begärts. I linje med dessa två utgångspunkter har följande olika tidpunkter förekommit i diskussionen: tidpunkten för skiljedomens meddelande, tidpunkten för det offentliga erbjudandet, tidpunkten strax före det offentliga erbjudandet, tidpunkten en månad efter det att lagakraftvunnen dom föreligger och tidpunkten då moderbolaget begärde inlösen.¹⁹¹ Enligt t.ex. Flodhammars undersökning av skiljedomar¹⁹² mellan åren 1948-1976 har skiljemännen, om värderingstidpunkten varit tvistig, stannat för tillfället då inlösen påkallades, då skiljedom avkunnades eller då äganderätten till aktierna övergick till moderbolaget.¹⁹³ I den undersökta skiljedomspraxisen fann Flodhammar att tidpunkten för äganderättens övergång tillämpades i de allra flesta fallen.¹⁹⁴

I NJA 1992 s. 872¹⁹⁵ uttalade Högsta domstolen att värderingen av minoritetsaktier skall normalt ske den dag majoritetsägaren begär inlösen av minoritetens aktier (påkallandedagen), om inte den s.k. särregeln är tillämplig. Skälet till detta var, enligt domstolen, att undvika situationer där minoritetsägare tillgodogör sig värdeökning som beror på majoritetsägarens fortsatta handlande. Minst lika viktigt var dock skälet att minoritetsägaren inte skulle drabbas av motsatsen, d.v.s. att majoritetsägaren åsamkar bolaget förluster. Högsta domstolen uttalade därför att påkallandedagen var ”väl ägnad att tillgodose det behov som finns att vid värderingen eliminera värdepåverkan från moderbolagets sida”. Det var, enligt domstolen, rimligt att man vid värderingen försöker hålla isär värdeförändringar, som t.ex. beror på ränta, valutakurser, råvarupriser, och sådana värdeförändringar som

¹⁹⁰ Prop. 1975:103 s. 534.

¹⁹¹ Dahlgren och Moberg, s. 57.

¹⁹² I dessa mål tillämpades 1944 års ABL.

¹⁹³ Flodhammar, s. 38.

¹⁹⁴ I några av de fall då äganderättens övergång ansågs vara den avgörande tidpunkten för aktiens värdering, uttalade skiljemännen att värderingen bör hänföras till tidpunkten för äganderättens övergång men att värderingen bör avse bolaget med den struktur det hade när inlösningsförfarandet inleddes. Se Flodhammar, s. 160 f.

¹⁹⁵ Fallet benämns ibland ”Balken I” eftersom det i målet rörde samma parter som i det ovan refererade NJA 1992 s. 293, det s.k. ”Balkenmålet”, ”Balken II”.

har uppkommit p.g.a. majoritetsägarens direkta påverkan. De sistnämnda menade domstolen att man således skulle bortse från vid värderingen. De besvär som kunde uppkomma p.g.a. att man valt en tidig värderingstidpunkt balanserades, enligt Högsta domstolen, av att ersättning utgick för avkastning för tiden från påkallandedagen.¹⁹⁶

5.4.2 Värderingstidpunkten enligt 2005 års ABL

I 22:2 3 st. ABL fastslås den tidpunkt då lösenbeloppet för aktierna skall bestämmas. Regeln kodifierar det som sedan tidigare, enligt NJA 1992 s. 872, har varit gällande rätt. Regeringen ansåg att värderingstidpunkten bör bestämmas på så sätt att minoritetsägaren inte får tillgodogöra sig fördelar p.g.a. majoritetsägarens insatser under inlösenförfarandet. Minoritetsägaren skall dock inte heller drabbas av förluster genom att minoritetsaktierna sjunker i värde p.g.a. handlingar som majoritetsägaren har vidtagit under förfarandet. Precis som Högsta domstolen kom fram till i NJA 1992 s. 872, fann regeringen att detta uppfylls bäst genom att lösenbeloppet fastställas med hänsyn till förhållandena vid den s.k. påkallandedagen. Detta är den dag då majoritetsägaren begärde att tvisten skulle prövas av skiljemän eller, om det är minoritetsägaren som vill bli inlöst, vid det tillfälle denne lämnar ett sådant meddelande som avses i 19 § lagen om skiljeförfarande.¹⁹⁷

Påkallandedagen skall inte tillämpas som värderingstidpunkt i fall då särregeln skall gälla. I sådana situationer skall ju lösenbeloppet normalt motsvara det belopp som majoritetsägaren har lämnat i uppköpserbjudandet och om vederlaget skulle utgöras av annat än kontanter, t.ex. aktier torde värderingen av vederlaget få hänföras till uppköpserbjudandets löptid.¹⁹⁸

Det kan finnas skäl att frångå principen om påkallandedagen. Om skiljemännen eller domstolen finner anledning, får därför en annan värderingstidpunkt än denna dag tillämpas. Den alternativa tidpunkten får dock inte vara en dag som infaller *senare* i tiden än påkallandedagen.¹⁹⁹ I propositionen nämns några fall där skäl kan finnas att välja en annan värderingstidpunkt. Ett fall som diskuteras är då börskursen har genomgått sådana förändringar att det skulle vara otillfredsställande att värdera aktierna efter förhållandena vid påkallandedagen. Ett annat fall där regeln kan frångås är då majoritetsägaren har utnyttjat sin ställning till att t.ex. göra sig av med värdefulla tillgångar till ett majoritetsägaren närstående bolag.²⁰⁰

¹⁹⁶ NJA 1992 s. 872 (s. 886). Hager framhåller att utdömandet av kompensation för avkastning efter påkallandedagen innebär att den skillnad som i praktiskt hänseende föreligger mellan en värdering per påkallandedagen respektive dager för äganderättens övergång utsuddas. Enligt Hager torde detta ha påverkat Högsta domstolens inställning i frågan. Se Hager, s. 69 (not 160).

¹⁹⁷ Prop. 2004/05:85 s. 454. I 19 § lagen (1999:116) om skiljeförfarande stadgas att ett sådant meddelande skall bl.a. innehålla en uttrycklig och villkorslös begäran om skiljedom.

¹⁹⁸ Prop. 2004/05:85 s. 454.

¹⁹⁹ Andersson m.fl., s. 22:9.

²⁰⁰ Prop. 2004/05:85 s. 454.

Enligt aktiebolagskommitténs förslag skulle regeln om värderingstidpunkten kunna frångås endast om de händelser som påverkat minoritetsaktiens värde framstod som otillbörliga. Det skulle, enligt förslaget, krävas, precis som i 22:2 2 och 4 st. "särskilda skäl" för att regeln om påkallandedagen skulle kunna åsidosättas. Lagrådet ifrågasatte om uttrycket "särskilda skäl" inte var alltför restriktivt med tanke på att majoritetsägaren har stor frihet att välja en påkallandedag som passar denne bra. Det borde därför, enligt lagrådet, vara tillräckligt att det endast finns "skäl" för att välja annan värderingstidpunkt.²⁰¹ Lagrådet får i propositionen stöd från regeringen. Denna anser således att det finns anledning att inta en något mindre restriktiv inställning till undantag än vad kommittén föreslog. Regeringen menar att det väsentliga bör vara att försöka fastställa en så rättvisande värderingstidpunkt som möjligt och därför stadgas det i lagen att det är tillräckligt att frånga påkallandedagen om "skäl" föreligger. Om aktievärdet på denna dag inte representerar det mest rättvisande värdet bör skiljenämnden och domstolen sålunda kunna välja en annan tidpunkt. Detta gäller även om inte förändringarna av kursvärdet beror på otillbörligt handlande av majoritetsägaren, t.ex. då börskursen på påkallandedagen, p.g.a. onormala marknadssvängningar, starkt avviker från aktiens kurs under den föregående tiden. Ett annat exempel är förhållandet att majoritetsägaren uppnår ett innehav på mer än 90 % av aktierna i bolaget och att rätt till inlösen sålunda har uppkommit och att detta påverkar värdet på aktien.²⁰²

5.4.3 Diskussion kring värderingstidpunkten

Det är svårt att analysera och diskutera värderingstidpunkten helt isolerat från värderingsmetoden och vice versa. En del av de problem som diskuteras vid valet av värderingsmetod har lika mycket att göra med valet av tidpunkten för värderingen och vissa problem kan rättas till genom att t.ex. tidigarelägga värderingstidpunkten. Detta gäller särskilt de fall där majoritetsägaren, avsiktligt eller inte, har orsakat en kursnedgång inför inlösenförfarandet.²⁰³ Lika mycket som man i sådant fall kan argumentera för för- och nackdelarna med en värdering enligt börskursen kan man diskutera val av en annan värderingstidpunkt för att kunna rätta till problemet.

