



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Simon Ottosson

## Inlösen av minoritetsaktier

– en studie av lösenbeloppet i kölvattnet efter Balken II

Examensarbete  
20 poäng

Handledare  
Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt

Termin 9

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Problemställning och syfte	7
1.4 Avgränsningar	8
1.5 Metod	8
1.6 Material	9
1.6.1 Traditionella rättskällor	9
1.6.2 Skiljedomspraxis	10
1.6.3 Doktrin	10
1.6.4 Intervjuer	11
1.7 Disposition	11
<b>2 ALLMÄNT OM TVÅNGSINLÖSEN</b>	<b>12</b>
2.1 Inledande anmärkningar	12
2.2 Förutsättningarna för tvångsinlösen	12
2.3 När aktualiseras tvångsinlösen?	12
2.4 Tvist och skiljeförfarande	13
2.5 Förhandstillträde	14
2.6 Ränta och utbetalning av lösenbeloppet	14
<b>3 LÖSENBELOPPET I GÄLLANDE RÄTT</b>	<b>15</b>
3.1 Inledande anmärkningar	15
3.2 Bakomliggande motiv	15
3.3 Huvudregeln	16
3.3.1 Noterade aktier	16
3.3.2 Onoterade aktier	19

3.4	Särregeln	20
3.5	Värderingstidpunkten	21
3.6	Avslutande anmärkningar	23
<b>4</b>	<b>VÄRDERING I NÅGRA ANDRA TVÅNGSSITUATIONER</b>	<b>24</b>
4.1	Inledande anmärkningar	24
4.2	Expropriation	24
4.2.1	Innebörd och bakomliggande motiv	24
4.2.2	Värderingen	24
4.3	(Tvångs-) sammanslagning genom fusion	25
4.3.1	Innebörd och bakomliggande motiv	25
4.3.2	Värderingen	26
4.4	Inlösen enligt 29 och 25 kap ABL	27
4.4.1	Innebörd och bakomliggande motiv	27
4.4.2	Värderingen	28
4.5	Avslutande anmärkningar	29
<b>5</b>	<b>LIKABEHANDLING AV AKTIEÄGARE</b>	<b>30</b>
5.1	Inledande anmärkningar	30
5.2	Likhetsprincipen i ABL	30
5.2.1	Innebörd	30
5.2.2	Tillämpningsområde och bakomliggande motiv	30
5.3	Likabehandlingsprincipen i NBK:OE	31
5.3.1	Innebörd	31
5.3.2	Tillämpningsområde och bakomliggande motiv	32
5.4	Avslutande anmärkningar	32
<b>6</b>	<b>RELEVANT EKONOMISK TEORI</b>	<b>33</b>
6.1	The Efficient Market Theory	33
6.1.1	Innebörden av en effektiv marknad	33
6.1.2	Förutsättningar för en effektiv marknad	33
<b>7</b>	<b>LÖSENBELOPPET FÖRE BALKEN II</b>	<b>35</b>
7.1	Inledande anmärkningar	35
7.2	Företagsvärdering	36
7.2.1	Substansvärdet	36
7.2.2	Likvidationsvärdet	36
7.2.3	Avkastningsvärdet	37

7.2.3.1	Analys av tidigare års resultat	37
7.2.3.2	Framtidsbedömning	37
7.2.3.3	Kalkylränta	37
7.2.4	Börskursen	38
7.2.5	Kommentar till de olika metoderna för företagsvärdering	38
<b>7.3</b>	<b>Lösenbeloppet 1944-1974</b>	<b>39</b>
7.3.1	1944 års ABL	39
7.3.2	Gimomålet	39
7.3.3	Skiljedomspraxis under 1944 års ABL	40
7.3.3.1	Flodhammars undersökning 1948-1977	40
7.3.3.2	Dahlgren och Mobergs undersökning 1967-1974	43
<b>7.4</b>	<b>Lösenbeloppet 1975-1995</b>	<b>45</b>
7.4.1	1975 års ABL	45
7.4.1.1	Huvudregeln	45
7.4.1.2	Särregeln	45
7.4.1.3	Värderingstidpunkten	46
7.4.2	Skiljedomspraxis under 1975 års ABL	47
7.4.2.1	Widhagens undersökning 1984-1989	47
7.4.2.2	Bergman och Hellners undersökning 1987-1990	48
<b>7.5</b>	<b>Balken II-målet</b>	<b>50</b>
7.5.1	Frågor i målet samt yrkanden m.m.	50
7.5.2	Högsta domstolens ställningstagande	51
7.5.3	Kommentar till domen	52
<b>7.6</b>	<b>Avslutande anmärkningar</b>	<b>53</b>
<b>8</b>	<b>EMPIRI</b>	<b>55</b>
<b>8.1</b>	<b>Inledande anmärkningar</b>	<b>55</b>
<b>8.2</b>	<b>Lösenbeloppet i skiljedomspraxis efter Balken II</b>	<b>55</b>
8.2.1	Undersökningens upplägg	55
8.2.1.1	Urval och bortfall	57
8.2.1.2	Undersökningsvariabler	57
8.2.2	Resultat	59
8.2.2.1	Förhållandet mellan offentligt erbjudande och börskurs 1993-2005	59
8.2.2.2	Lösenbeloppet perioden 1993-2005	60
<b>8.3</b>	<b>Åsikter i branschen</b>	<b>61</b>
<b>8.4</b>	<b>Avslutande anmärkningar</b>	<b>62</b>
<b>9</b>	<b>ANALYS</b>	<b>63</b>
<b>9.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>63</b>
<b>9.2</b>	<b>Den rättsdogmatiska dimensionen</b>	<b>64</b>
9.2.1	Regelverket i praktiken – en framåtblick	64
9.2.2	Jämförelse med andra tvångssituationer	66
9.2.2.1	Expropriation	66
9.2.2.2	(Tvångs-) sammanslagning genom fusion	67
9.2.2.3	Inlösen enligt 29 kap 4 § och 25 kap 22 § ABL	68

9.2.3	Likabehandling av aktieägare	70
9.2.3.1	Likställighetsprincipen i ABL	70
9.2.3.2	Likabehandlingsprincipen i NBK:OE	71
<b>9.3</b>	<b>Den rättsekonomiska dimensionen</b>	<b>73</b>
9.3.1	Frånvaron av total marknadseffektivitet	73
9.3.1.1	Börskursen i stället för teoretisk värdering	73
9.3.1.2	Förhållandet mellan huvudregeln och särregeln i 2005 års ABL	75
9.3.2	Förtroendet för aktiemarknaden	77
<b>9.4</b>	<b>Avslutning</b>	<b>78</b>
<b>10</b>	<b>SLUTSATS</b>	<b>80</b>
<b>BILAGA A.1</b>		<b>81</b>
<b>BILAGA A.2</b>		<b>84</b>
<b>BILAGA B.1</b>		<b>86</b>
<b>BILAGA B.2</b>		<b>90</b>
<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>		<b>94</b>
<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>		<b>99</b>

# Sammanfattning

Uppsatsens behandlar lösenbeloppet vid inlösen av minoritetsaktier enligt 22 kap 2 § ABL. Sedan 1944 års ABL har konsensus rått kring att det är aktiernas verkliga värde som skall ersättas. Hur detta verkliga värde skall beräknas har emellertid varit föremål livlig diskussion i såväl förarbeten som doktrin.

I 1944 års ABL angavs uttryckligen att de inlösta aktierna skulle värderas till sitt verkliga värde. Närmre anvisningar om hur denna värdering skulle gå till gavs dock inte vare sig i lagtexten eller i förarbetena. I 1975 års ABL medtogs inte skrivningen att de inlösta aktierna skulle värderas till det verkliga värdet. Anledning till detta var att innebörden av verkligt värde betraktades som alltför oklar och således meningslös. Emellertid infördes en värderingsregel för vissa särskilda fall; den s.k. särregeln. Enligt denna regel skulle under vissa närmre angivna förutsättningar värdet av det offentliga erbjudande som vanligen föregår tvångsinlösen utgöra lösenbeloppet.

I de skiljenämnder som enligt lag har att slita tvist i anledning av tvångsinlösen etablerades under senare halvan av förra seklet en praxis för bestämmande av lösenbelopp. Denna praxis tog sin utgångspunkt i att aktierna skulle värderas till sitt verkliga värde och tog sig uttryck i form av olika teoretiska värderingar. Den mest tillämpade metoden var värdering av aktierna mot bakgrund av företagets avkastningsvärde. Den fundamentala principen var härvid att värdet på företaget i sig bestämdes och sedan dividerades med antalet utgivna aktier. Tongivande för denna praxis var avgörandet i det s.k. Gimomålet (NJA 1957 s 1).

1996 bröt dock högsta domstolen med den praxis som etablerats i Gimomålet och de därefter följande tvångsinlösensförfarandena. I den s.k. Balken II-domen (NJA 1996 s 293) slog högsta domstolen fast att det inte var värdet på bolaget i sig som skulle värderas utan värdet på varje aktie i sig. För börsnoterade bolag skulle vidare värderingen utgå från de inlösta aktiernas börskurs. I ett *obiter* uttalande utvidgades också särregelns tillämpningsområde.

Diskussionen i förarbeten och doktrin har följaktligen utgått från det brott med tidigare etablerad värderingspraxis som principerna i Balken II innebar. Kort sagt har i värderingshänseende två olika angreppssätt ställts emot varandra. Det ena utgår från att företaget i sig skall värderas, vilket var praxis innan Balken II; det andra utgår från att den enskilda minoritetsaktien i sig skall värderas genom att dess värde bestäms i enlighet med börskursen. I 2005 års ABL har lagstiftaren stannat för sistnämnda angreppssätt i och med kodifieringen av principerna från Balken II.

I uppsatsen undersöks lösenbeloppets storleksmässiga utveckling i skiljedomspraxis efter Balken II fram t.o.m. år 2005.

Med utgångspunkt i resultaten från undersökning görs sedan ur ett rättsdogmatiskt perspektiv uttalanden om hur gällande rätt kommer att gestalta sig.

Mot bakgrund av resultaten från den ovan nämnda undersökningen samt uttalandena om hur gällande rätt kommer att gestalta sig görs därefter en jämförande analys mellan värderingsreglerna vid tvångsinlösen och motsvarande regler som tillämpas i andra tvångssituationer. En analys görs också av förhållandet mellan värderingsreglerna vid tvångsinlösen och reglerna för likabehandling av aktieägare som finns i ABL och i NBK:OE.

Ur ett rättsekonomiskt perspektiv analyseras slutligen vilka konsekvenser som följer av tillämpningen av gällande rätt på en icke fullt effektiv marknad.

Uppsatsens slutsatser är därvidlag följande.

- Skiljedomspraxis efter Balken II visar att lösenbeloppen i genomsnitt har sjunkit med drygt 20 % fram t.o.m. år 2005.
- Minskningen av lösenbeloppens storlek beror på den nästintill undantagslösa tillämpningen av värderingsprinciperna från Balken II – börskursen som värderingsobjekt samt den frekventa analoga tillämpningen av särregeln.
- Vid tillämpningen av dessa principer beskärs minoritetens reella möjlighet att motsätta sig majoritetens offentliga erbjudande mycket kraftigt.
- Mot bakgrund av skiljedomspraxis perioden 19993-2005 är det sannolikt att de i 2005 års ABL kodifierade värderingsprinciperna från Balken II kommer att upprätthållas i stort sett undantagslöst varvid de i lagen stadgade undantagen även fortsatt får en mycket restriktiv tillämpning.
- Principerna för bestämmande av lösenbeloppet vid inlösen av minoritetsaktier riskerar därvid att sänka förtroendet för börsen.

Mot bakgrund av den jämförande analysen avseende regler i andra tvångssituationer samt förhållandet till regler för likabehandling av aktieägare föreslås avslutningsvis att de i 2005 års ABL stadgade undantagen bör förtydligas. Först och främst med avseende på *när* dessa undantag skall kunna tillämpas och i andra hand *hur* värdering enligt dessa undantag skall ske.

# Förord

Idén till den här uppsatsen föddes långt innan själva skrivandet inleddes. I denna tidigare fas hade jag flera givande samtal med jurister<sup>1</sup> verksamma inom tvångsinlösen. Aktiespararna i Stockholm gav mig också frikostigt tillträde till deras skiljedomsarkiv. Att uppsatsen blev av beror till stor del på samtalen och intervjuerna med dessa jurister samt besöken hos Aktiespararna. Jag vill därför först och främst rikta ett stort tack till dessa jurister och Aktiespararna.

Under uppsatsarbetets slutfas har också min handledare, Torsten Sandström, bidragit med värdefulla synpunkter och råd. Ett stort tack för detta.

Jag vill också tacka min flickvän och familj för deras uppmuntran och stöd under uppsatsarbetet samt vänner och studiekamrater som på ett eller annat sätt förgyllt studietiden på Juridicum i Lund.

Lund i november 2006

*Simon Ottosson*

---

<sup>1</sup> Lars Milberg, Magnus Nedström, Göran Ramberg och Stefan Kamlin.



# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
2005 års ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
1975 års ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
1944 års ABL	Lagen den 14 september 1944 om aktiebolag
AMN	Aktiemarknadsnämnden
EHM	Efficient market hypothesis
ExprL	Expropriationslagen (1972:719)
NBK	Näringslivets börskommitté
NBK:OE	Näringslivets börskommittés rekommendation rörande offentliga erbjudanden per (2003-09-01)
Noteringsavtalet	Stockholmsbörsens noteringsavtal 2003-09-01
RF	Regeringsformen (1974:152)
SOU	Statens offentliga utredningar

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Den svenska aktiebolagslagstiftningen medger under vissa förutsättningar tvångsinlösen av minoritetsaktier. Detta motiveras bl.a. av lagstiftarens vilja att befördra effektiva ägarstrukturer och i förlängningen effektivitet i samhällsekonomin. Kring behovet av en möjlighet till tvångsinlösen av minoritetsaktier råder för svenskt vidkommande tämligen stor enighet. En mer omstridd fråga är emellertid hur lösenbeloppet skall beräknas, dvs. hur de inlösta aktierna skall värderas.

Grovt sett har det i doktrinen och förarbetena förts fram två olika principer för hur denna värdering kan tänkas ske. Skillnaden mellan dessa principer är att de utgår från olika s.k. *värderingsobjekt*. Enligt den ena principen skall *bolaget som en helhet* användas som värderingsobjekt. Detta innebär i stort sett att man fastställer ett värde på hela bolaget. Därefter värderas varje minoritetsaktie efter hur stor andel av bolagets totala värde som belöper på denna. Enligt den andra principen låter man istället *minoritetsaktien i sig* utgöra värderingsobjekt. I det här fallet ligger det närmast till hands att tala om minoritetsaktien i frågas marknadsmässiga försäljningsvärde; på börsen eller i övrigt. Det ligger i sakens natur att en värdering beräknad på hela bolagets värde ger ett högre lösenbelopp än motsvarande värdering beräknad på minoritetsaktiens marknadsmässiga försäljningsvärde.<sup>2</sup>

I och med ikraftträdandet av 1975 års ABL fanns en klart angiven värderingsregel, den s.k. *särregeln*. Den gällde dock för det särskilda fallet att en budgivare genom ett erbjudande riktat till en vidare krets hade förvärvat mer än 50 % av aktierna i bolaget och därigenom totalt sett blivit ägare till mer än 90 % av bolagets aktier. I ett sådant fall gällde som lösenbelopp budgivarens ursprungliga erbjudande omräknat per aktie. I de fall särregeln inte var tillämplig var rättsläget mer oklart. Vissa trender har dock kunnat skönjas. Från lagstiftarens håll har klargjorts att aktierna som huvudregel skall värderas till det *verkliga värdet*. Såväl 1944<sup>3</sup> som 1975<sup>4</sup> års ABL var emellertid tysta i frågan om vilket värderingsobjekt som skulle användas vid beräkandet av detta verkliga värde. Från den mycket fåtaliga rättspraxis som utbildats på området finns ett avgörande från 1957<sup>5</sup> som kan tolkas till förmån för principen om att bolaget som helhet skall användas som värderingsobjekt. Denna syn kommer även till uttryck i förarbetena<sup>6</sup> till 1975 års ABL samt i skiljedomspraxis till och med 1996. Det året avfärdade nämligen högsta domstolen genom den s.k. Balken II-domen<sup>7</sup> principen att

---

<sup>2</sup> Jfr. Hager (1998) s 182 f.

<sup>3</sup> Lagen (1944:705) om aktiebolag.

<sup>4</sup> ABL (1975:1385)

<sup>5</sup> NJA 1957 s 1.

<sup>6</sup> Prop 1975:103 s 533.

<sup>7</sup> NJA 1996 s 293.

det är bolaget i sig som skall användas som värderingsobjekt. SticK i stäv med tidigare förarbetsuttalanden, rättspraxis samt skiljedomspraxis använde sig högsta domstolen av de inlösta minoritetsaktierna i sig som värderingsobjekt. Man gjorde detta genom att fastställa lösenbeloppet i enlighet med den aktuella börskursen vid tiden för påkallandet av tvångsinlösenförfarandet.

Det som inom doktrinen uppfattades som kontroversiellt i Balken II-domen var inte det faktum att högsta domstolen använt sig av börskursen. Det kontroversiella ansågs bestå i att domstolen dessutom gjort uttryckliga uttalanden med innebörden att andra värderingsobjekt än minoritetsaktien i sig som huvudregel skulle undvikas då fråga var om inlösen av aktier i bolag som var börsnoterade eller hade motsvarande marknadsnotering. Då en värdering av minoritetsaktien i sig regelmässigt ger ett lägre lösenbelopp än motsvarande värdering av bolaget som en helhet, ansågs det från minoritetshåll att majoriteten gynnades på ett otillbörligt sätt med det synsätt som grundlagts i högsta domstolens avgörande.

Frågan om riktigheten i högsta domstolens avgörande i Balken II-målet blev en av de stora stöttestenarna i det betänkande avseende ny aktiebolagslag som presenterades i SOU 1997:22. Medan man i skiljedomspraxis verkade anamma principerna från Balken II-domen fortskred lagstiftningsarbetet och den första januari 2006 trädde aktiebolagslagen (2005:551) i kraft. I den nya lagen har bl.a. reglerna om inlösen av minoritetsaktier givits ett eget kapitel. Den stora nyheten är dock att principerna från Balken II-domen mer eller mindre till fullo har kodifierats. Minoritetsaktien i sig, inte bolaget som en helhet, skall således användas som värderingsobjekt varvid det verkliga värdet som huvudregel skall beräknas med utgångspunkt i ett marknadsmässigt försäljningsvärde. I fråga om börsnoterade bolag blir således börskursen av avgörande betydelse för lösenbeloppets storlek. Ytterligare en förändring är att särregelns tillämpningsområde utökats.

## 1.2 Problemdiskussion

Mot bakgrund av gällande rätt avseende värdering av minoritetsaktier skall detta avsnitt ägnas åt en problematisering av tvångsinlöseninstitutet.