Enligt Dahlgren och Moberg²⁰⁴ är frågan om vid vilken tidpunkt värderingen av aktierna skall ske inte lätt att besvara eller ge ett generellt svar på. Författarna är dock kritiska mot att införa någon särskild regel som binder upp skiljemännen och domarna. Istället menar de att rättstillämpare i

²⁰¹ Prop. 2004/05:85 s. 1422.

²⁰² Prop. 2004/05:85 s. 454.

²⁰³ Prop. 2004/05:85 s. 450.

²⁰⁴ Dahlgren och Moberg har undersökt en mängd tvister rörande tvångsinlösen, vilket resulterade i skriften "Tvångsinlösen av aktier", utgiven 1976. Deras avhandling gavs således ut innan Högsta domstolen 1992 uttalade sig i frågan om värderingstidpunkt. Men då diskussionen om lämpliga värderingstidpunkter förekommit långt innan dess och fortfarande pågår kan Dahlgrens och Mobergs synpunkter ändå vara värda att belysas.

det enskilda fallet borde få besluta om lämplig värderingstidpunkt. Enligt Dahlgren och Moberg bör, om moderbolagets värde har stigit p.g.a. omfattande rationaliseringar efter det att inlösen påfordrats, inte minoriteten få del i denna värdestegring. På liknande sätt bör inte minoriteten lida förluster genom att dotterbolagets värde sjunker p.g.a. majoritetsägarens handlingar. Det är endast vid omständigheter som moderbolaget inte kan anses råda över som minoritetsägarna måste acceptera en minskning av aktiens värde. Dahlgren och Moberg menar därför att det viktiga för skiljemännen och domarna bör vara att ”fixera en tidpunkt då moderbolaget ännu ej påverkat värdet av aktierna i dotterbolaget”.²⁰⁵

Flodhammar var stark förespråkare för en värderingstidpunkt som knyts till tidpunkten *efter* det att majoritetsägaren påkallat inlösen. Han ansåg nämligen att värderingen borde ske vid den tidpunkt då äganderätten till aktierna övergår till majoritetsägaren.²⁰⁶ Då varken 1944 års ABL eller 1975 års ABL nämnde något om värderingstidpunkten, ansåg Flodhammar att äganderättens övergång måste vara avgörande för värderingstidpunkten. Enligt 1944 års ABL övergick äganderätten en månad efter att en dom vunnit laga kraft.²⁰⁷ Att helt och hållet knyta värderingstidpunkten till äganderättens övergång var därför praktiskt omöjligt. Istället menade Flodhammar att värderingen av aktierna borde ske så nära skiljenämndens avgörande som möjligt. Minoritetsägarna har då möjlighet att tillgodogöra sig de investeringar som t.ex. ett moderbolag gör i dotterbolaget.

Flodhammars ståndpunkt, att värderingstidpunkten skall knytas till äganderättens övergång, har blivit tillbakavisad i bl.a. ”Facitmålet”²⁰⁸ och av Dahlgren och Moberg.²⁰⁹ I ”Facitmålet” ansåg skiljenämnden att principen om värderingens samband med tidpunkten för äganderättens övergång innebär både ”praktiskt olämpliga och ur rättvisesynpunkt otillfredsställande konsekvenser”. I domen anförts bl.a. att själva värderingen skall bygga på ekonomiskt relevanta förhållanden. Men när det är fastställt att det föreligger en rätt till inlösen för majoritetsägaren, har aktien, ur en ekonomisk synvinkel, väsentligen omvandlats till en fordran på lösenbeloppet. De rättigheter som aktien fortfarande representerar efter fastslagen inlösenrätt, t.ex. rätt att delta på bolagsstämman och att eventuellt få del i beslutad utdelning eller nyemission, är av liten ekonomisk betydelse. Enligt skiljemännen i ”Facitmålet” är det därför inte rationellt att, för en ekonomisk värdering, tillmäta tidpunkten för då dessa rättigheter upphör, d.v.s. vid äganderättens övergång, avgörande betydelse för värderingstidpunkten.²¹⁰

²⁰⁵ Dahlgren och Moberg, s. 58 f.

²⁰⁶ Flodhammar, SvJT 1971, s. 111-112.

²⁰⁷ Enligt 1975 års ABL övergick äganderätten då moderbolaget ställt säkerhet, vilket kunde ske då det blivit ostridigt att lösenrätt förelåg eller detta fastslagits i dom. Flodhammars undersökning av skiljedomar omfattar dock endast fall prövade enligt 1944 års ABL.

²⁰⁸ Fallet är avgjort i skiljenämnd och berör Electrolux inlösen av Facit-aktier. Refereras i Flodhammar, s. 332.

²⁰⁹ Dahlgren och Moberg, s. 57 f.

²¹⁰ Referat av Facitdomen, införd i Flodhammar, s. 338 f.

Dahlgren och Moberg är kritiska till att man skall sammankoppla äganderättens övergång, eller med det närstående avgörandet i skiljenämnd eller domstol, med tidpunkten för värderingen. I fall då moderbolag tillskjuter medel till dotterbolaget under pågående skiljeförfarande och då aktierna i sådant fall skall värderas vid äganderättens övergång eller vid en tidpunkt i nära anslutning till skiljenämndens dom innebär detta att minoritetsägaren gynnas på majoritetsägarens bekostnad. Dessutom skulle en sådan minoritetsägare erhålla fördelar i förhållande till de aktieägare som tidigare har accepterat ett offentligt erbjudande. Dahlgren och Moberg menar därför att ett system skulle uppstå där det är lönsamt för minoritetsägarna att inte acceptera majoritetsägarens bud utan istället vänta och hoppas att denne skall tillskjuta pengar till bolaget. Då det inte är ovanligt att en inlösenprocess blir utdragen, är sannolikheten stor för att moderbolaget, under denna tid, sätter in pengar i dotterbolaget. Enligt Dahlgren och Moberg vore det därför orimligt att låta värderingstidpunkten ligga så nära äganderättsövergången som möjligt och att minoritetsägare därmed skulle erhålla ett högre pris för aktien enbart genom att invänta majoritetsägarens senare åtgärder.²¹¹

Enligt bl.a. skiljemännens resonemang i "Facitmålet" och Dahlgren och Mobergs framförda synpunkter måste en värderingsmetod som knyts till äganderättens övergång anses mindre lämplig. Den valda tidpunkten i 2005 års ABL framstår därmed som en rimlig lösning, även om också påkallandedagen ur några aspekter kan diskuteras.