Det första som måste beaktas är just tvångsinlösen. Man skulle närmast kunna likna tvångsinlöseninstitutet vid en typ av privaträttslig expropriation. Med detta sagt är det ofrånkomligen så att det finns skyddsvärda intressen inblandade. I detta avseende torde minoriteten pga. sin utsatta ställning – det är vanligtvis lättare för majoritetsägaren att överblicka situationen – vara i störst behov av skydd för att inte deras intressen i alltför stor utsträckning skall kränkas. Det främsta minoritetsintresset är naturligtvis att minoriteten hålls skadefri trots det tvångsvisa fränhändandet aktierna. Är då skyddet för minoritetsägarna tillräckligt enligt gällande rätt? Mot bakgrund av det som sagts om de

värderingsprinciper som fastlagts i Balken II-domen är inte ett jakande svar på denna fråga en självklarhet.

En annan sak är att majoriteten medvetet kan använda sin dominerande ställning för att åstadkomma förhållanden under vilka minoritetsaktierna åsätts ett lägre värde än vad de i normalfallet skulle ha. Ur ett rättsdogmatiskt perspektiv är det härvidlag av intresse hur reglerna om värdering av minoritetsaktier harmonierar med värderingsregler och andra principer inom närbesläktade rättsområden. Är t.ex. de verktyg som gällande rätt ställer till minoritetens förfogande för att hantera dylika situationer ändamålsenliga och tillräckligt effektiva? Ur ett rättekoniskt perspektiv uppstår härvidlag frågan om graden av marknadseffektivitet och betydelsen i detta sammanhang av ineffektiva marknader.

Slutligen kan konstateras att allmänheten är en vanligt förekommande ägargrupp vad gäller minoritetsposter. I affärspressen och på andra håll har i samband med inlösen av minoritetsaktier förekommit uttalanden som ”misshandel av börskurs” samt pekats på olika situationer där majoriteten i eget intresse vidtagit åtgärder som påverkat målbolagets värde negativt.<sup>8</sup> Mot bakgrund av det nu sagda måste även allmänhetens förtroende för aktiemarknaden i samband med inlösen av minoritetsaktier beaktas.

### 1.3 Problemställning och syfte

Med det rådande regelverket för värdering av minoritetsaktier som utgångspunkt kan den ovan förda problemdiskussionen indelas i två olika dimensioner; en *rättsdogmatisk dimension* och en *rättekonisk dimension*. En stor del av problematiken i anslutning till dessa båda dimensioner har redan behandlats inom doktrinen. Nämda doktrin är dock inte purfärsk. Mig veterligen finns heller ingen publicerad undersökning av lösenbeloppet i ljuset av skiljedomspraxis efter Balken II-domen<sup>9</sup>; det rättsfall vars principer för värdering av minoritetsaktier numera är kodifierade i 2005 års ABL.<sup>10</sup>

För att rymma ämnet inom ramen för juris kandidatutbildningens examensarbete måste emellertid en undersökning av de ovan nämnda dimensionerna strömlinjeformas med hjälp av ett bestämt och avgränsat syfte.

---

<sup>8</sup> Se t ex Thomasson och Milberg (2003).

<sup>9</sup> Se dock Börjefors och Utbults opublicerade magisteruppsats i finansiell ekonomi vid HHS – *Tvångsinlösen av aktier ur ett investeringsperspektiv*. I uppsatsen studeras skiljedomar från 1993-1999. Denna uppsats är av finansiell karaktär och undersöker huruvida det är lönsamt att invänta tvångsinlösen istället för att acceptera det offentliga budet.

<sup>10</sup> Se dock *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en undersökning av förutsättningarna för inlösen samt lösenbeloppets bestämmande de lege lata och de lege ferenda*, examensarbete vid juridiska fakulteten i Lund

Det bestämda och avgränsande syftet med uppsatsen är därför

1. att klarlägga skiljedomspraxis perioden 1993-2005 med avseende på lösenbeloppets storleksmässiga utveckling;
2. att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, klargöra på vilket sätt regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL kommer att gestalta sig i praktiken;
3. att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, undersöka huruvida regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL är förenligt med principer inom andra närbesläktade rättsområden; samt
4. att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, försöka fastställa vilka rättsekonomiska effekter regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL ger upphov till ur ett perspektiv baserat på frånvaron av total marknadseffektivitet.

## 1.4 Avgränsningar

Det finns många komplexa aspekter avseende inlösen av minoritetsaktier. För att kunna prestera en meningsfull uppsats är därför vissa avgränsningar påkallade.

Uppsatsen primära föremål är inlösen av minoritetsaktier. En viktig avgränsning är därför att andra former av inlösen av aktier i förekommande fall bara behandlas i jämförande syfte. En annan viktig avgränsning är att det är problematiken i samband med *värderingen av minoritetsaktier* som behandlas, inte tvångsinlösensinstitutet i stort. Mer ingående analyser av förfarandet m.m. faller därför utanför ramen för denna uppsats. Av samma anledning kommer inte heller någon fundamental analys av tvångsinlösensinstitutets legitimitet att göras.

Ytterligare avgränsningar redogörs i förekommande fall för löpande i den fortsatta framställningen.

## 1.5 Metod

Den primärt använda metoden är av rättsdogmatisk karaktär; uppsatsen bygger i stora delar på lagstiftning, förarbeten, praxis samt juridik doktrin. Att författa en juridisk uppsats utan rättsdogmatiska inslag låter sig svårligen göras. Att å andra sidan uteslutande begagna sig av ett rättsdogmatiskt angreppssätt skulle dock med det ovan angivna syftet leda till alltför statiska slutsatser. Ytterligare en dimension är nödvändig för att tillföra uppsatsen den dynamik som krävs för att erhålla meningsfulla

slutsatser. Av denna anledning används även rättsekonomisk metod som ett komplement till den rättsdogmatiska metoden. Utgångspunkten för den rättsekonomiska skolan är maximering av effektivitet.<sup>11</sup> Ett rättsekonomiskt angreppssätt är således berättigat då motiven till reglerna för inlösen av minoritetsaktier torde grunda sig på lagstiftarens vilja att tillhandhålla ett förfarande som medger en effektiv och lönsam omstrukturering av företag.

Kombinationen av rättsdogmatisk och rättsekonomisk metod lämpar sig synnerligen väl då fråga är om att bedöma ett rättsligt institut som verkar i en företagsekonomisk kontext. Det torde inte heller finns några teoretiska invändningar mot att använda sig av en dylik metodkombination.<sup>12</sup>

Uppsatsen är vidare indelad i en deskriptiv och en analytisk del. Den rättsdogmatiska metoden dominerar den deskriptiva delen, medan den analytiska delen bygger på lika delar rättsekonomisk och rättsdogmatisk metod.

## 1.6 Material

Källmaterialet kan indelas i fem olika kategorier:

1. Traditionella rättskällor;
2. skiljedomspraxis;
3. juridisk doktrin;
4. ekonomisk doktrin; samt
5. intervjuer.

### 1.6.1 Traditionella rättskällor

Bland de traditionella rättskällorna återfinns främst gällande aktiebolagslagstiftning i ABL (2005:551). Även sådan aktiebolagslagstiftning som numera är upphävd har viss relevans; tyngdpunkten ligger dock på gällande rätt. Vidare har förarbetena till all för uppsatsen relevant lagstiftning använts i stor utsträckning. Av störst betydelse har i detta sammanhang varit aktiebolagskommitténs betänkande i SOU 1997:22 samt regeringens proposition Ny aktiebolagslag 2004/05:85. Båda dessa tryck är förarbeten till gällande rätt. Vad gäller rättspraxis är detta mycket sparsmakat på området. Detta torde bero på att tvist vid tvångsinlösen avgörs av skiljenämnd som första instans. De få prejudicerande avgöranden som finns har dock fått stor genomslagskraft och är därför viktiga för framställningen.

---

<sup>11</sup> Cooter & Ulen (2000) s 44.

<sup>12</sup> Jfr. Bergström & Samuelsson (2001) s 13 ff.

## 1.6.2 Skiljedomspraxis

Med skiljedomspraxis förhåller det sig i jämförelse med rättspraxis på motsatt sätt. Det finns här ett mycket stort antal avgöranden där lösenbeloppets storlek varit föremål för tvist. Med tanke tidigare lagstiftnings vaga formuleringar samt avsaknaden av en fyllig rättspraxis, har skiljedomspraxis fyllt en mycket viktig funktion vid fastställandet av vad som varit att betrakta som gällande rätt avseende värderingen av minoritetsaktier. Det finns publicerade undersökningar avseende skiljedomspraxis från tiden 1948 fram till 1990. *Dahlgren och Mobergs undersökning*<sup>13</sup> täcker perioden 1967-1974, *Flodhammars undersökning*<sup>14</sup> perioden 1948-1976, *Widhagens*<sup>15</sup> undersökning perioden 1984-1989 samt *Bergman och Hellners undersökning*<sup>16</sup> perioden 1987-1990. Några senare undersökningar avseende skiljedomspraxis efter Balken II finns såvitt jag vet inte publicerade.<sup>17</sup> Via Aktiespararna<sup>18</sup> har jag dock själv fått tillgång skiljedomspraxis avseende avslutade tvångsinlösenförfaranden under perioden 1993-2006.<sup>19</sup> Detta material används i uppsatsen för att bedöma konsekvenserna av Balken II-domen, då med avseende på lösenbeloppets storleksmässiga utveckling efter nämnda avgörande. En sådan bedömning är av stort intresse då gällande rätt i stora drag kodifierat värderingsprinciperna från Balken II-domen.

## 1.6.3 Doktrin

Något skall också sägas om den doktrin som använts i uppsatsen. Analysen av den rättsliga dimensionen bygger främst på litteratur skriven av praktiker samt i viss mån även de ovan angivna undersökningarna av skiljedomspraxis; särskilt de slutsatser som kunnat dras av skiljedomspraxis perioden 1993-2005. Ett ofta återkommande namn är Lennart Svensson på SET Revisionsbyrå som givit ut en rad skrifter avseende lösenbeloppets fastställande. Vidare finns det i olika tidsskrifter ett flertal artiklar i ämnet. Genomgående för litteraturen i detta avseende är att den inte är purfärsk; en stor del är från 90-talets slut och bakåt. Detta torde dock inte påverka inte litteraturens värde ur ett källkritiskt perspektiv. Den ekonomisk-teoretiska dimensionen i uppsatsen bygger på relevant rättsekonomisk och annan

---

<sup>13</sup> Se nedan under 5.

<sup>14</sup> Se nedan under 5.

<sup>15</sup> Se nedan under 5.

<sup>16</sup> Se nedan under 5.

<sup>17</sup> Se dock Börjefors och Utbults opublicerade magisteruppsats i finansiell ekonomi vid HHS från år 2000 – *Tvångsinlösen av aktier ur ett investeringsperspektiv*. (se not 7 ovan). Se även Jennergren (1996/1997); denna undersökning är från 1997 men avser äldre skiljedomspraxis.

<sup>18</sup> Aktiespararna är en oberoende intresseförening vars syfte är att på bästa sätt tillvarata privatpersoners ägarintressen i börsbolag.

<sup>19</sup> Materialet presenteras i kapitel 8. I nämnda kapitel redogörs bl.a. för urval och bortfall samt använda undersökningsvariabler m.m. Förteckning över skiljedomar finns i bilagorna A.1-A.2 Detaljerade redogörelser för hur källmaterial har behandlats återfinns i bilagorna B.1-B.2.

ekonomisk litteratur, men också till stor del på de slutsatser som kunnat dras av skiljedomspraxis perioden 1993-2005.

## 1.6.4 Intervjuer

Slutligen skall något sägas om de intervjuer som gjorts och använts i uppsatsen. Syftet med intervjuerna var att få in synpunkter på kontroverserna i samband med värderingen av minoritetsaktier från personer som arbetar med tvångsinlösen. De intervjuade är samtliga framstående yrkesverksamma jurister med mångårig erfarenhet från praktiskt arbete med tvångsinlösen.<sup>20</sup> Samtliga intervjuade har vid ett flertal tillfällen representerat minoriteten som goda män och tre av dem har även tjänstgjort som skiljemän i skiljenämnd. Intervjuerna genomfördes över telefon varvid en serie i förväg beslutade frågor ställdes till samtliga intervjuobjekt, sk. strukturerad intervjumetod.

## 1.7 Disposition

I uppsatsens andra kapitel ges en allmän presentation av tvångsinlösen med avseende på förfarandet m.m. De tre följande kapitlen får betraktas som uppsatsens teoriavsnitt. I det tredje kapitlet ges följaktligen en presentation av gällande rätt med avseende på värderingen av minoritetsaktier. Fjärde kapitlet ägnas åt att beskriva värderingen i några andra typer av tvångsinlösen, medan femte kapitlet behandlar relevanta ekonomiska teorier samt olika teoretiska metoder för att värdera företag.

I kapitel sex kartläggs gällande rätt för värdering av minoritetsaktier ur ett historiskt perspektiv. Lagstiftning, förarbeten, rättspraxis samt skiljedomspraxis granskas därvidlag. Sist i kapitlet återfinns en redogörelse för Balken II-domen vilken har beskrivits som en vattendelare med avseende på värdringsprinciper vid inlösen av minoritetsaktier.

Kapitel sju innehåller en undersökning av skiljedomspraxis under perioden 1993-2005 samt intervjuer med branschfolk. Kapitlet utgör därvidlag uppsatsens empiriska del.

I kapitel 8 analyseras regelverket för värdering av minoritetsaktier ur rättsdogmatiskt och rättsekonomiskt perspektiv. Analysen görs i ljuset av resultaten från uppsatsens empiriska del. I uppsatsens nionde och sista kapitel sammanställs och presenteras uppsatsens slutsatser.

Syftet med den deskriptiva delen av uppsatsen är att kontextualisera den analytiska delen. Med andra ord kan man säga att den deskriptiva delen förser den analytiska delen med vissa givna förutsättningar. Analysen görs sedan i ljuset av dessa förutsättningar.

---

<sup>20</sup> Intervjuobjekten finns upptagna i källförteckningen.



## 2 Allmänt om tvångsinlösen

### 2.1 Inledande anmärkningar

Tvångsinlösen är ett slags påtvingat köp där majoriteten vid ett aktieinnehav som överskrider 90 % har rätt att köpa minoritetens aktier. Emellertid har även minoriteten under samma förutsättningar rätt att få sina aktier inlösta.

I detta avsnitt redogörs kortfattat för tvångsinlösensinstitutet i allmänhet. Redogörelsen i detta kapitel syftar främst till att, med utgångspunkt i 2005 års ABL klargöra förutsättningarna för tvångsinlösen av minoritetsaktier samt förfarandet i sig. För lösenbeloppet – dvs. föremålet för denna uppsats – redogörs i nästkommande kapitel. I den mån det kan antas vara relevant ges även kursiva kommentarer beträffande likheter och ändringar jämfört med 1975 års ABL.

### 2.2 Förutsättningarna för tvångsinlösen

I nya ABL krävs att som nämnt ovan att majoritetsägaren innehar mer än nio tiondelar av aktierna i bolaget. Enligt tidigare lagstiftning<sup>21</sup> krävdes även att dessa aktier representerade minst nio tiondelar av det totala röstantalet i bolaget. Dessutom fanns det ett krav på att majoritetsägaren skulle vara ett moderbolag i aktiebolagsrättslig mening. Detta innebar att en fysisk person med mer än nio tiondelars majoritet inte hade möjlighet eller skyldighet att påkalla tvångsinlösen.<sup>22</sup> Kravet på att även röstantalet skulle överstiga nittio procent uppkom i samband med införandet av 1975 års aktiebolagslag, detta för att en aktie inte alltid motsvarar en röst. Emellertid ansåg lagstiftaren att detta krav var onödigt då det hittills, såvitt känt, aldrig inneburit några komplikationer. Således togs kravet bort i nya ABL. Dessutom har de flesta övriga länder med liknande regler för tvångsinlösen som Sverige uppfattningen att det är antalet aktier, inte röster, som ska ligga till grund för lösningsrätten.<sup>23</sup>

### 2.3 När aktualiseras tvångsinlösen?

Tvångsinlösen är inget som sker per automatik bara för att förutsättningarna är uppfyllda, det finns alltså ingen skyldighet för majoritetsägare eller minoritetsägare att vidta några åtgärder omedelbart. Inte förrän antingen majoritetsägaren eller någon av minoritetsägarna påkallar tvångsinlösen blir det aktuellt att inleda själva förfarandet.

---

<sup>21</sup> 14 kap 31 § ABL (1975:1385)

<sup>22</sup> Prop. 2004/05:85 s.439

<sup>23</sup> Prop. 2004/05:85 s.441

När en enskild eller ett fåtal minoritetsägare påkallar tvångsinlösen brukar majoritetsägaren generellt välja att lösa in samtliga aktier, detta för att slippa ett ytterliggare tvångsinlösenförfarande.<sup>24</sup> Med tanke på att själva förfarandet kan pågå flera år hade det blivit extremt tidsödande att behöva genomföra fler än ett. Dessutom är det majoritetsägaren som står kostnaden för skiljeförfarandet, oavsett vem som påkallat tvångsinlösen.<sup>25</sup> I detta avseende finns inga nämnvärda skillnader mellan nya och gamla ABL.

## 2.4 Tvist och skiljeförfarande

En tvist uppstår i lagens mening i de fall då majoritetsägaren inte lyckas få tag på samtliga minoritetsägare för att avge ett bud, alternativt då samtliga förvisso är nåbara men där alla inte accepterar det bud som getts. Tvistebegreppet har ej ändrats med nya ABL.<sup>26</sup>

Om en tvist uppstår avseende tvångsinlösen ska denna prövas i skiljenämnd, bestående av tre skiljemän. I 7 § lagen (1999:116) om skiljeförfarande anges att "...var och en som råder över sig själv och sin egendom kan vara skiljeman."

Vardera parten, majoritetsägaren och minoritetsägarna, utser var sin skiljeman varefter dessa båda skiljemän i sin tur utser den tredje skiljemannen. Denne tredje skiljeman är alltid ordförande i skiljenämnden.<sup>27</sup> Noteras bör dock att samtliga minoritetsägare måste vara överens om bestämmandet av skiljeman, annars får dotterbolagets styrelse ansöka hos Stockholms tingsrätt om en god man. Den gode mannen företräder sedan minoriteten och har till uppgift att förutom utse minoritetens skiljeman, även tillvarata frånvarande minoritetägars intressen under själva skiljeförfarandet.

De frågor som tvisten enligt ABL kan komma att behandla är dels huruvida rätt eller skyldighet till inlösen föreligger, dvs grunden för tvångsinlösen, och dels storleken på lösenbeloppet. Tvisten som prövas i skiljenämnden kan således avse endera av dessa frågor eller båda två samtidigt. Båda parter skall av skiljenämnden ges möjlighet att framföra sin talan skriftligt eller muntligt samt ges tillfälle att ta del av det material som nyttjas i tvisten.<sup>28</sup>

Efter att skiljedomen fallit har respektive part möjlighet att inom 60 dagar väcka talan vid domstol. Enligt ABL från 1975 skulle talan väckas vid den tingsrätt där målbolagets styrelse hade sitt säte. I nuvarande ABL ska istället talan väckas vid Stockholms tingsrätt. Detta är den tydligaste skillnaden mellan nya och gamla ABL med avseende på själva skiljeförfarandet.

---

<sup>24</sup> Flodhammar (1989) s 18.

<sup>25</sup> 22 kap 23 § ABL (2005:551); jfr 14 kap 31 § ABL (1975:1385).

<sup>26</sup> 22 kap 1-4 §§ ABL (2005:551).

<sup>27</sup> 13, 20 §§ lagen (1999:116) om skiljeförfarande.

<sup>28</sup> 24 § lagen (1999:116) om skiljeförfarande.

## 2.5 Förhandstillträde

Under vissa omständigheter kan minoritetsägarna vara tvungna att överlämna sina aktiebrev till majoritetsägaren även om tvisten inte är avslutad. Om sådan skyldighet föreligger ska minoritetsägarna lämna ifrån sig sina aktiebrev med påskrift om överlåtelse, alternativt om bolaget är ett avstämningsbolag låta majoritetsägaren registreras som ägare till aktierna enligt bestämmelserna i lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument.<sup>29</sup> Nya såväl som gamla ABL har samma typ av regler gällande förhandstillträde, även om själva begreppet först kom i den senare.

## 2.6 Ränta och utbetalning av lösenbeloppet

Minoriteten har rätt till ränta för den tid deras aktier är bundna medan tvisten pågår. Dock har endast de aktieägare som överlåtit sina aktier till majoritetsägaren enligt reglerna om förhandstillträde rätt till sådan ränta. Röntan ska kompensera minoriteten för den tid då de inte fritt kan disponera sina aktier. Om de hade kunnat sälja aktierna under tvistens gång hade de kunnat placera likviden på exempelvis ett räntebärande konto, och på så sätt erhålla en säker avkastning. Röntan ska enligt ABL vara skälig och bestäms enligt räntelagen (1975:385) till referensröntan plus två procentenheter.

Utbetalning av lösenbeloppet sker inte förrän skiljedomen fallit och vunnit laga kraft, det vill säga 60 dagar efter att den delgivits parterna.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> 22 kap 12-14 §§ ABL (2005:551); resp 14 kap 33-35 § ABL (1975:1385).

<sup>30</sup> 22 kap 24 § ABL (2005:551); resp 14 kap 31 § 2st ABL (1975:1385).

## 3 Lösenbeloppet i gällande rätt

Uppsatsens andra delsyfte är att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, klargöra på vilket sätt regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL kommer att gestalta sig i praktiken.<sup>31</sup> Redogörelsen i detta kapitel syftar därför till att klargöra *gällande rätt* avseende lösenbeloppets bestämmande enligt 2005 års ABL och är tänkt som underlag till analysen i kapitel 9.

Vid sidan av 22 kap ABL (2005:551) grundar sig detta kapitel främst på aktiebolagskommitténs delbetänkande i SOU 1997:22 samt regeringens proposition 2004/05:85 Ny aktiebolagslag.

### 3.1 Inledande anmärkningar

Termen lösenbelopp avser den ersättning minoriteten får för sina aktier. Hur denna ersättning beräknas är en av de största skillnaderna mellan nya och gamla ABL. I 1975 års ABL fanns inga *generella anvisningar* i lagen om hur storleken på lösenbeloppet skulle beräknas; detta lämnades istället till praxis att avgöra.<sup>32</sup> För det *särskilda fallet* att moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget på grund av inbjudan till en vidare krets att till moderbolaget överlåta sådana aktier mot visst vederlag, skulle dock lösenbeloppet motsvara detta vederlag om ej särskilda skäl föranledde annat.<sup>33</sup> Sistnämnda regel som i doktrinen getts namnet särregeln återfinns även i nya ABL, dock i något modifierad form. Den stora nyheten i 2005 års ABL är emellertid att det ges generella anvisningar om hur storleken på lösenbeloppet skall beräknas. Vid sidan av den sedan tidigare inarbetade *särregeln* är denna nya reglering att betrakta som en i lag angiven *huvudregel* för beräkning av lösenbeloppet. Som modell för denna nya huvudregel har lagstiftaren använt sig av ett avgörande från högsta domstolen, det så kallade Balken II-målet. I den kommande texten görs frekvent hänvisningar till detta rättsfall. En utförligare redogörelse för detta rättsfall återfinns nedan under 5.2.6.

### 3.2 Bakomliggande motiv

Sedan länge har det i svensk aktiebolagsrätt funnits regler om moderbolags rätt att lösa in aktier i dotterbolag. På samma sätt har minoriteten givits rätt att av majoriteten få sina aktier inlösta. Denna ömsesidiga rätt härrör från lagstiftarens önskan om att underlätta fusioner mellan moderbolag och

---

<sup>31</sup> Se ovan under 1.3.

<sup>32</sup> I kapitel 7 finns en genomgång av historisk rätts- och skiljedomspraxis.

<sup>33</sup> Se 14 kap 31 § 3 st ABL (1975:1385); en utförligare genomgång av särregeln enligt 1975 års ABL ges i avsnitt 4.2.4.2.

dotterbolag samt verka för rationella omstruktureringar av företag i allmänhet. Ur minoritetsperspektiv finns rätten också för att skydda minoriteten.<sup>34</sup> Som exempel på skyddsvärdigheten kan nämnas att majoritetsägaren annars hade haft möjlighet att svälta ut en minoritet genom att strunta i aktieutdelning tills minoriteten självmant sålt av sina aktier till underpris. Innehar minoriteten mer än 10 procent av aktierna existerar inte detta problem eftersom minoriteten i sådana fall kan kräva att hälften av årets vinst, efter avdrag, utbetalas i form av utdelning.<sup>35</sup>

De bakomliggande motiven till inlösen av minoritetsaktier har således två sidor. Å ena sidan skall reglerna underlätta samhällsekonomiskt nyttiga rationaliseringar i ägandestrukturerna; å andra sidan är reglerna en utökning av aktiebolagslagens minoritetsskydd.

### 3.3 Huvudregeln

I 22 kap 2 § 2 st ABL (2005:551) om inlösen av minoritetsaktier stadgas huvudregeln för lösenbeloppets beräkning.

Lösenbeloppet för en aktie skall bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. För en aktie som är föremål för handel vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl motiverar något annat.

Bestämmelsen kräver närmre förklaring. Nedan indelas den kommande redogörelsen i noterade och onoterade aktier.

#### 3.3.1 Noterade aktier

Som huvudregel gäller alltså att lösenbeloppet vid tvångsinlösen av minoritetsaktier skall motsvara ”det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden”. Vid försäljning av aktier som har ett noterat värde på börs skall således lösenbeloppet motsvara detta noterade värde. I propositionen anförs följande.

Vi anser följaktligen att reglerna, i enlighet med vad som gäller inom expropriationsrätten..., börs syfta till att säkerställa att minoritetsägarens förmögenhetsställning efter inlösenförfarandet är densamma som om inlösen inte hade ägt rum.

Uttalandet går inte att tolka på annat sätt än att minoritetsägaren skall hållas skadelös.<sup>36</sup> Vidare anförs följande i propositionen.

---

<sup>34</sup> Prop. 2004/05:85 s 437 f.

<sup>35</sup> 18 kap 11 § ABL (2005:551).

<sup>36</sup> Jfr. härvidlag med vad som gäller inom expropriationslagstiftningen; se Bouvin och Stark (1989) s 174 f, Hager (1998) s 373 ff samt Victorin (1996) s 490 f.

Kommittén har ansett att en bestämmelse om att lösenbeloppet normalt skall bestämmas efter aktiernas marknadsvärde är bäst ägnad att tillgodose det nyss nämnda syftet. Såsom tidigare har framgått är detta också den slutsats som Högsta domstolen har kommit till i Balkenmålet. Enligt vår uppfattning talar goda skäl för en sådan ordning. Särskilt när det gäller aktier som är föremål för omfattande och regelbunden börshandel framstår det som lämpligt att tillmäta aktiernas marknadsvärde avgörande betydelse när lösenbeloppet bestäms. Visserligen kan det, såsom flera remissinstanser påtalat, förekomma fall då en värdering enligt börskursen kan leda till ett otillfredsställande resultat. Enligt vår uppfattning finns det emellertid inte fog för att hävda att denna kurs generellt skulle vara en olämplig värdemätare. *Det måste i stället antas att den kurs som betalas för aktierna på en fungerande aktiemarknad under normala förhållanden representerar aktiernas verkliga värde i innehavarens hand* (min kurs.). Det är ju det värdet som aktieägaren skulle ha haft möjlighet att vid en viss given värderingstidpunkt tillgodogöra sig om frågan om inlösen inte hade aktualiserats. Det förhållandet att det, såsom bl.a. Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet och Svenska Revisorsamfundet SRS har påtalat, kan finnas övervärden i bolaget som inte återspeglas i börskursen är i det sammanhanget av mindre betydelse. Ett sådant övervärde kan, såsom Högsta domstolen har uttalat i Balkendomen, komma aktieägarna till godo endast i samband med bolagets upplösning och är följaktligen som regel inte åtkomligt för en minoritetsaktieägare. Till det sagda kommer att en regel om att lösenbeloppet skall fastställas efter aktiernas marknadsvärde är betydligt enklare att tillämpa och leder till en bättre förutsebarhet än en regel som bygger på en mer teoretiskt orienterad värderingsmodell.<sup>37</sup>

Innebörden av det ovan stadgade är således att börskursen då fråga är om noterade bolag skall anses ge uttryck för aktierna i frågas verkliga värde, dock med tillägget *i innehavarens hand*. Uttrycket verkligt värde i innehavarens hand är hämtat från Balken II-domen.<sup>38</sup> Vad såväl högsta domstolen i Balken II-målet som regeringen i propositionen avser med verkligt värde i innehavarens hand är det värde en minoritetsägare rent lagtekniskt kan tillgodogöra sig genom försäljning av aktierna i fråga. Grunden för detta resonemang är att eventuella övervärden – dvs. värden som inte återspeglas i marknadsvärdet (läs börskursen) – normalt sett är oåtkomliga för minoritetsägaren. Detta då minoritetsägaren normalt sett inte kan tillgodogöra sig dessa värden med mindre bolaget upplöses eller, i bästa fall, köparen förmås betala det belopp minoritetsägaren vill ha. För att påkalla bolagets upplösning krävs 50 % av rösterna vid bolagsstämman, dvs. absolut majoritet.<sup>39</sup> Av det sagda framgår således att detta alternativ aldrig kan vara tillgängligt för en minoritet.

Helt kategoriskt skall dock börskursen inte kunna användas som värderingsobjekt. Såväl kommittén som regeringen anser att det i vissa situationer kan finnas skäl att frånga börskursen.<sup>40</sup> Kommittén ger i sitt betänkande en icke uttömmande uppräknning av sådana situationer; t.ex. att kursen har manipulerats genom olika brottsliga förfaranden eller att det inlösande bolaget, utan förfarandet är att betrakta som brottsligt, spridit

<sup>37</sup> Prop 2004/05:85 s 449 f.

<sup>38</sup> NJA 1996 s 293 vid s 4.

<sup>39</sup> 25 kap 2 § 1 st ABL (2005:551)

<sup>40</sup> Jfr. prop 2004/05:85 s 450 samt SOU 1997:22 s 281.

vilseledande information eller underlåtit att tillhandhålla viss relevant information.<sup>41</sup> Tankarna är hämtade från Balken II-målet<sup>42</sup> där högsta domstolen slog fast att börskursens värde som måttstock måste prövas om lösenbeloppet skall grundas på börskurs eller liknande notering. Regeringen delar kommitténs åsikter i princip. Emellertid vill man inte helt binda sig till kommitténs uttalanden varvid följande anför.

Flera remissinstanser har ansett att utrymmet för att frångå börskursen bör vara större än vad som följer av kommitténs uttalanden. Vi delar denna uppfattning. Börskursen kan enligt vår uppfattning vara en olämplig måttstock även i andra situationer än de som kommittén har haft för ögonen. Det kan förekomma att börskursen har sjunkit till följd av majoritetsaktieägarens agerande utan att det har förekommit något otillbörligt agerande eller något vilseledande. Så kan vara fallet t.ex. när börskursen är en direkt följd av det belopp som majoritetsaktieägaren har erbjudit för aktierna vid ett offentligt uppköpserbjudande som har föregått inlösenförfarandet. Om ett sådant erbjudande inte har accepterats av tillräckligt många aktieägare för att särregeln skall vara tillämplig(...), kan det inge betänkligheter att lägga börskursen till grund för lösenbeloppets bestämmande. En sådan ordning skulle i praktiken kunna leda till att särregeln ges ett vidare tillämpningsområde än vad som är önskvärt och att en anbudsgivare vid ett offentligt uppköpserbjudande väljer att lägga sitt bud på en lägre nivå än vad han eller hon annars skulle ha gjort. En alltför kategorisk koppling till börskursen kan i vissa fall också leda till ett slags cirkeleffekt där börskursen speglar marknads förväntningar om vilket lösenbelopp som skiljenämnden eller domstolen - på grundval av aktiens börskurs - kommer att fastställa.<sup>43</sup>

Det ovan anförda kan tyckas öppna för en liberal tolkning av undantaget till huvudregeln. En sådan tolkning kommer dock aningen på skam när regeringen i nästa vändning konstaterar att ”särskilda skäl”<sup>44</sup> måste föreligga för att huvudregeln skall kunna frångås. Detta för att huvudregeln inte helt skall förlora sin innebörd. Några precisa besked – annat än det skall handla om en situation som skiljer sig från normalfallet – ges dock inte avseende frågan om i vilka situationer som börskursen inte bör anses vara en lämplig måttstock. Regeringen överlämnar istället uttryckligen denna bedömning åt skiljenämnderna och de dömande instanserna.<sup>45</sup> Regeringen ger också uttryck för uppfattningen att det i fall då börskursen uppfattas som olämplig istället kan vara så att den valda värderingstidpunkten är olämplig.<sup>46</sup> Jag återkommer till detta nedan i samband redogörelsen för värderingstidpunkten.

Av propositionen torde vidare framgå att det måste finnas en välgrundad kursbildning för att det noterade värdet skall kunna läggas till grund för värderingen.<sup>47</sup> I propositionen uttrycks detta som att det, särskilt när det

---

<sup>41</sup> Se SOU 1997:22 s 281.

<sup>42</sup> NJA 1996 s 293; en utförligare redogörelse för målet ges nedan under 4.2.6.

<sup>43</sup> Prop 2004/05:85 s 451.

<sup>44</sup> Notera högsta domstolen i Balken II-domen i detta avseende begagnade sig av uttrycket ”... mycket särskilda skäl...”.

<sup>45</sup> Prop 2004/05:85 s 451.

<sup>46</sup> Prop 2004/05:85 s 450 f.

<sup>47</sup> Jfr. prop 2004/05:85 s 449. Jfr även NJA 1996 s 293 vid s 10.

gäller aktier som är föremål för omfattande och regelbunden börshandel, framstår som lämpligt att tillmäta aktiernas marknadsvärde avgörande betydelse när lösenbeloppet bestäms.<sup>48</sup> Några vägledande uttalanden vad gäller kravet på graden av välgrundad kursbildning görs inte i propositionen. I Balken II-målet godtog dock högsta domstolen ett noterat värde baserat på en mycket ringa handelsfrekvens.<sup>49</sup>

### 3.3.2 Onoterade aktier

Om inte aktierna har ett noterat värde gäller som lösenbelopp det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. I kommittébetänkandet föreslås kort och gott att lösenbeloppet i sådana får beräknas på grundval av bolagets resultat eller ställning.<sup>50</sup> I propositionen ägnas problemet något mer tid varvid följande anförs.

När det gäller aktier som inte är noterade på börs eller annan marknadsplats kan det vara svårt att fastställa ett marknadsvärde. Den principiella utgångspunkten för hur lösenbeloppet skall bestämmas bör emellertid enligt vår uppfattning vara densamma i dessa fall som när det är fråga om noterade aktier. Lösenbeloppet bör med andra ord bestämmas utifrån aktiernas verkliga eller beräknade försäljningsvärde. Om aktien, trots att den inte varit noterad, har varit föremål för någorlunda regelbunden handel bör lösenbeloppet bestämmas med ledning av vad aktien har betingat vid en sådan handel. Om någon handel inte har förekommit eller om handeln har varit mycket begränsad bör lösenbeloppet i stället grundas på ett beräknat försäljningsvärde. En sådan beräkning kan ta sin utgångspunkt i t.ex. bolagets resultat eller ställning. Även jämförelser med aktier av liknande slag, för vilka det finns ett marknadsvärde utbildat, kan komma till användning.<sup>51</sup>

Även här skall alltså aktiernas *verkliga värde* vara utgångspunkt, d.v.s. det verkliga värdet i innehavarens hand. Om en *någorlunda regelbunden handel* med aktien i fråga kan påvisas bör enligt propositionen – trots att aktien i fråga inte är noterad – sådana försäljningsbelopp kunna läggas till grund för lösenbeloppets fastställande. Vad som anses vara en någorlunda regelbunden handel ges ingen närmre anvisning om utan lämnas troligtvis till praxis att avgöra.<sup>52</sup>

För det fall ingen eller mycket lite handel förekommit med aktien skall dock ett *beräknat försäljningsvärde* utgöra grund för lösenbeloppets fastställande. Helt i enlighet med kommittén anser regeringen att ett sådant försäljningsvärde bör grundas bolagets resultat eller ställning.

---

<sup>48</sup> Jfr. prop 2004/05:85 s 449 f.

<sup>49</sup> Jfr. Svensson (1996) s 59.

<sup>50</sup> SOU 1997:22 s 282.

<sup>51</sup> Prop 2004/05:85 s 451 f.

<sup>52</sup> Jfr. regeringens uttalande om praxisbildande i fråga om vad som krävs för att börsen skall anses olämplig som värdemätare samt vilka värderingsmetoder som i så fall skall tillämpas; se prop 2004/05:85 s 451.



## 3.4 Särregeln

I 22 kap 2 § 3 st ABL (2005:551) finns den sk. särregeln.

Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har detta erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat.