En av anledningarna till att man valde att i lagen införa börskursen som värderingsmetod, var att man ville att lösenbeloppet skulle motsvara den ersättning som utgick vid frivilliga försäljningar. Precis som man kan ifrågasätta om inlösen av aktier någonsin torde eller borde kunna efterliknas vid frivilliga försäljningar, kan man fråga sig hur många frivilliga försäljningar som egentligen sker per påkallandedagen. Snarare torde majoritetsägarens stora aktieinnehav innebära att det är mycket få aktier som omsätts. Har dessutom påkallelse av inlösen föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande kan, som ovan diskuterats, ofta börskursen ha påverkats av budet, vilket innebär att börskursen blir en funktion av budet. Nedström menar därför att det i dessa fall kan vara motiverat att tidigarelägga värderingstidpunkten, d.v.s. låta värderingen ske vid en tidpunkt som infaller kanske till och med innan budet ges eftersom det i större utsträckning då torde råda en fungerande marknad där börskursen kan vara ett väl fungerande mått på aktiens riktiga värde.²¹² Aktiespararna framhåller att då påkallelse är nära förestående torde det inte förekomma någon annan köpare än majoritetsägaren. Möjliga köpare känner oftast till att en påkallelse omedelbart efter köpet innebär att aktierna skall inlösas till ett värde motsvarande börskursen per påkallandedagen. Bl.a. med hänsyn till detta och med anledning av osäkerheten avseende när lösenbeloppet kommer att utbetalas, sker, enligt Aktiespararna, inga "normala köp". De

²¹¹ Dahlgren och Moberg, s. 58.

²¹² Samtal med M. Nedström, 2007-03-15.

menar därför att börskursen per påkallandedagen styrs av det förväntade lösenbeloppet.²¹³ Därmed är resonemanget åter inne på de cirkelargument, som framfördes ovan i diskussionen om börskursens lämplighet som värderingsmetod, vilket visar på svårigheten att analysera värderingstidpunkten och värderingsmetoden fristående från varandra.

Valet av värderingstidpunkt kan få stor betydelse för storleken på lösenbeloppet. Även om påkallandedagen framstår som den mest lämpliga värderingstidpunkten i förhållande till andra föreslagna tidpunkter²¹⁴, måste man hålla i minnet att majoritetsägare i stort sett fritt kan välja då denne vill påkalla inlösen. Aktiespararna anser att den nya regeln lägger värderingstidpunkten i ”majoritetsägarens hand”.²¹⁵ För att inte skyddet för minoritetsägaren skall försämrats är det därför en fördel att man valt att införa ett relativt stort utrymme att välja en annan värderingstidpunkt genom att i lagen ange att ”endast” *skäl* skall föreligga för att kunna frångå påkallandedagen. På så sätt kan några av de farhågor, som framfördes i diskussionen om börskursens lämplighet, undvikas och värderingstidpunkten torde inte helt och hållet ligga i majoritetsägarens hand, såsom Aktiespararna invände. Det är också rimligt, såsom framhålls i propositionen, att det inte ens bör krävas att majoritetsägaren har agerat otillbörligt för att påkallandedagen skall kunna frångås. Majoritetsägaren kan nämligen välja att påkalla tvångsinlösen då börskursen p.g.a. olika yttre samhällsfaktorer är låg, vilket såldes inte har att göra med något otillbörligt på majoritetsägarens sida.

Precis såsom Dahlgren och Moberg förespråkar, bör inte skiljenämnden och domstolen vara låsta vid en viss tidpunkt utan det viktigaste skall vara att bestämma en tidpunkt då majoritetsägaren ännu inte har påverkat värdet av aktierna i någon riktning. Det sistnämnda bör därför vara riktlinjen vid fastställandet av värderingstidpunkten, d.v.s. en lämplig tidpunkt skall avgöras i det enskilda fallet. Om inte lagregelns ”skäl” kommer att tillämpas alltför restriktivt i praxis torde den nya lagen uppfylla kravet på flexibilitet och utrymme för individuella hänsynstaganden.

Slutligen är det önskvärt att frågan om hur långt bak i tiden som värderingstidpunkten kan fastställas klargörs. I Aktiebolagskommitténs förslag diskuterades det om ”förhållandevis korta tidsrymder”, men detta uttalande finns inte med i propositionen till 2005 års ABL och frågan verkar heller inte ha prövats i praxis. Om det således är relativt korta tidsperioder som gäller är oklart.²¹⁶

²¹³ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09. Se också Sandberg, JT 2004/05 häfte 2, s. 295. Sandberg framhåller att då börskursen per påkallande dagen inte alltid torde återspegla de normala förhållandena borde man, utöver börskursen per påkallandedagen, ta hänsyn till ett antal i tiden närliggande aktietransaktioner.

²¹⁴ Påståendet stöds bl.a. av att flertalet remissinstanser inte hade några invändningar mot förslaget på att påkallandedagen skall utgöra värderingstidpunkt, prop. 2004/05:85 s. 453.

²¹⁵ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

²¹⁶ Se SOU 1997:22, s. 286.

5.5 Särregeln

I 22:2 4 st. ABL regleras den s.k. särregeln. Denna regel skall tillämpas i de fall där inlösenförfarandet har föregåtts av ett s.k. offentligt uppköpserbjudande och då regelns övriga förutsättningar är uppfyllda.²¹⁷

Eftersom man i Sverige har implementerat det EG-rättsliga takeoverdirektivet²¹⁸ regleras det offentliga uppköpserbjudandet fr.o.m. den 1 juli 2006 både av lag och genom självreglering. Ett offentligt uppköpserbjudande kommer därmed att regleras i lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden²¹⁹ (LUA) och av de regler som gäller på den börs eller auktoriserade marknadsplats vid vilken aktierna är noterade.²²⁰

Enligt 1:2 p. 1 LUA är ett offentligt uppköpserbjudande ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier, som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag, att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier.²²¹ Ett offentligt uppköpserbjudande innebär således att aktieägare har inbjudits att överlåta sina aktier i bolaget mot ett bestämt vederlag. Det är detta förfarande som på engelska kallas "take-over bid", en term som ofta används också i Sverige.²²²

5.5.1 Bakgrund till särregeln

Särregeln intogs för första gången i 1975 års aktiebolagslag. Några år tidigare kom nämligen Näringslivets Börskommitté (NBK) med rekommendationer för offentliga uppköpserbjudanden.²²³ Dessa innehöll ett krav på att alla aktieägare i ett målbolag skulle behandlas lika av budgivaren så länge som erbjudandet bestod och även därefter.²²⁴ Rodhe påpekade därmed att det förelåg en lucka mellan NBK:s krav på likabehandling både under och efter uppköpserbjudandet och de principer som tillämpades vid bestämmandet av lösenbelopp i en inlösentvist och som innebar att beloppet påverkades av moderbolagets handlingar fram till tidpunkten för värdering

²¹⁷ Andersson m.fl., s. 22:9.

²¹⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden.

²¹⁹ SFS 2006:451

²²⁰ Promemoria av A. von Haartman, Finansinspektionen, *Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden ändras den 1 juli 2006*, publicerad 2006-06-30, http://www.fi.se/upload/20_Publicerat/30_Sagt_och_utrett/30_Skrivelser/2006/060630_oppkopserbjudanden.pdf. Kontrollerad 2007-03-17.

²²¹ LUA är endast tillämplig på aktier i svenska, och, med vissa undantag, utländska aktiebolag som är noterade vid en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats. Se promemoria av A. von Haartman, Finansinspektionen.

²²² Rodhe, s. 262.

²²³ Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag, NBK, 1971.

²²⁴ Skog m.fl., s. 14.

av aktierna. Enligt Rodhe erbjöds aktieägarna i målbolaget en otillbörlig möjlighet att spekulera i en kursuppgång på aktierna efter det offentliga budets genomförande. Därför föreslog Rodhe en särskild värderingsregel, som skulle tillämpas i de fall tvångsinlösen påkallats i direkt anslutning till att ett offentligt uppköpserbudande accepterats av en stor andel av de aktier som omfattades av erbjudandet. Det lösebelopp som gavs till aktieägarna vid inlösen skulle motsvara det vederlag som erbjudits vid uppköpserbudandet.²²⁵ Regeringen hörsammade Rodhes påpekande och införde särregeln.