Denna regel introducerades först i 1975 års ABL, dock med något annorlunda innehåll än den givits i nu gällande lagstiftning.<sup>53</sup> Bestämmelsen tar sikte på de situationer då majoritetsägarens yrkande om tvångsinlösen föregåtts av dennes erbjudande att förvärva samtliga aktier i det bolag vari inlösen av minoritetsaktierna yrkas, det s.k. målbolaget. Innebörden av regeln är att lösenbeloppet per aktie vid efterföljande inlösen skall motsvara den del av erbjudandet som belöper på varje aktie som omfattas av erbjudandet. Förutsättningarna för regelns tillämpning är dock att

- att erbjudandet är offentligt;
- att det offentliga erbjudandet avsett samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar; samt
- att det offentliga erbjudandet antagits av mer än 90 % av ägarna till de aktier som erbjudandet avser.

Den största och viktigaste skillnaden jämfört med 1975 års ABL är att man, som förutsättning för särregelns tillämplighet, i 2005 års ABL slopat kravet på att budgivaren genom det offentliga erbjudandet skall ha förvärvat större delen av sina aktier i målbolaget. Detta innebar att särregeln inte kunde tillämpas om ett bolag redan innan förvärvet ägde mer än 50 % av aktierna i målbolaget. I praktiken tillämpades dock särregeln i många fall analogt trots att de formella förutsättningarna inte förelåg.<sup>54</sup> Vad gäller kravet på att uppköpserbjudandet skall vara offentligt anför kommittén bl.a. följande.

Offentliga uppköpserbjudanden av det slag som avses med särregeln torde bara förekomma beträffande bolag, vilkas aktier är föremål för marknadsmissig notering.<sup>55</sup>

Kravet på att erbjudandet är offentligt torde således enligt kommittén innebära att särregelns tillämpning endast kan komma i fråga avseende marknadsnoterade bolag. En så pass kategorisk tolkning av innebörden i *offentligt erbjudande* finner jag aningen restriktiv då det mycket väl kan tänkas att ett offentlig erbjudande riktas till aktieägare i icke marknadsnoterade bolag. Dock skall erbjudandet vara riktat till ett *större antal personer bland allmänheten*, vilket av praktiska skäl utesluter särregelns tillämpning vad gäller flertalet onoterade bolag.<sup>56</sup> I propositionen

<sup>53</sup> Ang särregeln i 1975 års ABL, se nedan under 5.2.4.2.

<sup>54</sup> Ang särregelns analoga tillämpning, se nedan under 7.3.2.

<sup>55</sup> Jfr SOU 1997:22 s 283.

<sup>56</sup> Jfr. prop 1975:103 s 533.

till gällande lagstiftning berörs inte den nu nämnda problematiken varför kommitténs uttalanden får anses representera regeringen hållning i frågan.<sup>57</sup>

Det huvudsakliga motivet för särregeln är att förhindra att minoritetsägare som inte accepterat ett offentligt erbjudande ges möjlighet att genom ett inlösenförfarande uppnå ett högre lösenbelopp än det som ett större antal minoritetsägare godtagit. Vidare bör enligt förarbetena den omständigheten, att ett uppköpserbjudande accepterats av ägare till ett mycket stort antal aktier utgöra en stark indikation på att det erbjudna vederlaget på ett riktigt sätt representerar aktiens värde.<sup>58</sup>

Bara om det finns särskilda skäl får särregeln i förekommande fall frångås. I förarbetena anges som ett sådant skäl att lång tid förflutit mellan det på erbjudandet grundade aktieförvärvet och det efterföljande inlösenförfarandet. Som ytterligare skäl anges informationsunderlaget varit ofullständigt eller att nya viktiga omständigheter tillkommit.<sup>59</sup>

### 3.5 Värderingstidpunkten

I 22 kap 2 § 3 st ABL (2005:551) återfinns reglerna om tidpunkt för värdering av de inlösta minoritetsaktierna.

Lösenbeloppet skall bestämmas med hänsyn till förhållandena vid den tidpunkt då begäran om prövning av skiljemän enligt 5 § gjordes. Om det finns skäl för det, får beloppet i stället bestämmas med hänsyn till förhållandena vid en tidpunkt som infaller tidigare.

Enligt bestämmelsen skall som huvudregel gälla den sk. påkallandedagen, dvs. den dag då parterna hänsköt tvisten om lösenbeloppet till prövning av skiljenämnd. I propositionen motiveras denna bestämmelse av främst två skäl. Det första att minoriteten inte skall kunna tillgodogöra sig favörer av majoritetens insatser under inlösenförfarandet; det andra att minoriteten inte heller skall kunna utsättas för förluster genom olika värdepåverkande dispositioner under inlösenförfarandet från majoritetens sida. Vidare sägs i propositionen att påkallandedagen inte skall gälla i de fall särregeln tillämpas.<sup>60</sup>

De förslag som framförs i kommittébetänkandet angående påkallandedagen som värderingstidpunkt samt dess tillämplighet överensstämmer med regeringens proposition.<sup>61</sup> Några regler angående värderingstidpunkt inte medtogs i 1975 års ABL. I förarbetena till den lagen finns dock uttalanden i vilka påkallandedagen framhålls som den mest rimliga

---

<sup>57</sup> Jfr. prop 2004/05:85 s 452 f.

<sup>58</sup> Prop 2004/05:85 s 452 f.; jfr. SOU 1997:22 s 283.

<sup>59</sup> Prop 2004/05:85 s 453.

<sup>60</sup> Prop 2004/05:85 s 454.

<sup>61</sup> Jfr. SOU 1997:22 s 285.

värderingstidpunkten.<sup>62</sup> I alla relevanta förarbeten finns således enighet om värderingstidpunkten.

I rättspraxis har den syn som kommit till uttryckt i förarbetena bekräftats först i och med det sk. Balken I-målet<sup>63</sup> och därefter i det sk. Balken II-målet<sup>64</sup>. Det var vidare i Balken I som det fastslogs att påkallandedagen inte skulle gälla då särregeln tillämpas, vilket sedermera samt enligt ovan bekräftats i förarbetena till nu gällande lagstiftning.

I de fall särregeln tillämpas ansåg det i kommittébetänkandet inte finnas något behov av en i lag reglerad värderingstidpunkt. Detta torde falla sig naturligt med tanke på att lösenbeloppet i sådana fall skall motsvara det erbjudna vederlaget. Skulle vederlaget utgöras av något annat än kontanter, t ex aktier etc., får värderingen av ett sådant vederlag hänföras till uppköpserbjudandets löptid. Förslagen i kommittébetänkandet och propositionen överensstämmer härvidlag.<sup>65</sup>

I såväl kommittébetänkandet som propositionen är man överens om att regeln om påkallandedagen som värderingstidpunkt inte undantagslöst kan upprätthållas.<sup>66</sup> Detta framgår också av andra meningen i 22 kap 2 § 3 st i ABL. I kommittébetänkandet anförs att dispositioner av majoriteten som syftar till att sänka värdet på minoritetsaktierna – t ex avhändanden av värdefulla tillgångar etc. inför ett tvångsinlösenförfarande – bör kunna föranleda en annan värderingstidpunkt än påkallandedagen. Dock skall enligt kommittén sådana dispositioner framstå som otillbörliga för att påkallandedagen skall kunna frångås.<sup>67</sup> I detta avseende har man i propositionen en mer liberal syn på vilka möjligheter som skall finnas att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt. Enligt regeringen skall en så rättvisande värderingstidpunkt som möjligt vara vägledande. Något krav på otillbörliga förfaranden uppställs således inte i propositionen vilket betyder att onormala fluktuationer i kursen borde kunna tas till intäkt för att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt. En indikation på detta ges av skrivningen i 22 kap 2 § 3 st andra meningen. Det står där ”Om det finns *skäl* (min kurs)...”, dvs. ett lägre krav än om det stått *särskilda skäl* som det gör i 2 st avseende skäl att frångå huvudregeln.<sup>68</sup> Såväl kommittén regeringen är dock överens om att värderingstidpunkten aldrig får bestämmas till en tidpunkt senare än påkallandedagen.<sup>69</sup>

---

<sup>62</sup> Prop. 1975:103 s 553 f.

<sup>63</sup> NJA 1992 s 872.

<sup>64</sup> NJA 1996 s 293.

<sup>65</sup> Prop. 2005/05:85 s 454; jfr. SOU 1997:22 s 286.

<sup>66</sup> Prop. 2005/05:85 s 454; jfr. SOU 1997:22 s 285 f.

<sup>67</sup> SOU 1997:22 s 285 f.

<sup>68</sup> Prop. 2005/05:85 s 454.

<sup>69</sup> Prop. 2005/05:85 s 455; jfr. SOU 1997:22 s 286.

### 3.6 Avslutande anmärkningar

Regeringens förslag i propositionen avseende grunderna för lösenbeloppets beräkning är i stort sett en kodifiering av de principer som högsta domstolen fastslog i de så kallade Balken I och II-domarna samt överensstämmer också i allt väsentligt med de förslag som fördes fram i aktiebolagskommitténs utredning.<sup>70</sup>

Principerna för lösenbeloppets bestämmande har således fått en slutlig lösning i och med regleringen i 2005 års ABL. Vad gäller huvudregeln har lagstiftaren stannat för en värderingsmodell där aktiernas egenskap av minoritetsaktier de facto tillmäts betydelse.<sup>71</sup> Detta eftersom det är det noterade värdet som skall vara vägledande vid värderingen av minoritetsaktierna. Detta går enligt många stick i stäv med lagstiftarens hållning före Balken II-domen, nämligen att en sådan värderingsmodell otillbörligen kan gynna majoriteten på minoritetens bekostnad.<sup>72</sup> Förhållandet uppmärksammades och kritiserades i doktrinen redan innan antagandet av 2005 års ABL.<sup>73</sup>

Vad gäller särregeln är effekten av den nya regleringen att tillämpningsområdet utökats genom att kvalificeringskraven sänkts. En sådan reglering torde stå i samklang med den analogiska tillämpningen av särregeln som kan skönjas i skiljedomspraxis efter ikraftträdandet av 1975 års ABL. Även denna reglering har kritiserats, emellertid inte samma utsträckning som regleringen av huvudregeln.<sup>74</sup>

En regel med innebörden att värderingstidpunkten är påkallandedagen har medtagits i lagen. Även detta får anses vara en bekräftelse av den praxis som utbildats i skiljenämnderna. Denna reglering har i jämförelse med de ovan nämnda ändringarna mött lite eller inget motstånd.

De närmre förutsättningar under vilka ovan nämnda regler får frångås måste enligt förarbetena bedömas i varje enskilt fall och överlämnas därför till praxis att avgöra.<sup>75</sup> Först efter en granskning av skiljedomspraxis efter Balken I och II-domarna är det möjligt att uttala sig om huruvida det finns några skönjbara trender i detta avseende. I kapitel åtta undersöks skiljedomspraxis med avseende på lösenbeloppets utveckling efter Balken I och II-domarna. Först i det därefter följande kapitlet avser jag återkomma till hur man i praxis förhållit sig till nu nämnda undantag.

---

<sup>70</sup> Jfr. SOU 1997:22 s 281 ff samt SOU 2001:1 s 134.

<sup>71</sup> Jfr NJA 1957 s 1 samt prop 1975:103 s 533.

<sup>72</sup> Jfr. Svensson (1996) s 42.

<sup>73</sup> En del av denna kritik diskuteras nedan i kapitel 9.

<sup>74</sup> Ibid.

<sup>75</sup> Jfr. prop 2004/05:85 s 451.

# 4 Värdering i några andra tvångssituationer

## 4.1 Inledande anmärkningar

Uppsatsens tredje delsyfte är att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, göra uttalanden om huruvida regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL är förenligt med principer inom andra närbesläktade rättsområden.<sup>76</sup> I detta kapitel redogörs därför för värderingsprinciper i fyra olika situationer som alla har tvångsinslag som gemensam nämnare. Kapitlet är tänkt att tjäna som underlag för analysen i kapitel nio.

## 4.2 Expropriation

### 4.2.1 Innebörd och bakomliggande motiv

Expropriation innebär enligt ExprL<sup>77</sup> ett avhändande av fast egendom mot ersättning för tillgodoseende av allmänt intresse.<sup>78</sup> Av det nu sagda följer att expropriationsrätt enligt ExprL bara tillkommer stat och kommun<sup>79</sup> samt att bara fastigheter kan bli föremål för expropriation.<sup>80</sup>

I ExprL:s andra kapitel<sup>81</sup> anges för vilka ändamål expropriation får ske. Dessa allmänna intressen definieras i form av ett antal ramstadganden.<sup>82</sup> Utan att räkna upp alla dessa fall kan man enkelt uttryckt säga att expropriation bara får ske för att tillgodose olika allmänna intressen.<sup>83</sup>

### 4.2.2 Värderingen

I 4 kapitlet 1 § ExprL återfinns den centrala värderingsregeln i lagens ersättningssystem. Innebörden av regeln är att ersättningen för fastigheten vid expropriation i princip skall motsvara dess marknadsvärde. Principen anses ge uttryck för principen att den vars egendom exproprieras skall hållas skadefri. Detta uttrycks vanligtvis som att förmögenhetsställningen skall

---

<sup>76</sup> Se ovan under 1.3.

<sup>77</sup> 1 kap 1 § lagen (1972:719).

<sup>78</sup> Bouvin och Stark (1989) s 22 ff.

<sup>79</sup> I vissa särskilda fall kan det bli aktuellt att meddela expropriationstillstånd för annan än stat och kommun; se t.ex. 2 kap 3 § ExprL.

<sup>80</sup> Ibid.

<sup>81</sup> 1-10 §§.

<sup>82</sup> Jfr SOU 1969:50 s 72 ff.

<sup>83</sup> Bouvin och Stark (1989) s 22 f.

lämnas oförändrad hos den som frånhänds egendom medelst expropriation.<sup>84</sup>

Med marknadsvärde förstås vidare det pris som fastigheten skulle ha betingat vid en ordinär försäljning på den allmänna marknaden, d.v.s. en tänkt försäljning utan beaktande av det förhållandet att fastigheten tvångsvis skall avhändas ägaren. En viktig sak inom expropriationsrätten är att en distinktion upprätthålls mellan, å ena sidan, ersättningsregler och, å andra sidan, värderingsregler. Med det förstnämnda avses regler för *vad* som skall ersättas samt *i vilken utsträckning* detta skall ersättas. Det sistnämnda tar sikte på hur värderingen av det som skall ersättas skall gå till, d.v.s. vilken värderingsmetod m.m. som skall användas.<sup>85</sup> I 4 kapitlet 1 § ExprL anges ersättningsregeln uttryckligen medan valet av värderingsmetod lämnas till domstolarna. Detta för att domstolarna mer ändamålsenligt skall kunna utnyttja den värderingsmetod som leder till det mest riktiga resultatet.<sup>86</sup>

## 4.3 (Tvångs-) sammanslagning genom fusion

### 4.3.1 Innebörd och bakomliggande motiv

En fusion är enligt svensk aktiebolagsrätt en sammanslagning som sker genom att ett *överlåtande aktiebolag* upphör att existera utan att ett likvidationsförfarande äger rum. Det överlåtande bolagets samtliga tillgångar och skulder övergår därvid till det *övertagande bolaget*.<sup>87</sup> Med förmögenhetsrättslig terminologi sker en så kallad universalsuccession. Bestämmelser om fusion mellan aktiebolag regleras exklusivt i aktiebolagslagen<sup>88</sup> enligt vilken fusion bara är möjlig aktiebolag emellan.<sup>89</sup>

I aktiebolagslagen finns två huvudtyper av fusioner; *absorption* där ett bolag uppgår i ett annat och *kombination* där två eller fler bolag uppgår i ett för ändamålet nybildat bolag.<sup>90</sup> Som tidigare nämnts intar fusionsinstitutet en särställning då det är exklusivt reglerat i aktiebolagslagen. En följd av denna särställning är att det till fusionen är kopplat vissa formkrav samt krav på iakttagande av vissa särskilt angivna skyddsgruppers intressen och rättigheter. Aktiebolagslagens formkrav och regler till skydd för vissa

---

<sup>84</sup> Bouvin och Stark (1989) s 174 f och Hager (1998) s 373.

<sup>85</sup> Victorin (1996) s 491 och Hager (1998) s 373 ff.

<sup>86</sup> Bouvin och Stark (1989) s 176 samt prop 1971:122 s 171.

<sup>87</sup> 23 kap 1 § ABL.

<sup>88</sup> 23 kap ABL (2005:551).

<sup>89</sup> Fusion mellan ekonomisk förening och av denna helägt aktiebolag är dock möjlig enligt 1987 år FL. Andra fusionskonstellationer erkänns ej av lagstiftaren. Se Johansson (2001) s 314 f.

<sup>90</sup> Johansson (2001) s 315.

grupper gäller inte vid företagssammanslagningar genom andra metoder än fusion.<sup>91</sup>

Innan fusionsmöjligheten infördes i bolagsrätten uppnåddes motsvarande resultat genom att det överlåtande bolaget sålde sitt inkråm till det övertagande bolaget. Därefter upplöstes det överlåtande bolaget enligt aktiebolagens regler om likvidation. Denna process var ofta både tids- och kostnadskrävande. Metoden var dock den enda som stod till buds för det fall ett företag ville förvärva ett annat företag och fortsätta sistnämnda företags verksamhet under egen firma. Fusionsinstitutet infördes således för att effektivisera genomförandet rationaliseringar i näringslivet. De bakomliggande motiven till fusionsinstitutet har således effektivitetsförtecken.<sup>92</sup>

### 4.3.2 Värderingen

Vid fusion skall det övertagande bolaget utge s.k. *fusionsvederlag* till aktieägarna i det överlåtande bolaget.<sup>93</sup> Detta fusionsvederlag skall vidare upptas i en fusionsplan<sup>94</sup> där det också skall redogöras för hur detta vederlag har bestämts.<sup>95</sup> Fusionsplanen skall sedan granskas av en eller flera revisorer. I revisorernas yttranden skall sedan anges huruvida fusionsvederlaget har bestämts på ett sakligt och korrekt sätt. Därvid skall anges vilken eller vilka metoder som har använts vid värderingen av bolagens tillgångar och skulder, resultatet av de tillämpade värderingsmetoderna samt deras lämplighet och vilken vikt som har tillmätts dem vid den samlade bedömningen av värdet på vart och ett av bolagen.<sup>96</sup> Fusionsplanen – och därmed fusionen i sig – måste sedan godkännas av bolagsstämman med två tredjedelsmajoritet.<sup>97</sup>

Någon uttrycklig värderingsmetod anges således inte i lagtexten. Inte heller i förarbetena finner man några närmre avisningar om hur värderingen av bolagens tillgångar och skulder skall göras. Man nöjer sig med att aningen lakoniskt konstatera att ”Särskilda svårigheter vid värderingen skall anmärkas”. Emellertid sägs att olika värderingsmetoder kan ha tillämpats på olika slag av tillgångar inom varje bolag.<sup>98</sup>

Rättspraxis på området är i det snaraste obefintligt. AMN:n har dock i några principiella uttalanden tagit ställning i värderingsfrågan.<sup>99</sup> Innebörden av

---

<sup>91</sup> Emellertid kan andra form- och skyddsregler gälla, t.ex. NBK:OE för bolag noterade på Stockholms fondbörs.