Tanken bakom särregeln är en likabehandlingsprincip - det vederlag, som har accepterats av de allra flesta aktieägarna, bör kunna godtas även av de övriga ägarna.²²⁶ Detta pris bör i normala fall kunna betraktas som representativt för aktiens verkliga värde.²²⁷ Ett annat viktigt skäl bakom regeln är att man vill undvika de olämpliga effekter som kan uppstå om de aktieägare, som valt att inte acceptera erbjudandet får möjlighet att, i ett inlösenförfarande, erhålla ett högre vederlag för sina aktier än det pris, som övriga aktieägare har accepterat. En sådan situation skulle nämligen kunna fungera som en utpressningsmetod gentemot moderbolaget.²²⁸ I förarbetena till särregeln framgår att likhetsprincipen är en grund för regelns tillkomst – de aktieägare som accepterat det offentliga erbjudandet och de aktieägare som får sina aktier inlösta skall behandlas lika i en given situation. Särregeln innebär, förutom att minoritetsägarna inte erhåller ett högre vederlag om de avböjer det offentliga erbjudandet, också en garanti för att minoritetsägarna inte skall erhålla ett lägre belopp p.g.a. att de inte accepterat erbjudandet.²²⁹

Särregeln grundar sig sålunda på antagandet att det pris en aktie faktiskt kan köpas eller säljas för vid en bestämd tidpunkt också utgör aktiens verkliga värde vid samma tidpunkt. Genom detta antagande blir det okomplicerat att fastställa värdet av en aktie i efterhand. Man kan därmed säga att man har ”facit i hand” och att särregeln utgör en *presumptionsregel* där det vederlag som erbjuds presumeras att minst motsvara aktiens verkliga värde, även vid tidpunkten för inlösen.²³⁰

5.5.2 Särregeln enligt 2005 års ABL

Det är inte ovanligt att majoritetsägaren förvärvat en del av sina aktier i bolaget genom ett offentligt uppköpserbudande. Men för att den aktiebolagsrättsliga tvingande särregeln skall bli tillämplig räcker det inte att det funnits ett uppköpserbudande utan ett antal ytterligare förutsättningar, vilka uppställs i 22:2 4 st., måste vara uppfyllda. Det offentliga

²²⁵ Rodhe, Tvångsinlösen av minoritetsaktier Förbättringar möjliga, Ekonomisk Revy, 10/1973 s. 533 ff.

²²⁶ Bergman och Hellner, s. 36.

²²⁷ Prop. 2004/05:85 s. 452.

²²⁸ Andersson m.fl., s. 22:9.

²²⁹ Kadelburger och Mellqvist, JT 2002/03 häfte 2, s. 440.

²³⁰ Berglund, s. 14.

uppköpserbjudandet skall ha riktats till samtliga återstående aktieägare och ägare till mer än nio tiondelar av dessa aktier skall ha accepterat erbjudandet. Är förutsättningarna uppfyllda skall sålunda lösenbeloppet vid en efterföljande inlösen normalt motsvara det erbjudna vederlaget.

I jämförelse med 1975 års ABL (14:31 3 st.) innebär den nya lagen två stycken förändringar vad beträffar särregeln:

- I 1975 års ABL krävdes det inte, i motsats till nuvarande lagstiftning, att erbjudandet om aktieköp skulle riktas till samtliga återstående aktieägare utan det fordrades endast att erbjudandet hade riktats till ”en vidare krets”.
- Istället för att erbjudandet skall accepteras av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som omfattas av erbjudandet, vilket numera är ett krav, förutsattes, enligt 1975 års ABL, att majoritetsägaren förvärvat ”större delen av sina aktier” med anledning av erbjudandet.²³¹

Det sistnämnda medförde att särregeln, enligt 1975 års ABL, aldrig kunde tillämpas direkt i de fall budgivaren redan före det offentliga erbjudandet ägde hälften eller mer av aktierna i bolaget. Regeringen bedömde inte att denna begränsning var befogad utan menade att det avgörande istället borde vara att en tillräckligt stor andel av de aktieägare, till vilka erbjudandet riktades, godtagit det erbjudna priset.²³² Den nya regeln kräver således inte att majoritetsägaren har förvärvat större delen av sina aktier genom det offentliga uppköpserbjudandet utan särregeln kan tillämpas även då majoritetsägaren redan innan erbjudandet ägde mer än hälften av aktierna i bolaget.²³³ De två förändringar som införts i särregeln innebär att regeln numera överensstämmer med de EG-rättsliga inlösenregler, som finns i direktivet om uppköpserbjudande.²³⁴

Lösenbeloppet, som motsvarar det vederlag som utgick vid det offentliga erbjudandet, skall fastställas i kontanter. I många fall kan dock erbjudandet innehålla s.k. bytesvaluta, d.v.s. vederlaget består av aktier eller andra värdepapper, t.ex. nyemitterade aktier i moderbolaget.²³⁵ Då vederlaget utgör kontanter är särregeln normalt tämligen enkel att tillämpa. I de fall vederlaget utgår i annan form än kontanter, t.ex. aktier i det budgivande bolaget, blir tillämpningen av särregeln något mer komplicerad, eftersom det då måste göras en värdering av vederlaget för att kunna fastställa ett kontantbelopp.²³⁶ Det är inte helt klart vid vilken tidpunkt värderingen av

²³¹ Andersson m.fl., 22:9.

²³² Prop. 2004/05:5 s. 452 f.

²³³ Sandström, s. 353.

²³⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden, se art. 15. Prop. 2004/05:5 s. 453.

²³⁵ Berglund, s. 15.

²³⁶ Andersson m.fl., s. 22:20.

bytesvalutan skall ske. I praxis har såväl bytesvalutans värde under erbjudandetiden som påkallandepunkten tillämpats.²³⁷

Lagtexten och dess förarbete ger inte svar på alla frågor kring särregelns tillämplighet. Det är t.ex. oklart om särregeln är tillämplig då det offentliga erbjudandet inte omfattar samtliga aktier i ett bolag och de aktier som inte omfattas redan ägs av ett bolag som ingår i samma koncern som budgivaren, t.ex. ett moder- eller dotterbolag. I kommentarerna till 2005 års ABL sägs det att särregeln förmodligen kan bli tillämplig även i en sådan situation, särskilt om de övriga aktierna ägs av ett dotterbolag till en budgivare.²³⁸

Det kan finnas situationer då en tillämpning av särregeln leder till olämpliga resultat. I 22:2 4 st. uppställs därför en möjlighet att frångå särregeln om det föreligger ”särskilda skäl”. Denna möjlighet fanns även i 1975 års ABL, vilket innebär att det således inte har skett någon förändring i den nya lagen vad gäller möjligheten att kunna frångå särregeln. Om ”särskilda skäl” anses föreligga skall huvudregeln i 22:2 2 st. tillämpas.²³⁹

I lagtexten ges det inget svar på vad som kan anses utgöra ”särskilda skäl”. Inte heller i propositionen förs det någon grundläggande diskussion om vad som menas med ”särskilda skäl” utan endast några få exempel nämns på omständigheter som *kan* utgöra sådana skäl, t.ex. fall där det har gått en längre tid mellan det aktieförvärv, som skedde genom det offentliga erbjudandet, och inledandet av inlösenförfarandet. Ett annat exempel på ”särskilda skäl” är om informationsunderlaget till aktieägarna har varit ofullständigt eller om det har uppstått nya viktiga omständigheter.²⁴⁰

Berglund har undersökt ett stort antal skiljedomar, prövade enligt 1975 års ABL, där särregeln varit aktuell. Eftersom det i 2005 års ABL inte skett några förändringar vad gäller möjligheterna att frångå särregeln med hänsyn till ”särskilda skäl” är Berglunds undersökning, vad gäller dessa skäl, fortfarande intressant. Enligt Berglund har det i praxis förekommit fall där ”särskilda skäl” godtagits eller skulle kunna godtas på andra grunder än de som exemplifieras i propositionen. Enligt några av de undersökta domarna har skiljemännen framhållit att om en värdering av aktien leder till ett inte obetydligt högre värde än det vederlag som erbjudandet innebär, *kan* detta under vissa omständigheter utgöra ”särskilda skäl”.²⁴¹ En annan omständighet, som skiljemännen varit villiga att beakta, är den kursstegring på börsen som skett under tiden från erbjudandet fram till påkallandet.²⁴²

Enligt Berglunds undersökning tillämpas möjligheten att frångå särregeln p.g.a. ”särskilda skäl” restriktivt av skiljemännen. Att det föreligger

²³⁷ Bergman och Hellner, s. 67. Berglund, s. 77.