<sup>92</sup> Sandström (2005) s 336 f. Se även nämnda författare för en utförlig och förtjänstfull genomgång av fusionsinstitutet, dess formkrav och rättsverkningar.

<sup>93</sup> 23 kap 2 § ABL.

<sup>94</sup> 23 kap 6 § ABL.

<sup>95</sup> 23 kap 9 § ABL.

<sup>96</sup> 23 kap 11 § ABL.

<sup>97</sup> 23 kap 17 § ABL.

<sup>98</sup> SOU 1992:83 s 173.

<sup>99</sup> AMN 2004:23 (initiativuttalande), AMN 2005:02 och 2006:30.

dessa uttalanden är att nämnden inte kan anse det förenligt med god sed på marknaden att erbjuda ett fusionsvederlag som inte skulle godtas av en skiljenämnd i ett tvångsinlösenförfarande. Nämndens uttalanden torde motiveras av följande förhållanden: En fusion kan genomföras om två tredjedels majoritet för detta erhålls på det överlåtande bolagets stämma. Detta betyder att 30 % av det överlåtande bolagets aktieägare kan ”köras över” av en 70-procentig majoritet.<sup>100</sup> En annan sak är att fusionsvederlaget inte heller underställs en oberoende skiljenämnds prövning. För genomförandet av tvångsinlösen krävs jämförelsevis en 90-procentig majoritet; dessutom underställs lösenbeloppet en oberoende skiljenämndsprövning.

Det verkar således vara så att fusionsvederlagets minimivå – mot bakgrund av AMN:s uttalanden – bestäms enligt samma principer som lösenbeloppet vid tvångsinlösen. I övrigt torde de berörda bolagen vara fria att använda sig av de värderingsmetoder som de finner mest ändamålsenliga.<sup>101</sup> Här skall dock erinras om att AMN:s uttalanden vare sig är bindande eller utgör gällande rätt. För bolag noterade på Stockholms fondbörs torde det emellertid vara uteslutet att gå emot AMN:s uttalanden.<sup>102</sup> Av denna anledning kan nämnden ändå sägas ha stort inflytande.

## 4.4 Inlösen enligt 29 och 25 kap ABL

### 4.4.1 Innebörd och bakomliggande motiv

*Den första av dessa två regler* finns i 29 kap 4 § ABL som innehåller bestämmelser om tvångsinlösen p.g.a. majoritetsmissbruk. Innebörden av bestämmelserna är att en aktieägare som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet tillfogar bolaget, en aktieägare eller någon annan skada under vissa närmre angivna omständigheter kan vara skyldig att lösa den skadelidandes aktier.<sup>103</sup> För att inlösensskyldighet skall aktualiseras krävs att fara föreligger för fortsatt skadebringande missbruk från skadevållarens sida. Missbruket skall också ha varit långvarigt.<sup>104</sup>

*Den andra regeln* återfinns i 25 kap 22 § ABL och innehåller också den bestämmelser om inlösen p.g.a. majoritetsmissbruk. En förutsättning för inlösen enligt denna bestämmelse är dock bl.a. att förutsättningar föreligger för tvångslikvidation enligt 25 kap 21 §. Enligt 25 kap 21 § krävs, förutom att en aktieägare skall ha missbrukat ställning till skada för andra aktieägare,

---

<sup>100</sup> Detta förhållande har uppmärksammats av lagstiftaren. Någon åtgärd har dock i skrivandets stund ej vidtagits.

<sup>101</sup> Jfr. SOU 1992:83 s 173.

<sup>102</sup> Jfr. II.3 och V.1 Noteringsavtalet 2003-09-01 samt bilaga 1 punkt 1 NBK:OE 2003-09-01.

<sup>103</sup> Se 29 kap 3§ ABL.

<sup>104</sup> Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 29:19; jfr Bergström och Samuelsson (2001) s 185 f.



att en framställan om tvångslikvidation görs av minst en tiondel av aktieägarna.<sup>105</sup> Den stora skillnaden jämfört med regeln i 29 kap 4 § är således att tillämpningen av regeln i 25 kap 22 § kräver bifall av en tioprocentig minoritet.

*De bakomliggande motiven* till dessa regler är att skadestandsreglerna inte alltid förser den utsatte – vilken oftast är en svagare aktieägare – med ett tillräckligt effektivt skydd, t.ex. mot en dominerande aktieägare som systematiskt missbrukar sin ställning.<sup>106</sup> Syftet med dessa bestämmelser är således förse aktieägare i svagare ställning med adekvat skydd mot dominerande aktieägares missbruk. Regeln i 25 kap 22 § tar i detta avseende sikte på svårare fall av missbruk.<sup>107</sup>

#### 4.4.2 Värderingen

Samma principer gäller för fastställande av lösenbeloppet vid inlösen enligt 25 kap 22 § och 29 kap 4 § ABL.<sup>108</sup> Lösenbeloppet skall därvid bestämmas till ett belopp som är skäligt med hänsyn till bolagets ställning och övriga omständigheter.<sup>109</sup> Med bolagets ställning avses bolagets verkliga ekonomiska ställning, ej den bild som kan framgå av dess redovisning.<sup>110</sup>

Inom doktrinen har uttryckligen hävdats att denna skrivning påbjuder begagnande av företaget i sig som värderingsobjekt, d.v.s en teoretisk värdering av företagets värde.<sup>111</sup> Inom doktrinen har också – under hänvisning till Flodhammars undersökning av skiljedomspraxis under perioden 1948-1977<sup>112</sup> – förslagits att de värderingsprinciper som har etablerats i praxis avseende värdering av tvångsinlösta aktier enligt 14 kap ABL – nuvarande 22 kap ABL – bör beaktas.<sup>113</sup> Givet Flodhammars undersökning av skiljedomspraxis måste detta måste tolkas som ett uttalande i favör för teoretisk värdering med företaget i sig som värderingsobjekt.

Det får således anses klart att värdering i dessa fall av inlösen skall ske med företaget i sig som värderingsobjekt.

---

<sup>105</sup> Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 25:55.

<sup>106</sup> Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 29:20

<sup>107</sup> Jfr SOU 1971:15 s 356; jfr prop 1975:103 s 542.

<sup>108</sup> Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 25:58.

<sup>109</sup> Se 29 kap 4 § ABL.

<sup>110</sup> SOU 1971:15 s 356; jfr prop 1975:103 s 542.

<sup>111</sup> Svensson (1996) s 20 ff.

<sup>112</sup> Denna undersökning av skiljedomspraxis refereras nedan under 7.2.3.1.

<sup>113</sup> Lindskog (1995) s 258 f.

## 4.5 Avslutande anmärkningar

Gemensamt för alla nu beskrivna värderingssituationer är att lagstiftaren inte valt att detaljreglera vilken metod skall användas vid värderingen. Dock anges i tre av fallen förutsättningarna för omfattningen av ersättningen för det inlösta, d.v.s *vad* som skall ersättas. Fusion är det enda fallet där lagstiftaren vare sig angett vad som skall ersättas eller hur värderingen av detta skall gå till.

Som nämnt ovan har syftet med detta kapitel varit att skapa underlag för analysen av huruvida regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL är förenligt med principer inom andra närbesläktade rättsområden – dels syfte 3. Detta har gjorts genom att granska värderingsregler och –principer inom närliggande rättsområden. Nästa kapitel har samma syfte men fokuserar istället på principer om likabehandling av aktieägare.

# 5 Likabehandling av aktieägare

## 5.1 Inledande anmärkningar

På samma sätt som föregående kapitel hänför sig redogörelsen i detta kapitel till uppsatsens tredje delsyfte.<sup>114</sup> Två välkända principer om likabehandling av aktieägare i olika situationer granskas härvidlag. Båda dessa principer har inom doktrinen förekommit i argumentationen kring värderingen av inlösta minoritetsaktier. Av utrymmesmässiga skäl måste redogörelsen hållas kort varvid den intresserade läsaren hänvisas till litteraturen noterna. Detta kapitel skall likt det föregående utgöra underlag för analysen i kapitel nio.

## 5.2 Likhetsprincipen i ABL

### 5.2.1 Innebörd

Denna princip är grundläggande inom aktiebolagsrätten och återfinns i 4 kap 1 § ABL.<sup>115</sup> Principen innebär att varje aktie skall ha lika rätt i bolaget om inte något av de i 4 kap 2-5 §§ stadgade undantagen är tillämpliga. Innebörden av principen kan uttryckas så, att varje aktieägare i förhållande till andra aktieägare har anspråk på att bibehålla den rättsställning som tillkommer honom eller henne enligt lag eller bolagsordning. De rättigheter som avses är av såväl ekonomisk som förvaltningskaraktär.<sup>116</sup>

### 5.2.2 Tillämpningsområde och bakomliggande motiv

Likhetsprincipen gäller bara inom en och samma association.<sup>117</sup> Av detta har inom doktrinen den slutsatsen dragits att likhetsprincipen inte har något att säga om förhållandet mellan aktieägarna utöver vad som berör aktiernas ekonomiska värde.<sup>118</sup> Här kan konstateras att under likhetsprincipen faller bara rättigheter gentemot bolaget som är knutna till aktier i bolaget. Rättigheter gentemot bolaget som är baserade på t.ex. köpeavtal eller andra avtal torde således falla utanför likhetsprincipens tillämpningsområde.<sup>119</sup> Vidare torde likhetsprincipen inte heller gälla det inbördes förhållandet

---

<sup>114</sup> Se ovan under 1.3.

<sup>115</sup> Jfr. SOU 1983:9 s 221 och NJA 1977 s 393.

<sup>116</sup> Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 4.3.

<sup>117</sup> Johansson (2001) s 151.

<sup>118</sup> Bergström och Samuelsson (2001) s 70 f.

<sup>119</sup> Jfr. Johansson (2001) s 150. En annan sak är sådana avtal möjligtvis kan angripas m.h.a den s.k. generalklausulen.

mellan aktieägare utan bara de sistnämndas förhållande till bolaget.<sup>120</sup> Inom doktrinen har dock i motsats till det nu sagda hävdats att likhetsprincipen skulle kunna tillämpas på rättigheter som inte direkt är knutna till aktien i fråga.<sup>121</sup> Mycket talar dock för att en sådan tolkning av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipens innebörd är att föra aningen för långt.<sup>122</sup>

De bakomliggande motiven till likhetsprincipen torde vara att så långt som möjligt maximera värdet av aktierna. Indirekt skulle man kunna säga att detta intresse många gånger sammanfaller med ett minoritetsintresse då denna grupp vanligtvis är mest utsatt och således i störst behov av skyddsregler.<sup>123</sup>

Uppsatsens ram medger här tyvärr inte en djupare penetrering av den associationsrättsliga likhetsprincipen. Intresserade läsare hänvisas till litteraturen angiven i noten härafter.<sup>124</sup>

## 5.3 Likabehandlingsprincipen i NBK:OE

### 5.3.1 Innebörd

Denna likabehandlingsprincip har sin grund i NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv<sup>125</sup> (NBK:OE). En av grundtankarna i NBK:OE är att aktieägare i målbolag skall behandlas på ett likvärdigt sätt av budgivaren.<sup>126</sup> I praktiken torde bestämmelsen ha störst betydelse i fråga om det erbjudna vederlaget. I NBK:OE stadgas således att budgivaren skall erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger skäl med avseende på vissa aktieägare kan dock vederlag i annan form, men med samma värde, erbjudas dem.<sup>127</sup>

---

<sup>120</sup> Jfr. Bergström och Samuelsson (2001) s 183.

<sup>121</sup> Jfr. Svensson (1996) s 36 f. Se här särskilt Nials yttrande i NJA 1957 s 1 (Gimåmålet) vilket i utvalda delar refereras av Svensson.

<sup>122</sup> Högsta domstolen har t.ex. intagit en sådan ståndpunkt i NJA 1996 s 293 och utvecklat goda skäl för denna ståndpunkt. Se t.ex. Kågerman (1996/1997) s 119 ff, Victorin (1996) s 502 ff, Lindén och Svensson (1996/1997) s 1061 f.

<sup>123</sup> Jfr. Bergström och Samuelsson (2001) s 71.

<sup>124</sup> Läsaren hänvisas härvidlag till Johansson (2001) s 149 ff, Sandström (2005) s 196 ff, Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 7.91 ff samt Bergström och Samuelsson (2001) s 69 ff.

<sup>125</sup> Den första juli 2006 upphörde NBK:OE att gälla i sin tidigare form. Materiellt lever dock reglerna kvar i allt väsentligt då Stockholmsbörsen och andra marknadsplatser implementerar NBK:OE i sina egna regelverk.

<sup>126</sup> NBK:OE 2003-09-01 s 4.

<sup>127</sup> II.8 NBK:OE 2003-09-01 samt Nyström, Ohlsson och Skog (2004) s 32 f.

### 5.3.2 Tillämpningsområde och bakomliggande motiv

Likabehandlingsprincipen i NBK:OE tillämpas vid offentliga erbjudanden avseende målbolag som är noterade på svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.<sup>128</sup> Bestämmelsen tar således sikte på det offentliga erbjudande som budgivaren avger. Av Stockholmsbörsens noteringsavtal följer vidare att budgivaren blir bunden av NBK:OE genom att denne i ett pressmeddelande och därefter i prospektet skall lämna uppgift om att han tänker följa NBK:OE samt AMN:s tolkning av dessa regler.<sup>129</sup> Budgivarens bundenhet av likabehandlingsprincipen i NBK:OE har alltså obligationsrättslig grund.

De bakomliggande motiven till likabehandlingsprincipen i NBK:OE torde i viss mån redan ha framgått. Principen är tänkt att fungera som ett skydd för små- och minoritetsägare. På ett mer fundamentalt plan sägs principen också motiveras av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.<sup>130</sup> Att t.ex. en grupp aktieägare erhåller ett högre vederlag för sina aktier än en annan grupp skulle enligt denna tankegång kunna äventyra detta förtroende.<sup>131</sup>

Utan att föregripa analysen i kapitel nio kan redan här konstateras att de principiella motiven till särregeln i gällande rätt står i samklang med likabehandlingsprincipen så som den presenterats här. Inom doktrinen har argumenterats såväl för som mot en utsträckning av särregeln på det sätt som skett i 2005 års ABL. I argumentationen *för* har framhållits de motiv avseende likabehandlingsprincipen som redovisats här ovan.<sup>132</sup> Argumentationen *mot* har i detta avseende gått ut på att likabehandlingsprincipen måste vika om ett högre värde – än det värde som representeras av det offentliga erbjudandet – kan beräknas på teoretiskt väg. Resonemanget går då ut på att aktieägare som inte accepterar det offentliga budet skall kunna erhålla detta högre värde; ett sorts omvänt rättviseresonemang.<sup>133</sup>

## 5.4 Avslutande anmärkningar

Det kan konstateras att motiven till de nu redovisade principerna om likabehandling av aktieägare är snarlika. Vissa skillnader finns dock avseende principernas innebörd. Den associationsrättsliga likhetsprincipen tar sikte på förhållande inom ett och samma bolag och torde bara kunna tillämpas på beslut av bolagsorganen. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen tar istället sikte på en budgivares villkor i ett offentligt erbjudande som riktas till aktieägare i ett annat (mål-) bolag.

---

<sup>128</sup> I.1 NBK:OE 2003-09-01 samt kommentaren till denna bestämmelse.

<sup>129</sup> II.3 och V.1 Noteringsavtalet 2003-09-01 samt bilaga 1 punkt 1 NBK:OE 2003-09-01.

<sup>130</sup> NBK:OE s 4.

<sup>131</sup> Jfr. Moberg och Samuelsson (1988) s 174.

<sup>132</sup> Jfr. Aspenberg (1988) och (1989).

<sup>133</sup> Jfr. Svensson (1989).

# 6 Relevant ekonomisk teori

Uppsatsens fjärde delsyfte är att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, försöka fastställa vilka rättsekonomiska effekter regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL ger upphov till ur ett perspektiv baserat på frånvaron av total marknadseffektivitet.<sup>134</sup> Av denna anledning skall detta kapitel ägnas åt viss relevant ekonomisk teori. Redogörelsen fokuserar därvid på den s.k. *Efficient Market Theory*<sup>135</sup>.

## 6.1 The Efficient Market Theory

### 6.1.1 Innebörden av en effektiv marknad

Utgångspunkten för denna teoribildning är hypotesen om en effektiv marknad – the efficient market hypothesis (EHM). EHM säger att en akties noterade värde återspeglar all information om företaget som är relevant för aktien i frågas prisbildning.<sup>136</sup>

Med andra ord, när exempelvis ny information om ett företag på aktiemarknaden kommer ut så kommer detta omedelbart att reflekteras av i bolagets aktiekurs. Den praktiska implikationen av detta är det inte är möjligt för en enskild investerare att göra arbitragevinster p.g.a. eventuella informationsasymmetrier<sup>137</sup> i förhållande till andra investerare på marknaden.<sup>138</sup>

Detta betyder inte att noterade aktievärden kontinuerligt motsvarar det ”sanna” teoretiska värdet. Vad det betyder är att prisvariationer kring det ”sanna” teoretiska värdet beror på slumpen. Riktvärdet härvidlag utgörs av aktiemarknadens aggregerade värdeökning. Enligt EHM kommer 50 % av alla aktier på effektiv marknad att öka mer i värde än aktiemarkanden sammantaget medan värdeökningen för resterande 50 % kommer att understiga marknadens sammantagna ökning.<sup>139</sup>

### 6.1.2 Förutsättningar för en effektiv marknad

På en effektiv marknad ger en akties noterade värde uttryck för denna akties rimliga marknadsvärde<sup>140</sup>. Erhållandet av detta marknadsvärde och i

---

<sup>134</sup> Se ovan under 1.3.

<sup>135</sup> *Teorin om en effektiv marknad*.

<sup>136</sup> Arnold (2005) s 684 f.

<sup>137</sup> Med informationsasymmetrier avses det förhållandet att en investerare vet mer än andra investerare.

<sup>138</sup> Arnold (2005) s 684 f.

<sup>139</sup> Ibid.

<sup>140</sup> Eng *fair market value*.

förlängningen EHM är vidare beroende av att en rad förutsättningar är för handen. Dessa förutsättningar är bl.a.

- att den vara eller tjänst som är föremål för handel är homogen;
- att det finns ett stort antal köpare och säljare med fritt tillträde till marknaden;
- att dessa aktörer på marknaden under alla omständigheter handlar rationellt och sträva efter att långsiktigt maximera sina vinster;
- att köpa och försäljning av en normal kvantitet ej påverkar marknadspriset;
- att marknaden är fri från såväl extern kontroll och styrning som monopolistiska arrangemang;
- att såväl köpare som säljare är välinformerade när priset överenskomms; samt
- att såväl köpare som säljare agerar utan någon som helst form av press eller hot vid affärens genomförande.<sup>141</sup>

Mot bakgrund av de ovan nämnda förutsättningarna finns enligt EHM tre former av marknadseffektivitet; *svag form*, *mellanstark form* och *stark form*. Den svaga formen av marknadseffektivitet innebär att aktiekurser helt och hållet beror av *gammal information*, d.v.s. aktuell information återspeglas inte alls i aktiekursen.