²³⁸ Andersson m.fl., s. 22:10.

²³⁹ Berglund s. 15.

²⁴⁰ Prop. 2004/05:85 s. 453, jfr. prop. 1975:103 s. 533.

²⁴¹ Detta påstående har dock endast bifallits i en av fem domar där frågan varit uppe för diskussion. Berglund, s. 32.

²⁴² Denna omständighet har beaktats i två av tre fall där frågan har varit uppe. Berglund s. 31 ff.

situationer snarlika de som exemplifieras i propositionen verkar inte vara tillräckligt. Förhållandet skall, enligt Berglund, även innebära att erbjudandets vederlag inte utgör en acceptabel grund för att bestämma lösenbeloppet.²⁴³

5.5.3 Diskussion kring särregeln

Under lagstiftningsarbetet med 2005 års ABL hade de flesta remissinstanser inte några särskilda invändningar mot de föreslagna ändringarna i särregeln. Några av instanserna, såsom Stockholms universitet, Fjärde AP-fonden och Aktiespararna, ansåg att det borde finnas ett större utrymme att kunna frånga majoritetsägarens erbjudande. Svenska Revisorsamfundet SRS anförde att ett krav för särregelns tillämplighet bör vara att värdet grundas på ett väsentligt antal transaktioner.²⁴⁴

Det finns flera fördelar med att tillämpa särregeln. Regeln innebär ett en likabehandlingsprincip mellan minoritetsägarna och de aktieägare som accepterat det offentliga erbjudandet tillgodoses. Andra effekter är snabbare inlösenprocesser där kostsamma värderingsprocedurer undviks samt att förutsägbarheten i inlösenmål ökar, vilket kan medföra att spekulationer förhindras. Särregeln tillförsäkrar också minoritetsägarna ett pris för aktien som ett stort antal aktieägare har funnit godtagbart. Är det dessutom frågan om stora aktörer på börsen, som har accepterat budet, kan erbjudandet i högre grad anses spegla aktiens ”riktiga” värde.²⁴⁵

Att man i 2005 års ABL har valt att slopa kravet på att majoritetsägaren förvärvat ”större delen av sina aktier” med anledning av erbjudandet kan medföra betänkligheter. För att det offentliga erbjudandet skall motsvara aktiens verkliga värde borde detta innebära att erbjudandet getts på en fungerande marknad. Förvärvat majoritetsägaren en stor andel av aktierna genom budet är det förståeligt att budet kan presumeras utgöra aktiens skäliga marknadspris. Aktiespararna framhåller att det offentliga erbjudandet enbart torde vara marknadsmässigt om det finns möjlighet för andra potentiella köpare än budgivaren att genom ett konkurrerande bud få kontroll över bolaget. Har majoritetsägaren redan sådant inflytande, eller på annat sätt än genom budet skaffar sig detta, så att inte konkurrerande bud kan ges, föreligger det ingen fungerande marknad.²⁴⁶ Om majoritetsägaren redan äger t.ex. 85 % av aktierna i bolaget sker det inte någon handel mellan upplysta säljare och köpare på armslängds avstånd utan handeln skymms av storägare och bolaget blir ingen intressant placering. I sådana fall bör inte budet presumeras utgöra aktiens verkliga värde.²⁴⁷ Kamlin menar att lagstiftningen inte har anpassat sig till hur marknaden fungerar och att det

²⁴³ Berglund s. 76.

²⁴⁴ Prop. 2004/05:85 s. 452.

²⁴⁵ Bergman och Hellner, s. 36 f.

²⁴⁶ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09. Samtal med S. Kamlin, 2007-03-12.

²⁴⁷ Samtal med M. Ramberg, 2007-03-05 samt samtal med S. Kamlin, 2007-03-12

idag råder en situation där minoritetsägare vet att den enda möjligheten, då det inte föreligger möjlighet till konkurrerande bud, är att acceptera budet om man inte skall bli utsvält.²⁴⁸ Reglerna om inlösen är inte bara till för t.ex. de aktieägare som inte förstår hur man accepterar ett bud, för de som spekulerar i lösenbeloppets storlek eller för de som varit bortresta då budet gavs och således inte kunnat acceptera detta utan reglerna har också betydelse för själva budet. Kamlin menar att inlösenreglerna därför påverkar budsituationen. De nya mer majoritetsförmånliga reglerna tvingar minoritetsägare i större utsträckning att godta budet än annars eftersom en stor majoritetsägare kan numera redan innan budet ha haft full kontroll över bolaget och således ha pressat ner kursen eller väntat till ”rätt tillfälle” att lägga budet. Det finns därmed inget annat reellt alternativ för minoritetsägare än att acceptera budet.²⁴⁹

För att motverka nyss nämnda anser Aktiespararna att ytterligare förutsättningar för att särregeln skall tillämpas bör införas. Aktiespararna menar t.ex. att särregeln inte skall tillämpas ”om majoritetsägaren före offentliggörandet av det offentliga erbjudandet är eller har varit innehavare av ett så stort antal aktier och/eller röster i bolaget att majoritetsägaren utövade ett bestämmande inflytande över bolaget”. Samma gäller då ”majoritetsägaren genom förvärv av aktier vid sidan av erbjudandet har skaffat sig ett sådant inflytande innan anmälningstiden löpt ut”. Genom att införa sådana krav skulle de situationer motverkas då en aktieägare, som sedan lång tid har ett stort inflytande och full insyn i bolaget, lämnar ett offentligt uppköpserbjudande vid en för aktieägaren fördelaktig tidpunkt, t.ex. då bolaget väntas bringa god avkastning p.g.a. stora investeringar eller då bolaget är på väg uppåt efter en svacka. Genom att majoritetsägaren i nuläget kan utnyttja sitt informationsövertag och genom att denne, p.g.a. sitt stora aktieinnehav i bolaget, kan förhindra alternativa bud innebär det att offentliga erbjudanden inte alltid kan presumeras utgöra aktiens verkliga värde.²⁵⁰ Det är således farligt att alltför lättvindigt säga att man har ”facit i hand” vid tillämpning av särregeln. Aktiespararnas förslag på ytterligare förutsättningar för särregelns tillämplighet borde därför övervägas.

Varken lagtexten eller dess förarbeten ger några särskilt klara besked om vad som utgör ”särskilda skäl”, som motiverar att särregeln inte skall tillämpas. Man har i propositionen till 2005 års ABL endast tagit med samma formulering som finns i propositionen till 1975 års ABL.²⁵¹ Med

²⁴⁸ Att minoritetsägare blir utsvält betyder att majoritetsägare missbrukar sin makt då denne driver igenom frågor som missgynnar minoriteten, t.ex. beslutar att inte utdela trots att bolaget har råd med detta. Risker är, särskilt i onoterade bolag, att minoritetsägare blir ”gisslan” då man ej kan sälja ut sina aktier, för vem vill köpa minoritetsaktier i ett sådant bolag? Det enda reella alternativ för minoritetsägare är således att acceptera budet.

²⁴⁹ Samtal med S. Kamlin, 2007-03-12. Kamlin ger som exempel det fall då majoritetsägaren har för avsikt att lägga ett bud, men inte gör detta direkt. Istället går bolaget in i en investeringsfas och utdelningar till aktieägare dras ner, vilket håller nere kursen. Då det sedan är tid för att ”skörda” investeringen lägger majoritetsägaren budet.