Den mellanstarka formen av marknadseffektivitet innebär att aktiekurserna helt och hållet återspeglar all aktuell information som är *allmänt tillgänglig*. Sådan information kan vara tidigare prisrörelser i aktien, vinster, utdelningar, teknologiska genombrott etc. Denna effektivitetsform innebär att det mot bakgrund av denna allmänt kända information inte är möjligt att göra arbitragevinster. Arbitragevinster kan emellertid göras om man har tillgång till sådan information som inte gjorts allmänt känd.

Den starka formen av marknadseffektivitet innebär slutligen att all relevant information – allmänt och icke allmänt tillgänglig – återspeglas i aktiekurserna.<sup>142</sup> På en sådan marknad är enda möjligheten att göra arbitragevinster beroende av att investeraren besitter *insiderinformation*. Insiderhandel är emellertid kriminaliserat. Detta eftersom denna typ av handel riskerar att undergräva förtroendet för aktiemarknaden då bara en ytterst liten del av investerare har tillgång till insiderinformation.

Merparten av aktiemarknaderna i västvärlden bedöms vara av mellanstark effektivitetsform.<sup>143</sup> Således kan man utgå från att också den svenska aktiemarknaden – vilken är av störst intresse i denna uppsats – faller under denna effektivitetskategori.

---

<sup>141</sup> Svensson (1989)

<sup>142</sup> Arnold (2005) s 691.

<sup>143</sup> Ross, Westerfield and Jaffe (2002) s 347.

# 7 Lösenbeloppet före Balken II

## 7.1 Inledande anmärkningar

Alltsedan ikraftträdandet av 1944 års ABL<sup>144</sup> har tvångsinlösen av minoritetsaktier i allt ökande utsträckning varit föremål för rättslig reglering. Som nämnt i inledningskapitlet är det i samband med regleringen av lösenbeloppets bestämmande som de största kontroverserna uppstått. Vad gäller principerna för lösenbeloppets bestämmande finns vid sidan av lagstiftningen två vägledande avgöranden från högsta domstolen. Målen i fråga är det s.k. Gimomålet och det s.k. Balken II-målet.<sup>145</sup> Det senare avgörandet betraktas i värderingshänseende som något av en vattendelare då det på ett fundamentalt sätt motsäger det första av de två avgörandena. Balken II har dessutom kodifierats i 2005 års ABL<sup>146</sup>.

Vidare finns från mitten av förra seklet och framåt en omfattande skiljedomspraxis från de skiljenämnder som haft till uppgift att avgöra fall där metoden för fastställandet av lösenbeloppet eller lösenbeloppets storlek i sig varit föremål för tvist.

Förståelsen för de problem och kontroverser som idag sammankopplas med lösenbeloppet förstås bäst mot bakgrund av lösenbeloppets historiska utveckling. För att ge läsaren ökad förståelse för den problematik uppsatsen fokuserar på – dvs. principerna för lösenbeloppets bestämmande – kommer därför detta kapitel att ägnas åt lösenbeloppet ur ett historiskt perspektiv med avseende på lagstiftning, rättspraxis och skiljedomspraxis.

Kapitlet har en kronologisk indelning. Med avstamp i 1944 års ABL redogörs för tiden fram till och med högsta domstolens avgörande i vattendelaren Balken II, det mål som utgör stommen i nu gällande rätt.

För att underlätta förståelsen för den fortsatta framställningen skall dock först sägas något om företagsvärdering. Fyra olika värderingsmetoder som förekommer i skiljedomspraxis presenteras härvidlag.<sup>147</sup> Dessa är substansvärdes-, likvidationsvärdes-, avkastningsvärdes- och börskursmetoden.

---

<sup>144</sup> Lagen (1944:) om aktiebolag.

<sup>145</sup> NJA 1957 s 1 respektive NJA 1996 s 293; rättsfallen kommenteras nedan under 4.2.2 respektive 4.2.6.

<sup>146</sup> ABL (2005:551)

<sup>147</sup> Angående skiljedomspraxis, se längre fram i kapitel 7 nedan.



## 7.2 Företagsvärdering

### 7.2.1 Substansvärdet

En substansvärdering utgår normalt från företagets balansräkning och brukar definieras som skillnaden mellan tillgångar och skulder.<sup>148</sup> Om den tänkte köparen skall överta hela bolaget – t.ex. genom att köpa samtliga aktier – ingår latent skatter i skuldposten och medför således avdrag. Skall å andra sidan bara inkråmet övertas av den tänkte köparen påverkas inte nettot av latent skatteskulder.<sup>149</sup>

Ett principiellt problem som uppstår när en substansvärdering skall göras är vilken balansräkning som skall ligga till grund för beräkningen. Denna fråga torde också innefatta problematiken avseende vilka justeringar som skall göras i balansräkningen. Grovt sett kan balansräkningar justeras på två olika sätt beroende på ändamålet med dem. För det första kan en balansräkning upprättas enligt bokföringslagens regler varvid syftet är att på ett så korrekt sätt som möjligt spegla verkliga ekonomiska ställning. För det andra kan en balansräkning upprättas mot bakgrund av skatterättsliga regler vilket vanligtvis ger ett ur deklARATIONSSYNPUNKT fördelaktigare utfall. En balansräkning upprättad i enlighet med det först nämnda kan sägas utgöra ett maximum för hur höga värden som får upptas medan en balansräkning upprättad i enlighet med det sist nämnda istället kan sägas utgöra motsvarande minimum. Det vanligaste metoden torde vara att man utgår från den senast fastställda balansräkningen.<sup>150</sup>

### 7.2.2 Likvidationsvärdet

Denna värderingsmetod tar sikte på att fastställa värdet av det överskott som erhålls vid avvecklingen av ett företag.<sup>151</sup> Värderingsmetod kan sägas utgöra en variant av substansvärdesmetoden; beräkningen går i princip till på samma sätt med den skillnaden att ett netto av tillgångar och skulder beräknas mot bakgrund av att företaget likvideras.<sup>152</sup> Tillgångarna upptas härvidlag till sitt allmänna saluvärde vilket vanligtvis ger lägre värden än vid substansvärdering. Dessutom tillkommer kostnader hänförliga till avvecklingen i sig<sup>153</sup> vilka också måste dras ifrån tillgångarnas bruttovärden.<sup>154</sup>

Likvidationsvärdet kan således sägas representera det lägsta värdet som ett företag kan uppskattas till. Av det sagda följer att denna värderingsmetod

---

<sup>148</sup> Hager (1998) s 175 f.

<sup>149</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 22 f.

<sup>150</sup> Hager (1998) s 176.

<sup>151</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 25.

<sup>152</sup> Hager (1998) s. 175.

<sup>153</sup> Detta kan vara kostnader för nedmontering av produktionsanläggningar, avgångsvederlag till personal, etc.

<sup>154</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 25.

främst kommer i fråga vid värdering av företag som inte ger tillfredsställande resultat.<sup>155</sup>

### 7.2.3 Avkastningsvärdet

Avkastningsvärdering går ut på att beräkna det framtida överskott som företaget förväntas kunna ge aktieägarna. I praktiken går det till så att man först beräknar ett framtida överskott varefter detta överskott omräknas till den aktuella värderingstidpunkten. Man säger att överskottet *diskonteras*.<sup>156</sup>

#### 7.2.3.1 Analys av tidigare års resultat

Innan diskontering kan ske måste emellertid företagets avkastning bedömas. För detta ändamål utförs inledningsvis en analys av föregående års resultatutveckling. Man brukar inte gå mer 3-5 år bakåt i tiden. Det första problemet som framträder är hur olika poster i företagets räkenskaper härvidlag skall bedömas. Efter en överlåtelse är det ofta så att köparen har en annan syn än säljaren på hur vissa sådana poster borde ha behandlats, d.v.s. vilka värden som borde ha tagits upp. Typiska sådana poster är *avskrivningar, varulager, pensionskostnader, ersättning till företagsledning* samt *extraordinära intäkter och kostnader*. Ytterligare en sak som måste tas hänsyn till är hur företagets finansieringsförhållanden ser ut. En ökad prognostiserad avkastning kan t.ex. kräva nyinvesteringar som måste finansieras på ett eller annat sätt.<sup>157</sup>

#### 7.2.3.2 Framtidsbedömning

När man så bildat sig en uppfattning om bolagets potential baserad på tidigare års resultatutveckling måste en framtidsbedömning göras. Härvidlag kan tidigare års budgetavvikelser studeras. Viktigt är också prognoser av bolagets potentiella marknadsutveckling, priser, konkurrensförhållanden, tekniska innovationer, investeringsbehov samt finansieringsmöjligheter. I framtidsperspektivet måste också beskattningseffekten för företagets vinster bedömas. Förändringar i den framtida beskattningen – t.ex. genom införandet av specialskatter eller höjda arbetsgivaravgifter m.m. – utgör härvidlag en osäkerhetsfaktor.<sup>158</sup>

#### 7.2.3.3 Kalkylränta

När en rimlig framtidsbedömning har gjorts återstår så att välja en kapitaliseringsfaktor som motsvarar aktieägarnas förräntningskrav. Denna kapitaliseringsfaktor anges i form av en *kalkylränta*. Följande faktorer är av betydelse vid bestämmandet av denna ränta. *Det aktuella och framtida förväntade ränteläget, inflationsförväntningar, krav på riskmarginal,*

---

<sup>155</sup> Hager (1998) s 175.

<sup>156</sup> Hager (1998) s 167 f. Se även Sveriges finansanalytikers förening (2000) s 45 ff.

<sup>157</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 13 ff; jfr. Sveriges finansanalytikers förening (2000) s 52.

<sup>158</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 17 f.

*företagets finansiella ställning, företagets allmänna struktur samt relationen mellan företagets avkastningsvärde och likvidationsvärde.* Sistnämnda faktor är relevant eftersom ett, i relation till avkastningsvärdet, högt likvidationsvärde gör att kalkylräntan kan sättas lägre.<sup>159</sup>

Det finns flera metoder för att på teoretisk väg beräkna förräntningskravet. Två sådana metoder är *P/E-talsmetoden*<sup>160</sup> och *CAPM-metoden*<sup>161</sup>. Här skall dessa metoder beskrivas ytterst summariskt.<sup>162</sup> P/E-talet beräknas som aktiens anskaffningskostnad dividerad med den beräknade vinsten. Ett P/E-tal på fyra innebär således att aktievärdet motsvarar fyra årsvinster vilket ger vid handen att kalkylräntan skall bestämmas till 25 %.<sup>163</sup> I CAPM-metoden använder man sig av ett s.k. *β-värde*<sup>164</sup> som är ett mått på hur pass riskfylld aktien i fråga är i jämförelse med marknaden i övrigt.  $\beta=1$  innebär att aktien varken är mer eller mindre riskfylld än marknaden i övrigt.  $\beta>1$  innebär att aktien är mer riskfylld och  $\beta<1$  att aktien är mindre riskfylld än marknaden i övrigt.<sup>165</sup> När  $\beta$ -värdet har beräknats används detta för att erhålla ”rätt” kalkylränta.<sup>166</sup>

Med hjälp av denna kalkylränta kan sedan ett framtida avkastningsvärde diskonteras till den aktuella värderingstidpunkten.

## 7.2.4 Börskursen

Att använda sig av börskursen för att värdera ett företag är i jämförelse med de ovan beskrivna metoderna förhållandevis enkelt. Rent praktiskt multiplicerar man företagets börsvärde med antalet utgivna aktier. Från framställningen i kapitel tre kan erinras att det är denna metod som lagstiftaren slutligen stannat för vad gäller värdering av tvångsinlösta aktier.

## 7.2.5 Kommentar till de olika metoderna för företagsvärdering

Substans-, likvidations- och avkastningsvärdering är alla exempel på olika typer av *teoretiska värderingsmetoder* där företaget i sig används som värderingsobjekt. Börskursen, å andra sidan, är ett exempel på en värderingsmetod som tar sin utgångspunkt den enskilda aktiens marknadsvärde.

---

<sup>159</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 20 f.

<sup>160</sup> *Price/earnings ratio.*

<sup>161</sup> *Capital asset pricing model.*

<sup>162</sup> För en utförlig redogörelse för dessa metoder se angående P/E-talsmetoden *Sveriges finansanalytikers förening* (2000) s 45 ff, 77 f. samt angående CAPM-metoden *Arnold* (2005) s 328 ff.

<sup>163</sup> Löfgren och Gometz (1991) s 21 samt Hager (1998) s 173.

<sup>164</sup> Betavärdet.

<sup>165</sup> *Arnold* (2005) s 342 ff.

<sup>166</sup> Se angående formler och härledningar *Arnold* (2005) s 340 ff.

I kapitel tre har redogjorts för lagstiftarens motiv till börskursen som huvudregel vid värdering av minoritetsaktier varför läsaren i detta avseende hänvisas därför dit.

I kapitel åtta granskas skiljedomspraxis efter balken II-domen som var det rättsfall där börskursen som huvudregel grundlades. Granskningen görs med avseende på balken II-domens effekt på lösenbeloppets utveckling. I kapitel nio analyseras sedan gällande rätt mot bakgrund resultaten från denna granskning. Återstoden av detta kapitel skall emellertid ägnas åt lösenbeloppet i lagstiftningen samt rätts- och skiljedomspraxis fram till och med balken II-domen.

## 7.3 Lösenbeloppet 1944-1974

### 7.3.1 1944 års ABL

I 1944 års ABL<sup>167</sup> återfanns reglerna för fastställande av lösenbeloppet i 223 §. I detta lagrum angavs att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarade aktiernas ”verkliga värde”. Vad som avsågs med ”verkligt värde” gavs dock ingen närmare anvisning om vare sig i lagtexten eller i förarbetena.<sup>168</sup>

Först ett drygt decennium senare skulle innebörden av detta begrepp komma att behandlas och i viss mån klarläggas. Detta skedde i och med högsta domstolens avgörande i målet NJA 1957 s 1 – det så kallade Gimomålet.

### 7.3.2 Gimomålet<sup>169</sup>

Gimo var ett aktiebolag som inte bedrev någon aktiv verksamhet. Bolaget ägde däremot huvudsakligen fastigheter vilka utarrenderades till moderbolaget Korsnäs AB. Storleken på arrendet hade vidare beräknats så att Gimo via detta fick täckning för fastighetsskatt samt utgiftsräntor m m avseende de utarrenderade skogsfastigheterna. Runt 1951 begärde majoritetsägaren Korsnäs AB tvångsinlösen av minoritetens aktier varvid rätten till sådant tvångsinlösen utan några kontroverser fastslogs. Storleken på själva lösenbeloppet kom å andra sidan parterna emellan att bli föremål för intensiv förhandling.

Moderbolagets skiljeman fann å sin sida med stöd i *avkastningsvärdet* att Gimoaktien skulle värderas till 125 kr. Skiljenämnden i helhet värderade aktien till 465 kr grundat på *det högsta av avkastnings- och substansvärdet*. I första instans fann rådhusrätten att dessa båda metoder ledde till ungefär

---

<sup>167</sup> ABL (1944:705)

<sup>168</sup> Jfr SOU 1941:9 s 692 f.

<sup>169</sup> NJA 1957 s. 1. Se dock kritiken mot Gimo-målets prejudikatvärde i Dahlgren och Moberg, Tvångsinlösen av aktier s. 49.

samma resultat och fastställde lösenbeloppet till 700 kr. I hovrätten refererade man till *det matematiska värdets metod* – detsamma som substansvärdesmetoden – och fastställde lösenbeloppet till 1900 kr. I HD, slutligen, godkändes hovrättens val av värderingsmetod. Beräkningen underkändes dock varvid lösenbeloppet bestämdes till 900 kr.<sup>170</sup> HD uttalade härvidlag bland annat följande.

...de metoder som kan komma till användning vid värdering av aktier – då värderingen anses icke böra grundas på förekomna försäljningar – är det matematiska värdets...metod och förräntningsmetoden....

Två justitieråd var skiljaktiga. De fann att avkastningsvärdet skulle ligga till grund för värderingen och kom fram till att värdet på aktien kunde uppskattas till 465 respektive 600 kr.

En gemensam ståndpunkt i alla dömande instanser, från skiljenämnden till HD, var att värderingen av aktierna skulle ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier.<sup>171</sup> Sammanfattningsvis konstaterade således HD att det är det högsta av substansvärdet (matematiska värdet) och avkastningsvärdet (förräntningsvärdet) skall läggas till grund aktiens marknadsvärde, det vill säga det verkliga värde som avgör lösenbeloppets storlek.

I och med Gimo-målets avgörande fick således innebörden av ”verkligt värde” i 1944 års ABL en klarare innebörd under det att det var det högsta av substansvärdet och avkastningsvärdet som skulle läggas till grund för beräkandet av lösenbeloppet. Målets prejudikatvärde har, om än i mycket begränsad utsträckning, kritiserats inom doktrinen med hänvisning till de speciella omständigheter som förelåg i målet.<sup>172</sup>

### **7.3.3 Skiljedomspraxis under 1944 års ABL**

#### **7.3.3.1 Flodhammars undersökning<sup>173</sup> 1948-1977**

Under perioden 1948-1977 avkunnades 168 skiljedomar avseende tvångsinlösen. Inklusivt skiljenämndens avgörande som föregick det ovan presenterade Gimo-målet innefattar Gunnar Flodhammars undersökning, efter urval och bortfall, 55 av dessa skiljedomar. Bland de skiljedomar som inte medtagits i Flodhammars undersökning ingår bl.a. 41 fall där förlikning stadfästs.<sup>174</sup> Då det är av visst intresse att se hur fördelningen mellan tvist och förlikning ser ut kommer dock dessa 41 fall av förlikning att redovisas här.

---

<sup>170</sup> HD gjorde här avdrag för skogsvinstskatt samt utskiftningskatt.

<sup>171</sup> Jfr. Svensson (1996) s 42 f.

<sup>172</sup> Jfr Dahlgren och Moberg s 49.

<sup>173</sup> Flodhammar, Gunnar. (1980), Företagsvärdering vid tvångsinlösen. Lund: P. A. Nordstedts & Söners förlag.

<sup>174</sup> Flodhammar (1980) s 130 ff.

I de 55 undersökta fallen där tvist avseende lösenbeloppets storlek förelåg, fann Flodhammar att skiljemännen i 26 fall uttryckligen tagit ställning till vilken värderingsmetod som skulle användas. I övriga 29 av de undersökta fallen har parterna efter inledd tvist troligtvis kommit överens om vilken värderingsmetod som skall användas och således förlikts under tvisteförfarandet. Flodhammar räknar emellertid inte dessa 29 fall som reguljära förlikningar.<sup>175</sup> Här kommer dock dessa 29 fall – tillsammans med de 41 fallen där förlikning blivit stadfäst innan tvisteförfarandet inletts – att betraktas som rena förlikningar. I tabell 7.1 nedan visas en sammanställning av Flodhammars undersökning med de ovan angivna urvalsändringarna.