²⁵⁰ Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09.

²⁵¹ Se prop. 1975:103 s. 533 och prop. 2004/05:85 s. 453.

tanke på att särregeln i den nya lagen har fått ett vidgat direkt tillämpningsområde och att det i praxis har åberopats många omständigheter som ”särskilda skäl” är det märkligt att lagstiftaren inte klargjort innebörden av särskilda skäl, i synnerhet med hänsyn till risken för majoritetsmissbruk. Precis som vid tillämpningen av huvudregeln menar Nedström att skiljemännen emellanåt är alltför försiktiga med att frångå särregeln då ”särskilda skäl” tillämpas för snävt.²⁵²

I propositionen nämns bl.a. att ”nya viktigare omständigheter” kan utgöra ”särskilda skäl”. Frågan är vad som skall anses vara sådana nya viktiga omständigheter. Det är ju frågan om ett vitt begrepp, som kan innefatta många anledningar att frångå särregeln. Bl.a. M. Ramberg, Kadelburger och Mellqvist lyfter upp problemet med förändrade omvärldsfaktorer. Skall t.ex. det skälet att förändringar i värdet av aktierna har uppkommit efter värderingstidpunkten innebära att särregeln inte blir tillämplig?²⁵³ M. Ramberg framhåller det tidsmässiga gap som finns mellan värderingstidpunkten enligt särregeln och själva påkallandet av inlösen. Under denna period förekommer det ännu inget inlösenförfarande. Även om det ur effektivitetssynpunkt är en fördel att ha lättillämpade regler där hänsyn inte tas till värdeförändringar som uppstår efter värderingstidpunkten men innan påkallandet, menar M. Ramberg att det är orimligt att sådana förändringar inte beaktas, oberoende av vilken av parterna som gynnas. Uppstår värdeförändringar under den aktuella tidsperioden bör således, enligt M. Ramberg, inte särregeln p.g.a. särskilda skäl tillämpas.²⁵⁴

Kadelburger och Mellqvist menar att M. Rambergs lösning skulle innebära spekulationsmöjligheter och oförutsägbarhet. Författarna anser att anledning till införandet av särregeln bl.a. var behovet av förutsägbarhet och effektivare skiljedomsprocesser. För att inte dessa vinster skall gå förlorade menar Kadelburger och Mellqvist att särregeln skall tillämpas strikt och att man skall ha en restriktiv syn på ”särskilda skäl”. En skillnad i det vederlag som erbjuds och annat värde vid påkallandedagen bör därför, enligt författarna, inte utgöra ”särskilda skäl”.²⁵⁵ Frågan är dock om inte denna oförutsägbarhet ligger redan i den möjlighet att frångå särregeln, som faktiskt finns i lagen, i synnerhet i begreppet ”nya viktigare omständigheter”. Såsom M. Ramberg också framhåller torde det vara ett faktum att om ”fullständig förutsägbarhet önskats av lagstiftaren hade någon undantagsmöjlighet inte tillhandahållits i särregeln”.²⁵⁶ Man bör således inte kunna argumentera för att en omständighet inte kan utgöra ”särskilda skäl” p.g.a. effektivitetsförluster vid regelns tillämpande. Det kan vara rimligt att värdeskillnader p.g.a. omvärldsfaktorer utgör ett ”särskilt skäl” men det bör dock krävas någorlunda stora skillnader för att undvika risk för spekulation

²⁵² Samtal med M. Nedström, 2007-03-15

²⁵³ M. Ramberg, JT 2002/03, s. 933 ff. Kadelburger och Mellqvist, JT 2002/03 häfte 2, s. 440 ff.

²⁵⁴ M. Ramberg, JT 2002/03, s. 933 ff.

²⁵⁵ Kadelburger och Mellqvist, JT 2002/03 häfte 2, s. 440 ff.

²⁵⁶ M. Ramberg, JT 2002/03, s. 933 ff.

och att aktieägare lockas av att tacka nej till budet och hoppas på bättre marknadsförutsättningar.

Konsekvensen av att inte förutsättningarna är uppfyllda för att särregeln skall tillämpas eller av att det föreligger ”särskilda skäl” är att huvudregeln tillämpas. Frågan är dock om en tillämpning av huvudregeln i situationer där det förekommer ett offentligt uppköpserbud innebär någon egentlig skillnad från om särregeln tillämpats direkt. Som ovan framhållits torde nämligen ett offentliggjort erbjudande i stor utsträckning styra börskursen, vilket innebär att effekterna kan bli de samma oavsett vilken av reglerna som tillämpas. Bedömer marknaden att det offentliga bud som ges kommer att gå igenom lägger sig börskursen normalt på samma nivå som budet. Därmed kan man säga att den nya huvudregeln blir en särregel den också, med undantag för en annan värderingstidpunkt (se vid fotnot 153). Bedömer marknaden att budet inte går igenom står kursen ofta still eller stiger p.g.a. spekulationer om att majoritetsägaren kommer att höja budet.²⁵⁷ Denna diskussion har dock mer att göra med börskursens lämplighet som värderingsmetod (se ovan under 5.3.2).

Särregeln har också tillämpats analogt då inte lagregelns matematiska förutsättningar varit uppfyllda, d.v.s. det vederlag som lämnats i erbjudandet har använts som underlag för att bestämma lösenbeloppets storlek.²⁵⁸ Eftersom det presumeras att det erbjudna priset motsvarar aktiens värde har man ansett att principerna för särregeln kan tillämpas även om rekvisiten i regeln inte är uppfyllda.²⁵⁹ På så sätt verkar det ha varit tämligen lätt att komma runt särregelns rekvisit. Frågan är dock om inte särregeln i den nya lagen kommer i mindre utsträckning att tillämpas analogt. I 1975 års lag var det matematiska rekvisitet att majoritetsägaren förvärvat ”större delen av sina aktier” med anledning av erbjudandet. Detta innebar att majoritetsägaren var tvungen att förvärva minst 45 % av aktierna genom erbjudandet. Om detta krav inte riktigt uppfylldes är det förståeligt att erbjudandet ofta ändå kunde förutsättas utgöra aktiens verkliga värde då så pass stor andel av aktieägarna ändå accepterat budet. Då den nya lagen inte uppställer något krav på att majoritetsägaren skall ha förvärvat minst hälften av aktierna genom erbjudandet torde det inte lika ofta finnas anledning att anse att erbjudandet presumeras utgöra aktiens verkliga värde genom att särregeln tillämpas analogt.²⁶⁰

²⁵⁷ Samtal med M Ramberg, 2007-03-05, samtal med M. Nedström, 2007-03-15.

²⁵⁸ Lindén och L. Svensson, JT 1996/97 häfte 4, s. 1060.

²⁵⁹ M. Ramberg, JT 2002/03, s. 932 som hänvisar bl.a. till Högsta domstolens uttalande i Balkenmålet.

²⁶⁰ Samtal med M. Ramberg, 2007-03-05.

6 Avslutande kommentarer

Med de nya reglerna om tvångsinlösen av minoritetsaktier har många frågor klargjorts, vilket inte minst torde innebära att inlösenförfaranden numera går snabbare och blir mer smidiga. Även om det finns flera fördelar med de nya bestämmelserna innehåller de fortfarande några brister och man kan ifrågasätta om lagstiftaren i alla lägen har valt den bästa lösningen, särskilt med hänsyn till skyddet för minoritetsägare och rena rättviseaspekter. Då ett av syftena med 2005 års ABL var att se över minoritetsskyddet kan förändringarna av inlösenreglerna inte alltid anses motiverade utan det finns fortfarande frågor som bör diskuteras och oklarheter som bör förtydligas. De nya reglerna måste dock i det stora hela anses som en förbättring i jämförelse med inlösenreglerna i 1975 års ABL, eftersom de innebär en modernisering och anpassning till den rådande utvecklingen i affärlivet.