Huvudgrupp	Antal fall	Relativ frekvens	%
Tvistiga fall	26	0,27	27
Förlikning	70	0,73	73
<i>Totalt, samtliga fall</i>	96	1,00	100

Tabell 7.1 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1948-1977

Av tabellen ovan framgår att det i 27 % av de undersökta fallen förelåg tvist avseende lösenbeloppets storlek. I 73 % av fallen har parterna antingen innan eller under själva tvisteförfarandet lyckats komma överens om vilken värderingsmetod som skall användas och således förlikts.

I undersökningen granskades skiljedomarna bl.a. med avseende på val av värderingsmetod samt vilken betydelse ”verkligt värde” givits.<sup>176</sup> Som nämnt ovan lyckades parterna inte i 26 av de totalt 96 fallen att enas om vilken värderingsmetod som skulle användas. Som också nämnts ovan tog skiljenämnderna i dessa fall uttryckligen ställning till valet av värderingsmetod.

Innan tabellen nedan kommenteras skall först några påpekanden angående denna göras. I Flodhammars undersökning anges att skiljenämnderna i 11 fall använt sig av ett rent avkastningsvärde som värderingsobjekt. Vidare hänförs ett fall till kategorin *övriga metoder* i vilket skiljenämnden fastställt lösenbeloppet på basis av avkastningsvärdet trots att likvidationsvärdet givit ett högre värde. Enligt min mening skall detta fall hänföras till kategorin *avkastningsvärde* istället för *övriga metoder* varvid förstnämnda kategori istället för 11 får 12 fall. Ytterligare ett fall som av Flodhammar hänförts till kategorin *övriga metoder* särredovisas i kategorin *komb av AV och substansvärdet*. På detta sätt får *övriga metoder* i stället för fyra två fall. I tabell 7.2 på följande sida visas fördelningen på de olika värderingsmetoderna med nu beskrivna ändringar.

<sup>175</sup> Flodhammar (1980) s 131 f.

<sup>176</sup> Flodhammar (1980) s 142 f.

Värderingsmetod	Antal fall	Relativ frekvens	%
Avkastningsvärdet (AV)	12	0,46	46
Likvidationsvärdet (LV)	2	0,08	8
Kombination av AV och LV	5	0,19	19
Högsta av AV och LV	3	0,12	12
Komb av AV och substansvärdet	1	0,04	4
Börskursen	1	0,04	4
Övriga metoder	2	0,08	8
<i>Totalt</i>	26	1,00	100

Tabell 7.2 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1948-1977; val av värderingsmetod i fall av tvist.

De två fallen där *övriga metoder* har tillämpats skall kommenteras något. I de två första av dessa fall bestämdes lösenbeloppet med ledning av faktiskt erlagda köpeskillingar för (dotterbolags-) aktier i de bolag vari aktier var föremål för inlösen. Med kapitel 2 i minnet noterar den uppmärksamme läsaren att fråga här är om en värdering i viss enlighet med de principer som ligger till grund särregeln<sup>177</sup>. Dock fanns vid tiden för dessa två skiljedomars avkunnande ännu ej någon i lag reglerad särregel.<sup>178</sup>

Resultaten från undersökningen visar enligt Flodhammar att lösenbeloppets storlek genomgående har beräknats på grundval av avkastningsvärdet, dock lägst på grundval av likvidationsvärdet.<sup>179</sup> Detta värde har också enligt praxis varit att betrakta som det ”verkliga värdet”. Vidare framgår av denna praxis att aktiernas egenskap av minoritetsaktier inte skall beaktas vid värderingen.<sup>180</sup>

Skiljedomspraxis för värdering av minoritetsaktier under perioden 1948-1977 överensstämmer således med de i Gimo-målet fastslagna principerna såtillvida att det är bolagets värde i sig som skall ligga till grund för värdering av aktierna.<sup>181</sup>

Flodhammar har vidare i 13 av de i undersökningen ingående fallen undersökt vilken tidpunkt som tillämpats av skiljenämnderna vid värdering av de inlöst aktierna.<sup>182</sup> I tabell 7.3 på följande sida visas resultaten från sju av dessa fall.<sup>183</sup>

<sup>177</sup> Ang särregeln i gällande rätt, se ovan under 3.4. Ang denna regel i 1975 års ABL, se nedan under 7.4.1.2.

<sup>178</sup> Jfr. Flodhammar (1980) s 146 f.

<sup>179</sup> Flodhammar (1980) s 147 f.

<sup>180</sup> Se Flodhammar (1980) s 165.

<sup>181</sup> Jfr Svensson (1996) s 25 f.

<sup>182</sup> Se Flodhammar (1980) s 160.

<sup>183</sup> Konstigt nog redovisar Flodhammar bara dessa sju fall; avseende de resterande sex fallen kommenteras bara skiljenämndernas resonemang kring vilken värderingstidpunkt som borde användas. Möjligen är det så att det inte tydligt framgår vilken tidpunkt som slutligen valts.

Värderingstidpunkt	Antal fall	Relativ frekvens	%
Tidpunkt då inlösenförfarande påkallas	1	0,14	14
Tidpunkt då skiljedom avkunnas	1	0,14	14
Tidpunkt då äganderätt till de inlösta aktierna övergår	5	0,71	71
<i>Totalt</i>	7	1,00	100

Tabell 7.3 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1948-1977; värderingstidpunkt.

Det framgår tydligt att den vanligaste tidpunkten varit den då äganderätten övergått från minoriteten till majoriteten.

### 7.3.3.2 Dahlgren och Mobergs undersökning<sup>184</sup> 1967-1974

I Dahlgren och Mobergs undersökning från 1976 granskades totalt 47 fall av tvångsinlösen under perioden 1967-1974. Nio fall var vid tiden för undersökningen oavslutade.<sup>185</sup> Resterande 33 fall fördelade sig enligt tabell 7.4 nedan.

Huvudgrupp	Antal fall	Relativ frekvens	%
Tvistiga fall	21	0,64	64
Förlikning	12	0,36	36
<i>Totalt, samtliga fall</i>	33	1	100

Tabell 7.4 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1967-1974.

Skiljedomarna granskades vidare med avseende på dels själva tvångsinlösenförfarandet i sig samt dels värderingen av minoritetsaktierna. Vad gäller det sistnämnda gav undersökningen vid handen att huvudformerna för värdering av minoritetsaktier enligt skiljedomspraxis varit något av *substansvärdet* och *avkastningsvärdet*.<sup>186</sup> I undersökningen exemplifieras detta med 10 av de 21 fallen.<sup>187</sup> I tabell 7.5 på följande sida visas resultaten från nämnda undersökning. Det framgår därvidlag att avkastningsvärdet användes i 50 % av de undersökta fallen medan substansvärdet användes 20 % av dessa fall. Jämfört med Flodhammars undersökning, vilken tidsmässigt överlappar Dahlgren och Mobergs undersökning, kan detta resultat tyckas märkligt. Flodhammars undersökning visade ju att det var något av avkastnings- och *likvidationsvärdet* och som använts flitigast medan Dahlgren och Mobergs resultat visade på något av avkastnings- och *substansvärdet*.

<sup>184</sup> Dahlgren, Elisabeth och Moberg, Krister. (1976), Tvångsinlösen av aktier. Lund: Juridiska föreningen i Lund.

<sup>185</sup> Dahlgren och Moberg (1976) s 17 f.

<sup>186</sup> Dahlgren och Moberg (1976) s 69.

<sup>187</sup> Dahlgren och Moberg (1976) s 60 ff.



Värderingsmetod	Antal fall	Relativ frekvens	%
Avkastningsvärdet (AV)	5	0,5	50
Substansvärdet (SV)	2	0,2	20
Likvidationsvärdet (LV)	1	0,1	10
Kombination av AV och SV	1	0,1	10
Börskursen	1	0,1	10
<i>Totalt</i>	<i>10</i>	<i>1</i>	<i>100</i>

Tabell 7.5 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1967-1974; val av värderingsmetod i fall av tvist.

I Flodhammars undersökning hade bara substansvärdet tillämpats i ett fall och då i kombination med substansvärdet.<sup>188</sup> I Dahlgren och Mobergs undersökning finns ett noterat fall av denna kombination av värderingsmetoder.

Hade inte Moberg och Dahlgren i sin undersökning haft med likvidationsvärdet som särskild värderingsmetod hade det legat nära till hands att förklara nu nämnda förhållande som en terminologisk inkonsekvens, dvs. att Dahlgren och Moberg med substansvärde avsett detsamma med likvidationsvärde. Beräkningen av substans- och likvidationsvärdet går nämligen till på samma sätt med den skillnaden att vissa ytterliga kostnadsposter påförs vid beräkningen av det senare.<sup>189</sup> Då Moberg och Dahlgren har medtagit likvidationsvärdet kan förhållandet emellertid inte förklaras på detta sätt. De enda rimliga förklaringarna till att Dahlgren och Moberg i sin undersökning har med en värderingsmetod som inte återfinns i Flodhammars är antingen att deras urval skiljer sig åt eller att de på olika sätt tolkat skiljenämndernas sätt att värdera aktierna i fråga. Om någon av undersökningarna skall ges företräde talar dock det större omfånget på Flodhammars undersökning till dennes fördel.

Pga. svårigheten att kontrollera respektive undersöknings urval samt tolkningen av skiljenämndernas avgöranden får vi dock nöja oss med att konstatera att såväl Flodhammars som Dahlgren och Mobergs undersökning med god marginal visar på *avkastningsvärdet* som den mest använda värderingsmetoden i skiljedomspraxis perioden 1967-1974. I stora delar bekräftas således Flodhammars resultat av Dahlgren och Mobergs undersökning. Om man inte beaktar de ovan nämnda potentiella felkällorna till de avvikelser som förekommer i Dahlgren och Mobergs undersökning är dock en skillnad att likvidationsvärdets betydelse minskat något till förmån för substansvärdet.

Vad gäller tidpunkt för värdering av minoritetsaktierna framkom i undersökningen olika varianter. Någon sammanställning av de olika varianterna gjordes dock inte.<sup>190</sup>

<sup>188</sup> Detta fall sorterar i tabell 5.2 under kategorin *övriga metoder*.

<sup>189</sup> Jfr. Flodhammar (1980) s 115 ff. samt Löfgren och Gometz (1991) s 21 ff.

<sup>190</sup> Jfr. Dahlgren och Moberg (1976) s 57 f.

## 7.4 Lösenbeloppet 1975-1995

### 7.4.1 1975 års ABL

I 1975 års ABL<sup>191</sup> placerades reglerna om tvångsinlösen i 14 kap 31 §. En ny så kallad *särregel* infördes varvid den sedan tidigare gällande regeln, att värdering skall ske till det verkliga värdet, kom att betraktas som *huvudregel* vid värdering av inlösta aktier<sup>192</sup>. Samma indelning och terminologi används även i 2005 års ABL. Som påpekats ovan i avsnitt 3.1 har dock reglerna förändrats i materiellt hänseende.

#### 7.4.1.1 Huvudregeln

I 14 kap 31 § första stycket 1975 års ABL står följande.

Äger moderbolag självt eller tillsammans med dotterföretag mer än nio tiondelar av aktierna med mer än nio tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i dotterbolag, har moderbolaget rätt att av de övriga aktieägarna i sistnämnda bolag lösa in återstående aktier. Den vars aktier kan lösas in har rätt att få sina aktier inlösta av moderbolaget.

Ingen närmre anvisning gavs dock i lagen för hur lösenbeloppets storlek skulle fastställas. Dock kan noteras att man från lagtexten strukit att lösenbeloppet skulle motsvara aktiernas ”verkliga värde”. Som skäl härför anfördes att stadgandet om ”verkligt värde” var intetsägande och att avgörandet i detta avseende istället skulle överlämnas till praxis och doktrin.<sup>193</sup> Dock uttalades i propositionen att värderingen av aktier vid tvångsinlösen skulle ske utan hänsyn till dessa aktiers egenskap av minoritetsaktier.<sup>194</sup> Anledningen till detta uttalande torde ha varit att minoritetsaktier normalt sett ansågs betinga ett lägre värde på grund av det lilla inflytande sådana aktier medförde och att detta förhållande inte skulle kunna läggas till grund för ett lägre lösenbelopp än tillbörligt.<sup>195</sup> Innebörden av detta uttalande har diskuterats inom doktrinen och bedömts i praxis.<sup>196</sup>

#### 7.4.1.2 Särregeln

1975 års lag innebar i jämförelse med 1944 års lag inga materiella förändringar avseende val av värderingsobjekt vid tvångsinlösen av

---

<sup>191</sup> ABL (1975:1385); utformning vid tiden för upphävandet av 1975 års ABL.

<sup>192</sup> Observera dock att skrivningen ”verkligt värde” togs bort.

<sup>193</sup> Prop 1975:103 s 533.

<sup>194</sup> Prop 1975:103 s 533.

<sup>195</sup> Svensson (1996) s 42.

<sup>196</sup> Jfr. Svensson (1996) s 38 f. Svensson går här så långt som att påstå att 1975 års ABL ger stöd för att substansvärdet, den sk dotterbolagstolkningen, är det rätta värderingsobjektet. Denna uppfattning torde inte ha vunnit lagstiftarens gehör.

aktier.<sup>197</sup> En stor nyhet var dock som ovan nämnt att det i lagtexten uttryckligen angavs hur lösenbeloppet i ett särskilt fall skulle fastställas. Detta särskilda fall var om en så kallad särregel var tillämplig. I 14 kap 31 § tredje stycket stadgades angående särregeln följande.

Har moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget på grund av inbjudan till en vidare krets att till moderbolaget överlåta sådana aktier mot visst vederlag, skall lösenbeloppet motsvara vederlaget, om ej särskilda skäl föranleder annat.

De formella förutsättningarna för särregelns tillämplighet enligt 1975 års ABL var således

- att erbjudandet var riktat till en vidare krets; samt
- att det förvärvande bolaget genom erbjudandet förvärvat mer än 50 % av aktierna i målbolaget.

Av förarbetena till lagen framgår att med vidare krets förstås ett erbjudande till ett större antal personer bland allmänheten. Som exempel på särskilda skäl att frånga särregeln – då till förmån för huvudregeln – nämns att en längre tid förflutit mellan aktieförvärvet det efterföljande inlösenförfarandet samt att informationsunderlaget varit ofullständigt eller att nya viktiga omständigheter tillkommit.<sup>198</sup> Motivet till särregeln var enligt förarbetena att de aktieägare som inte accepterat det ursprungliga erbjudandet, i ett efterföljande inlösenförfarande inte skulle kunna få ut ett högre pris än de aktieägare som accepterat det ursprungliga budet.

Kravet på att det inlösande bolaget genom sitt offentliga erbjudande förvärvat mer än 50 % av aktierna i bolaget ledde snart till att särregeln i skiljedomspraxis kom att tillämpas analogt, dvs. trots att de formella förutsättningarna inte var uppfyllda.<sup>199</sup> I avsnitt 5.2.5 presenteras förekomsten av särregelns analoga tillämpning i skiljedomspraxis.

### 7.4.1.3 Värderingstidpunkten

I 1975 års ABL angavs inte viken tidpunkt som skulle gälla för värderingen. I förarbetena till denna lag uttalades dock att som värderingstidpunkt borde gälla tiden för moderbolagets begäran om tvistens prövning av skiljemän.

Helt utan undantag skulle denna tidpunkt dock inte gälla. I vissa fall skulle senare framkomna omständigheter kunna beaktas och värderingstidpunkten framflyttas. Som exempel anges att det under inlösenförfarandet upptäcks värdefulla tillgångar på målbolagets mark.<sup>200</sup>

---

<sup>197</sup> Trots att skrivningen ”verkligt värde” tagits ut ur lagstiftningen i 1975 års ABL ansågs alljämt den praxis och skiljedomspraxis som utbildats under 1994 års ABL gälla. Då skrivningen ”verkligt värde” fanns då denna praxis utbildats är det således rimligt att anta att ingen materiell förändring skett i detta avseende. Se även Flodhammar (1980) s 38.

<sup>198</sup> Prop 1975:103 s 533.

<sup>199</sup> Jfr. Widhagen (1990) s 310 ff samt Bergman och Hellner (1992) s 81 ff.

<sup>200</sup> Prop 1975:103 s 533 f.

I den fortsatta framställningen redogörs för skiljenämndernas val av värderingstidpunkt mot bakgrund av nu nämnda propositionsuttalanden.

## 7.4.2 Skiljedomspraxis under 1975 års ABL

### 7.4.2.1 Widhagens undersökning<sup>201</sup> 1984-1989

Widhagens undersökning är till sin omfattning relativt liten. Mig veterligen är det dock den första publicerade undersökning avseende skiljedomspraxis sedan 1975 års ABL trätt i kraft. Den undersökta perioden är 1984-1989 och under denna period har 30 fall av tvångsinlösen granskats.<sup>202</sup> En stor skillnad jämfört med de ovan redovisade undersökningarna är att särregeln tillkommit genom 1975 års ABL.

En indelning av skiljedomen görs i tre huvudgrupper: 1. lösenbelopp fastställt genom särskild värdering av dotterbolagsaktien (huvudregeln enligt ABL); 2. lösenbelopp fastställt på basis av det offentliga uppköpserbudandets (särregeln enligt ABL); 3. lösenbelopp fastställt genom överenskommelse mellan parterna (förlikning). I tabell 7.6 nedan visas skiljedomens fördelningen på de ovan angivna huvudgrupperna.

Huvudgrupp	Antal fall	Andel av tvistefallen		Andel av samtliga fall	
		Relativ frekvens	%	Relativ frekvens	%
Huvudregeln	7	0,37	37	0,23	23
Särregeln	10	0,53	53	0,33	33
Särregeln ex analogia	2	0,11	11	0,07	7
<i>Totalt, tvistefall</i>	19	1	100		
Förlikning	11			0,37	37
<i>Totalt, samtliga fall</i>	30			1,00	100

Tabell 7.6 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1984-1989

Värt att notera är här att särregeln, införd i och med 1975 års ABL, tillämpats i större utsträckning än huvudregeln. I enbart tvistefallen tillämpades särregeln i 53 % av fallen medan den totalt sett – dvs. inklusive förlikningsfallen – tillämpades i 33 % av fallen. Givet undersökningens relativt lilla omfång bör dock inte alltför långtgående slutsatser dras av detta.<sup>203</sup>

Till skillnad från Widhagen har jag i tabell 7.6 ovan valt att särredovisa två fall då särregeln har tillämpats analogt. I båda dessa fallen brast det i de

<sup>201</sup> Widhagen, Gunnar. (1990), Om tvångsinlösen av aktier – några reflektioner, i Festskrift till Gotthard Calissendorff.