De frågor som aktualiseras i inlösenssammanhang är, som visats, varken svarta eller vita. Vilka lösningar man än väljer finns det fördelar och nackdelar som kan medföra oönskade effekter för både majoritetsägare och minoritetsägare liksom för näringslivet i stort. Vissa frågor är emellertid, inte minst ur ideologiska aspekter, viktiga att lösa på ett så acceptabelt sätt som möjligt för alla parter. Detta gäller särskilt frågan om hur lösenbeloppet skall bestämmas.

Det torde vara svårt att lagstifta om exakta teoretiska värderingar eftersom en och samma metod kan användas på olika sätt, beroende på vad som beaktas och vilka antaganden som görs. Detta kan ibland leda till skilda resultat. Det är dessutom svårt att i lagen exakt ange i vilka situationer en viss teoretisk värderingsmetod skall tillämpas och när den skall frångås utan att lagstiftaren ”skriver fast sig”. Att i lagen ange börskursen måste då ses som ett bra alternativ som är lätt att tillämpa. Men frågan är om dessa mer processekonomiska vinster är tillräckliga skäl för att anse att börsvärdet numera skall vara utgångspunkt vid värdering av aktierna. Även om en värdering utifrån börsvärdet i en del fall torde vara oproblematiske, talar mycket för att en tillämpning av börsvärdet sker till minoritetsägares nackdel. De nya reglerna verkar ibland mer beakta majoritetsägarens intresse av att kunna genomföra ett snabbt inlösenförfarande än minoritetens intresse av att aktien verkligen åsätts dess ”verkliga” värde, då detta kan fordra en mer ingående undersökning, bemötande av flera olika ståndpunkter och vara tidskrävande.

Att lagreglerna innehåller tydliga riktlinjer och principer är viktigt, men det är minst lika viktigt att det finns ett tillräckligt stort utrymme att tillämpa den mest lämpliga värderingsmetoden och värderingstidpunkten i det aktuella fallet, varvid börskursen kan vara en av flera mätare på aktiens riktiga värde. Som en gemensam ståndpunkt i den diskussion som förts i doktrinen och enligt samtal med sakkunniga gäller att inlösenreglerna inte skall binda upp skiljemän och domare alltför mycket till endast en

värderingsmetod eller en värderingstidpunkt utan reglerna skall vara flexibla. Eftersom omständigheterna i det enskilda fallet kan vara speciella borde man hålla sig till lagstadgade principer och inte till en precis värderingsmetod. Då lagstiftaren i 2005 års ABL har tagit ställning för börsvärdet underlättas, som ovan framhållits, mycket. Det finns emellertid inget som säger att börsvärdet alltid passar som värderingsmetod i det enskilda fallet. Möjligheten i lagen att tillämpa annan värderingsmetod med hänsyn till ”särskilda skäl” verkar inte vara särskilt stor, eller är i vart fall relativt oklar. Därmed torde inte behovet av flexibilitet fullt ut tillgodoses. Även om lagen skall ange grundläggande principer och riktlinjer för värderingen måste skiljenämnden och domstolen få stort utrymme att avgöra vilken värderingsmetod som i det enskilda fallet bäst representerar aktiens riktiga värde.

Då minoritetsskyddet är en sådan grundsten inom aktiebolagsrätten borde reglerna utformas så att skyddet inte försämras. Enligt den debatt som förts i doktrinen och i artiklar samt enligt samtal med personer insatta i inlösenfrågor är de allra flesta ense om att inlösenreglerna är majoritetsägarvänliga och att det blir fråga om en partssnedviden tillämpning. Som exempel nämns majoritetsägarens möjlighet att komma åt övervärden utan att dela med sig till minoritetsägare och att en tillämpning av börsvärdet som värderingsmetod kan innebära en större strukturell orättvisa då majoritetsägare kan styra lösenbeloppet genom att t.ex. påkalla vid ”rätt” tidpunkt.

Sett ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är det möjligen optimalt att underlätta koncentrationer av företag, men man får inte glömma att detta vanligen innebär kvalificerade ingrepp i den enskildes äganderätt. Inlösenreglerna verkar till stor del bygga på att det råder en fungerande marknad för aktierna, men då en aktieägare äger mer än 90 % av aktierna i ett bolag blir det knappast fråga om en fungerande marknad. Det torde därför många gånger vara svårt att jämföra tvångsinlösen med frivilliga aktieförsäljningar där priset vanligen bestäms utifrån börskursen. Att i inlösenssammanhang anse att en värdering enligt börsvärdet speglar aktiens riktiga värde bör därför inte vara en självklar utgångspunkt. Detta innebär dock inte att börsvärdet alltid är olämpligt som värdemätare. Föreligger det en fungerande marknad och baseras börskursen på riktig information kan denna mycket väl vara ett riktigt värde på aktien. Det är dock ett faktum att börskursen påverkas av flera olika parametrar som långt ifrån alltid har att göra med företagets värde. Aktiemarknaden är inte alltid helt rationell utan berörs av tendenser, psykologi, spekulationer, förväntningar etc.²⁶¹ Olika börsanalyser i medierna, som levererar positiva eller negativa rapporter, kan lätt påverka aktieomsättningen men inte företagets värde i sig. Sker t.ex. ränfeförändringar är normalt inte själva bolaget mindre värt. Däremot påverkas aktiens värde som värdepapper. Börskursen kan således ofta sägas vara ett marginellt tecken på vad företaget egentligen är värt. Ett inlösenförfarande legitimeras enligt reglerna i ABL. Man kan därmed inte

²⁶¹ Samtal med M. Nedström, 2007-03-15.

säga att majoritetsägaren går utöver reglerna eller gör något otillbörligt då denne påkallar inlösen. För minoritetsägarna torde dock inlösenreglerna innebära en, ur deras synpunkt, oberättigad värdeöverföring till majoriteten på minoritetsägarnas bekostnad. De får ju inte del av de övervärden som kan finnas i bolaget eftersom värderingen sker enligt börsvärdet. Nästan i alla fall av offentliga uppköpserbjudande finns det ett premium på budet. Detta kan ses som ett bevis på att företaget ofta torde vara mer värt än de enskilda aktierna. Att aktieägare inte frivilligt säljer sitt innehav kan vara ett annat bevis på att denne åsätter bolaget ett värde som inte återspeglas i börskursen. Man kan undra vad som i inlösenssammanhang rättfärdigar att man överflyttar värde från minoritetsägare till majoritetsägare utan att den först nämnde får betalt för hela värdet. Frågan är om det allmännas intresse av att främja koncentrationer är så starkt att det kan få drabba aktieägare som ofrivilligt får sina aktier inlösta. Utifrån främst ideologiska skäl uppfattas det numera lagstiftade börsvärdet som utgångspunkt orättvist och orimligt.

Då tvångsinlösen innebär ett privaträttsligt expropriativt förfaranden bör detta medföra ett större krav på att minoritetsägarna skall erhålla ”*rätt ersättning*”. En sådan ersättning är dock inte något som naturligt följer av snabbare inlösenprocesser, av förutsägbara regler eller smidiga lösningar. Inlösenreglerna bör istället bygga på komplicerade intresseavvägningar mellan olika intressenter i olika situationer. ”*Rätt ersättning*” är således den ersättning som fastställs enligt den värderingsmetod och värderingstidpunkt som lämpar sig bäst med hänsyn till bedömningen i det enskilda fallet. Vid expropriation torde det snarare vara mer korrekt att majoritetsägaren *skall* vara beredd på ett lite besvärligare förfarande, att det tar tid och att man får ersätta minoritetsägarna för det fulla värdet, d.v.s. att aktierna kan komma att värderas utifrån företagsvärdet. Att ett bolags övervärde inte är omedelbart tillgängligt för minoritetsägare bör inte få vara ett bärande argument i ett expropriationssammanhang. Precis som Milberg och Thomasson framhåller handlar det i grund och botten om ett rimligt skydd för allas äganderätt och inte bara för de stora aktörernas.²⁶²

För att neutralisera de strukturella fördelar majoritetsägare kan erhålla vid inlösen är det bl.a. önskvärt, precis som Nedström framhåller, att skiljemännen blir mer flexibla och vågar frångå t.ex. börskursen eller det offentliga budet om inte dessa är rättvisande.²⁶³ Utgångspunkten vid tillämpningen av reglerna skall vara att gynna samhällsintresset genom att skapa förutsättningar för ett dynamiskt näringsliv samtidigt som förfarandet uppfattas som rättfärdigt av samtliga parter.

Den här uppsatsen har inte gett några definitiva svar på vad som är rätt eller fel eller på vad som är den bästa lösningen. Däremot har viktiga frågor lyfts fram som bör diskuteras och analyseras vidare för att undvika oönskade effekter och att minoritetsägarna fortsätter att hamna i ogynnsamma situationer.

²⁶² Milberg och Thomasson, Dagens industri 2003-06-11.

²⁶³ Samtal med M. Nedström, 2007-03-15.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Europaparlamentets och rådets direktiv, 2004/25/EG, av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

Kommittédirektiv 1990:46, *Översyn av aktiebolagslagen*.

Prop. 1975:103 s. 533, *Aktiebolagslag m.m.*

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

Rådets direktiv, 92/22/EEG, av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

SOU 1941:9, *Lagberedningens förslag till aktiebolagslag m.m. II*.

SOU 1969:50 s. 148, *Expropriationsändamål och expropriationsersättning m.m.*

SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital*.

SOU 2001:1, *Ny aktiebolagslag*.

Aktiemarknadsregler

Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag, NBK, 1971.

Litteratur

Andersson, S., Johansson, S., Skog, R., *Aktiebolagslagen. En kommentar. Del II*, Stockholm 2006, Norstedts Juridik AB.

Andersson, S., Johansson, S., Skog, R., *Aktiebolagslagen. En kommentar. 10-19 kap*, Göteborg 2003, Norstedts Juridik AB. (Kommentarerna till 1975 års ABL)

Berglund, P., *En inventering av skiljedomar sprungna ur särregeln (ABL 14:9, 3 st)*, Stockholm 1992, Juristförlaget JF AB.

Bergman, E., Hellner, P., *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie*, Stockholm 1992, Juristförlaget JF AB.

Bergström, C., Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, 2a upplagan, Göteborg 2001, Norstedts Juridik AB.

Dahlgren, E., Moberg, K., *Tvångsinlösen av aktier*. Lund 1976, Juridiska Föreningen i Lund.

Gometz, U., Löfgren, S., *Företagsvärdering*, Stockholm 1991, Ernst & Young.

Flodhammar, G., *Företagsvärdering vid tvångsinlösen*, Lund 1980, P. A. Norstedts & Söners förlag.

Hager, R., *Värderingsrätt. Särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*, Stockholm 1998, Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet och Jure AB.

Johansson, S., *Nials svensk associationsrätt. I huvuddrag*, Stockholm 2001, Norstedts Juridik AB:

Nya aktiebolagslagen. 2005 års aktiebolagslag med specialmotiveringar från propositionen, Thomson Fakta AB, Stockholm 2005.

Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, 2a upplagan, Stockholm 2007, Norstedts Juridik AB.

Skog, R., *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 21a upplagan, Stockholm 2006, Norstedts Juridik AB.

Skog, R., *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya lagen att lösa problemen?*, Uppsala 2003, Iustus Förlag AB.

Svensson, B., Danelius, J., *Nya Aktiebolagslagen. Reglerna från den 1 januari 2006*, Göteborg 2005, Tholin & Larssons förlag.

Svensson, L., *Om tvångsinlösen av aktier*, Trelleborg 1999, SET Revisionsbyrå AB.

Victorin, A., *Värdet av minoritetsaktier vid tvångsinlösen. Värdering och värderingar*, Festskrift till Jan Ramberg, Stockholm 1996, Norstedts Juridik AB.

Periodiskt tryck

Andreasson, J., *Inlösen, äganderättsövergång och "legal transplants"*, SvJT 2005, s. 522-538.

Flodhammar, G., *Tvångsinlösen av aktier*, SvJT 1971, s. 102-120.

Kadelburger, J., Mellqvist, U., *Fråga om särregelns tillämpning i tvångsinlösenförfaranden vid förekomsten av omvärldsfaktorer*, JT 2002/03, häfte 2, s. 438-446.

Kågerman, P., *Företagsvärde eller börsvärde*, JT 1996/97, häfte 1, s. 119-125.

Kågerman, P., Nerpin, E., *Företagsvärde eller börsvärde vid tvångsinlösen; dags att ta ställning efter mer än 50 år*, JT 1995/95, häfte 2, s. 670-688.

Lindén, A., Svensson, L., *Värderingsprinciper vid tvångsinlösen av aktier*, JT 1996/97, häfte 4, s. 1057-1071.

Milberg, L., Thomasson, A., *Tvångsinlösen är konsten att plundra små aktieägare*, Dagens industri 2003-06-11.

Ramberg, G., Ramberg, M., *Värderingsprinciper vid tvångsinlösen av aktier, de lege ferenda*, JT 1996/96, häfte 1, s. 235-238.

Ramberg, M., *Några kommentarer till frågan om tillämpning av den s.k. särregeln vid tvångsinlösen av aktier*, JT 2002/03, s. 931-934.

Rodhe, *Tvångsinlösen av minoritetsaktier Förbättringar möjliga*, Ekonomisk Revy, 10/1973 s. 533-537.

Sandberg, C., *Regeringens förslag till ny aktiebolagslag – särskilt om minoritetsskyddet*, JT 2004/05, häfte 2, s. 269-296.

Sjöberg, G., *Ytterligare om aktievärdering vid tvångsinlösen*, JT 1998/99, häfte 1, s. 270-278.

Svensson, B., *Varning för tvångsinlösen*, Dagens industri 1999-04-15.

Svensson, L., *Värderingstidpunkten vid tvångsinlösen*, Balans, tidsskrift för Föreningen auktoriserade revisorer, 1989 nr. 10, s. 41-41.

Widhagen, G., *Fastare praxis vid tvångsinlösen*, Balans, tidsskrift för Föreningen auktoriserade revisorer, 1988 nr. 8-9, s. 7-8.

Elektroniska källor

Aktiespararnas synpunkter på Justitiedepartementets promemoria med utkast till lagrådsremiss 2004-02-09, publicerades 2004-03-15, http://www.aktiespararna.se/upload/4144/040326_aktiebolagslag_lagradsremiss.pdf. Kontrollerad 2007-03-17.

Promemoria av A. von Haartman, Finansinspektionen, *Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden ändras den 1 juli 2006*, publicerad 2006-06-30,
http://www.fi.se/upload/20_Publicerat/30_Sagt_och_utrett/30_Skrivelser/2006/060630_uppkopserbjudanden.pdf. Kontrollerad 2007-03-17.

Intervjuer

Intervju med Catarina Olsson, numera chef för rättssektionen vid länsstyrelsen i Skåne län, 2007-03-15.

Intervju med Magnus Nedström, advokat och delägare i Sigeman och Co advokatbyrå, 2007-03-15.

Intervju med Magnus Ramberg, advokat och delägare i Advokatfirman Lindahls Helsingborgskontor, 2007-03-05.

Intervju med Martin Jönsson, advokat vid Moll Wendén Advokatbyrå, 2007-03-09.

Telefonintervju med Stefan Kamlin, advokat och delägare i Advokatfirman Lindhs DLA Nordic, 2007-03-12.

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1957 s. 1

NJA 1992 s. 872

NJA 1996 s. 293

NJA 2000 s. 202

Hovrätten

Hovrätten för nedre Norrland DT 45, 1983-12-23