<sup>202</sup> Widhagen (1990) s 310.

<sup>203</sup> Se dock Bergman och Hellners undersökning nedan under 7.4.2.2.

formella förutsättningarna för särregelns tillämplighet.<sup>204</sup> I ett av fallen kom parterna trots detta överens om att särregeln skulle tillämpas. I det andra fallet valde skiljenämnden på eget bevåg analogisk tillämpning. Man gjorde detta med motiveringen att man på detta sätt erhöll det bästa resultatet i fråga om lösenbeloppets storlek på grundval av tillgängligt material.<sup>205</sup>

Någon närmre undersökning av vilka värderingsmetoder som använts i de fall huvudregeln har tillämpats gjordes inte i Widhagens undersökning. Mot bakgrund av Flodhammars undersökning<sup>206</sup> finns det i nu nämnda avseende emellertid fog för att anta att avkastningsvärdet jämte likvidationsvärdet varit de mest anlitade värderingsmetoderna i skiljedomspraxis perioden 1984-1989.<sup>207</sup>

Skiljenämndernas val av värderingstidpunkt visas nedan i tabell 7.7.

Värderingstidpunkt	HR:n	antal fall	%	Särregeln antal fall	%
Tidpunkt då inlösenförfarande påkallas		6	86	3	27
Tidpunkt för offentligt erbjudande			0	8	73
Tidpunkt då äganderätt till de inlösta aktierna övergår		1	14		0
<i>Totalt</i>		7	100	11	100

Tabell 7.7 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1984-1989; värderingstidpunkt.

Av tabellen framgår tydligt att skiljenämnderna i huvudregelsfallen nästan uteslutande valt att använda sig av tidpunkten för inlösenförfarandets påkallande. När det gäller särregelsfallen har tidpunkten för det offentliga erbjudandet använts i merparten av fallen.

#### 7.4.2.2 Bergman och Hellners undersökning<sup>208</sup> 1987-1990

Denna undersökning omfattar perioden 1987-1990 och överlappar således i viss mån Widhagens undersökning tidsmässigt. Under perioden avkunnades 103 skiljedomar. Efter bortfall<sup>209</sup> ingick i Bergman och Hellners undersökning 89 av dessa skiljedomar. I undersökningen grupperades skiljedomarna på samma sätt som i Widhagens undersökning.<sup>210</sup> Skiljedomarnas fördelning visas i tabell 7.8 på följande sida.

<sup>204</sup> Ang dessa formella förutsättning, se ovan under 7.4.1.2.

<sup>205</sup> Widhagen (1990) s 311.

<sup>206</sup> Se ovan under 7.3.3.1.

<sup>207</sup> Detta är min högst personliga tolkning.

<sup>208</sup> Bergman, Erik och Hellner, Peter. (1992), Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie. Stockholm: Författarna och Juristförlaget JF AB.

<sup>209</sup> Se Bergman och Hellner (1992) s 15.

<sup>210</sup> I likhet med det alternativa sätt på vilket jag redovisade Widhagens undersökning har Bergman och Hellner valt att särredovisa de fall där särregeln tillämpats analogt.

Huvudgrupp	Antal fall	Andel av tvistefallen		Andel av samtliga fall	
		Relativ frekvens	%	Relativ frekvens	%
Huvudregeln	18	0,38	38	0,20	20
Särregeln	21	0,44	44	0,24	24
Särregeln ex analogia	9	0,19	19	0,10	10
<i>Totalt, tvistefall</i>	48	1,00	100		
Förlikning	41			0,46	46
<i>Totalt, samtliga fall</i>	89			1,00	100

Tabell 7.8 Skiljedomspraxis avseende perioden 1987-1990.

Den första slutsatsen som kan dras av denna undersökning är att särregeln fått fäste sedan dess införande genom 1975 års ABL. I tvistefallen tillämpades särregeln i 44 % av fallen medan den totalt sett – dvs. inklusive förlikningsfallen – tillämpades i 24 % av fallen. I jämförelse med såväl *tvistefallsgruppen* som *gruppen samtliga fall* i Widhagens undersökning har dock särregelns tillämpning minskat en aning. Dock skall erinras om den ringa omfattningen på Widhagens undersökning samtidigt som andelen förlikningar är större i Bergman och Hellners undersökning. I *gruppen samtliga fall* har den analogivisa tillämpningen av särregeln ökat ytterst lite i jämförelse med Widhagens undersökning. I enbart *tvistefallsgruppen* märks dock en ökning av den analogivisa tillämpning, något som också kan bidra till att förklara den minskade formella tillämpningen av särregeln.<sup>211</sup>

I de fall då huvudregeln tillämpades fördelade sig valet av värderingsmetod enligt tabell 7.9 nedan.

Värderingsmetod	Antal fall	Relativ frekvens	%
Avkastningsvärdet (AV)	7	0,39	39
Substansvärdet (SV)	6	0,33	33
Likvidationsvärdet (LV)	1	0,06	6
Kombination av AV och SV	1	0,06	6
Börskursen	3	0,17	17
<i>Totalt</i>	18	1,00	100

Tabell 7.9 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1987-1990; val av värderingsmetod när huvudregeln tillämpats.

I de fall huvudregeln har tillämpats visar således skiljedomspraxis att avkastningsvärdet under perioden 1987-1990 är det mest tillämpade värderingsobjektet, tätt följt av substansvärdet. Likvidationsvärdets

<sup>211</sup> Huruvida detta beror på att man i senare praxis, dvs. Bergman och Hellners undersökning, haft en strängare syn på uppfyllandet av de formella förutsättningarna för tillämpningen av särregeln är svårt att säga. Troligare är att skillnaderna avseende den analoga tillämpningen beror på att Bergman och Hellners undersökning är större i omfång än Widhagens. Med detta resonemang har således Bergman och Hellners undersökning större reliabilitet än Widhagens undersökning.

betydelse har minskat i jämförelse med Flodhammars undersökning samtidigt som tillämpningen av börskursen som värderingsobjekt har ökat. Emellertid kan konstateras att principen om att det är bolagets värde i sig som skall ligga till grund för värdering av aktierna i hög grad fortfarande var aktuell 1990.<sup>212</sup> Den viktigaste slutsatsen är emellertid att särregeln vunnit skiljenämndernas gehör och de facto dominerat i de fall då frågan om lösenbeloppet varit tvistig.

I tabell 7.10 nedan visas skiljenämndernas val av värderingstidpunkt.

Värderingstidpunkt	Huvudregel antal fall	%	Särregel antal fall	%
Tidpunkt då inlösenförfarande påkallas	15	83	3	21
Tidpunkt för offentligt erbjudande		0	10	71
Tidpunkt då äganderätt till de inlösta aktierna övergår	3	17		0
Framgår ej		0	1	7
<i>Totalt</i>	<i>18</i>	<i>100</i>	<i>14</i>	<i>100</i>

Tabell 7.10 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1987-1990; värderingstidpunkt.

## 7.5 Balken II-målet<sup>213</sup>

1996 avgjordes så det mål som mer än något annat skulle komma att bana väg för reglerna avseende värdering av minoritetsaktier i 2005 års ABL. Nedan redogörs för målet och dess handläggning i högsta domstolen. I kapitel 9 kommer målet i vissa avseenden att analyseras på ett mer djuplodande sätt. Här skall bara redogöras för principiellt viktiga uttalanden samt innebörden av dessa.<sup>214</sup>

### 7.5.1 Frågor i målet samt yrkanden m.m.

Målet handlade om tvångsinlösen av aktier i bolaget Balken AB (Balken). Majoritetsägare och tillika inlösare var NH Nordiska Holding AB (NH)<sup>215</sup>. Föremål för avgörande var frågan om lösenbeloppets storlek, med andra ord vad som skulle ligga till grund för värderingen av minoritetsaktierna i Balken AB. NH yrkade i första hand att börskursen vid påkallandetidpunkten skulle läggas till grund för värderingen medan minoriteten i Balken yrkade att värderingen skulle ske på grundval av bolagets substansvärde alternativt likvidationsvärde vid påkallandetidpunkten. Mot bakgrund av praxis så som denna presenterats ovan torde således minoriteten ha haft goda skäl för sitt yrkande.

<sup>212</sup> Jfr Svensson (1996) s 25 f.

<sup>213</sup> NJA 1996 s. 293

<sup>214</sup> För skiljenämndens och underrätternas avgöranden hänvisas till NJA I 1992 s 293.

<sup>215</sup> Före detta Pronator AB.

## 7.5.2 Högsta domstolens ställningstagande

Högsta domstolen börjar med följande konstaterande.

En tvångsinlösen skall så långt möjligt ge samma ekonomiska resultat för minoritetsaktieägarna som en frivillig försäljning av aktierna.

Resonemanget fortsätts längre fram på följande sätt.

Det finns därför knappast något utrymme för att ge minoritetsaktieägarna ett övervärde därför att det är fråga om tvångsinlösen av deras aktier (jfr Nials yttrande i NJA 1957 s 1). Det bör inte heller komma i fråga att ge minoritetsaktieägarna en ersättning som överstiger marknadspriset för aktierna under hänvisning till att marknadspriset inte på ett riktigt sätt återspeglar de värden som finns i bolaget. I den mån det finns ett substansvärde i bolaget som överstiger det totala marknadspriset på bolagets aktier, kan skillnaden (övervärdet) komma aktieägarna till godo endast i samband med bolagets upplösning. Men minoritetsaktieägarna kan normalt inte genomdriva en sådan åtgärd. För dem utgör aktierna endast en finansiell tillgång. Detta talar starkt emot att - när det finns en marknad för aktier - bestämma ersättningen vid tvångsinlösen med hänsyn tagen till det för minoritetsaktieägarna oåtkomliga övervärdet.

Efter att sedan ha konstaterat att det är aktiens verkliga värde som skall ligga till grund för fastställandet av lösenbeloppet slår högsta domstolen fast att med detta värde avses marknadsvärdet. Följande uttalanden är härvidlag av intresse.

I enlighet härmed upptogs i 1975 års lag inte någon allmän bestämmelse om att lösenbeloppet skall bestämmas med hänsyn till aktiernas verkliga värde. Särregeln visar emellertid att lagstiftaren inte därmed tog avstånd från uppfattningen att det var aktiernas marknadspris som skulle läggas till grund för lösenbeloppet.

-----  
Ingenting talar för att detta är den enda situation där marknadspriset på aktierna kan läggas till grund för lösenbeloppet. Det ligger tvärtom nära till hands att tillämpa särregeln analogt i situationer där moderbolaget på grund av ett offentligt erbjudande till ett och samma pris förvärvat en betydande del av sina aktier i bolaget, men exempelvis på grund av att erbjudandet lämnades när moderbolaget redan ägde hälften av samtliga aktier i bolaget, särregeln inte blir direkt tillämplig.

Avseende frågan om hur marknadsvärdet skall bestämmas uttalar domstolen följande.

Börskursen bör trots detta i de allra flesta fall kunna godtas som en korrekt värdemätare. Underlaget för en välgrundad kursbildning på den svenska aktiemarknaden har successivt blivit bättre.

-----  
Däremot måste i varje enskilt fall börskursens värde som måttstock prövas. En inte ovanlig situation är att ett offentligt erbjudande, baserat på börskurs, accepteras av aktieägare som har ett betydande innehav i målbolaget och samtidigt på goda grunder måste anses vara insiktsfulla, professionella aktörer på aktiemarknaden. Mycket speciella omständigheter, t.ex. vilseledande information från budgivare eller målbolag, måste föreligga, om man i en sådan situation skall anse det av aktieägarna accepterade budet



som mindre representativt för aktiens verkliga värde än ett värde beräknat av en enstaka värderingsman, även om denne använt en teoretiskt korrekt värderingsmodell (jfr Widhagen a a s 325).

-----  
Med verkliga värdet förstås att värderingen skall grundas på marknadspriset om aktien är noterad på börs eller föremål för liknande notering och i annat fall på bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga. Om lösenbeloppet skall grundas på börskursen eller liknande notering måste emellertid kursens värde som måttstock prövas. Det innebär inte att hela målbolaget alltid måste värderas. Ofta kan det räcka med att konstatera att den aktuella kursen nära överensstämmer med det pris moderbolaget har betalat för sina aktier i målbolaget på grund av ett offentligt uppköpserbjudande eller i anslutning till ett sådant erbjudande.

För aktier som är noterade på börs eller föremål för liknande notering återges enligt högsta domstolen således marknadsvärdet av den aktuella noteringen. Mycket speciella omständigheter skall enligt domstolen föreligga för att börskursen skall kunna frångås.

### 7.5.3 Kommentar till domen

Den springande punkten är att HD i Balken-målet slår fast att minoritetsaktien skall värderas som en finansiell tillgång och inte som en andel av det bolag i vilket aktien är föremål för inlösen. I och med detta uttalande kan konstateras att högsta domstolen genom sitt domslut bröt med den i Gimomålet och efterföljande skiljedomspraxis fastlagda principen att det är bolagets värde i sig som skall ligga till grund för värderingen av minoritetsaktierna. Högsta domstolens avgörande motsäger även uttalandet i förarbetena till 1975 års ABL om att aktiernas egenskap av minoritetsaktier inte skall beaktas vid värderingen.

Börskursen skall således som huvudregel användas som värderingsobjekt. Vad som menas med att börskursens värde som måttstock måste prövas framgår till viss del av domen. Mycket speciella omständigheter skall föreligga, vilket av högsta domstolen exemplifieras med att budgivaren t ex spridit vilseledande information. En annan intressant sak är att domstolen tar införandet av särregeln till intäkt för att lagstiftaren förordat en värdering till marknadsmässigt försäljningsvärde. På samma sätt hänvisas till den i skiljedomspraxis analoga tillämpningen av särregeln.

Vad som avses med *liknande notering* illustreras till viss del av målet. Balken AB var nämligen inte börsnoterat utan bara noterat på Stockholms Börsinformations inofficiella lista.<sup>216</sup> Detta godtogs dock av HD såsom en notering som indikerande marknadsvärdet. Som påpekats flera gånger hittills i uppsatsen har Balken II-domen mer eller mindre till fullo kodifierats i 2005 års ABL.

---

<sup>216</sup> Svensson (1996) s. 59.

## 7.6 Avslutande anmärkningar

Sammanfattar man skiljedomspraxis från mitten av det föregående seklet fram till 1990 kan följande sägas. Som *värderingsobjekt* har genomgående använts företaget som en helhet. Detta överensstämmer med uttalanden i såväl praxis<sup>217</sup> som förarbetena<sup>218</sup> under den aktuella perioden. Som *värderingsmetod* har genomgående använts något av avkastningsvärdet och substansvärdet.<sup>219</sup> I tabell 7.11 nedan visas hur tillämpningen av olika värderingsmetoder fördelat sig under perioden 1948-1990.

Värderingsmetod	1948-1977		1967-1974*		1984-1989**		1987-1990		1948-1990	
	ant	%	ant	%	ant	%	ant	%	ant	%
Avkastningsvärdet (AV)	12	46					7	39	19	43
Substansvärdet (SV)		0					6	33	6	14
Likvidationsvärdet (LV)	2	8					1	6	3	7
Kombination av AV och SV	1	4					1	6	2	5
Kombination av AV och LV	5	19						0	5	11
Högsta av AV och LV	3	12						0	3	7
Börskursen	1	4					3	17	4	9
Övriga metoder	2	8						0	2	5
<i>Totalt</i>	26	100					18	100	44	100

\* Denna period överlappas av perioden 1948-1977 och kan därför inte medtagas.

\*\* För denna period finns inga undersökningsvariabler att mäta på.

Tabell 7.11 Skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen perioden 1948-1990; val av värderingsmetod.

Det framgår av tabellen att avkastningsvärdet är den i särklass mest använda värderingsmetoden. Därefter kommer substansvärdet tätt följt av en kombination av avkastningsvärdet och likvidationsvärdet.

Vad gäller val av värderingstidpunkt är tidpunkten då äganderätten till de inlösta aktierna övergår den mest använda för perioden 1948-1977.<sup>220</sup> För perioden 1984-1990 är påkallandedagen den mest använda värderingstidpunkten i de fall då huvudregeln tillämpats. I de fall då särregeln tillämpats är under samma period tidpunkten för det offentliga erbjudandet den mest använda värderingstidpunkten i skiljedomspraxis. Skiljedomspraxis avseende val av värderingstidpunkt för perioden 1984-1990 överensstämmer också med förarbetsuttalanden från perioden.<sup>221</sup>

Mot bakgrund av lagstiftning, förarbetsuttalanden, rättspraxis samt skiljedomspraxis kan således gällande rätt för värdering av minoritetsaktier

<sup>217</sup> NJA 1957 s 1.

<sup>218</sup> Prop 1975:103 s 533.

<sup>219</sup> Observera att det nu sagda bara gäller de fall då huvudregeln har tillämpats. Fr.o.m. 1975 tillämpas som bekant särregeln varvid val av värderingsobjekt är irrelevant förutsatt att det inte finns skäl att frångå särregeln.

<sup>220</sup> Under denna period tillämpades inte särregeln på några av de undersökta fallen. Detta beror på att särregeln inte trätt i kraft då de undersökta inlösenförfarandena inleddes.

<sup>221</sup> Prop 1975:103 s 533 f.

fram till och med 1990 beskrivas på följande sätt: När huvudregeln tillämpades skulle företaget som en helhet användas som värderingsobjekt. Tidpunkt för värdering skulle i dessa fall vara den tidpunkt då tvångsinlösen påkallats. Efter Balken II-domen 1996 var den korrekta beskrivningen av gällande rätt istället följande: När huvudregeln tillämpades skulle minoritetsaktien i sig användas som värderingsobjekt. Värderingstidpunkten ändrades inte. Det finns indikationer på att värderingsprinciperna från Balken-målet snabbt fick fäste i skiljedomspraxis.<sup>222</sup> En undersökning av denna praxis är därför av stort intresse. Åt detta skall följande kapitel ägnas.

---

<sup>222</sup> Se Flodhammar (1997).

# 8 Empiri

## 8.1 Inledande anmärkningar

Uppsatsens första delsyfte är att klarlägga skiljedomspraxis med avseende på lösenbeloppets storleksmässiga utveckling under perioden 1993-2005.<sup>223</sup> Som påpekats i inledningskapitlet finns såvitt jag vet ingen publicerad undersökning av lösenbeloppet i skiljedomspraxis avseende nämnda period.<sup>224</sup> Redan av den anledningen torde en sådan undersökning vara på sin plats. Att principerna från balken II-domen sedermera också kodifierades i 2005 års ABL understryker vidare behovet av en granskning av skiljedomspraxis under nämnda period. Frågan uppstår då hur en sådan undersökning av skiljedomspraxis lämpligen bör utformas. Innan resultaten från undersökningen presenteras under 8.2.2 diskuteras denna fråga samt ges en presentation av den valda ansatsen under 8.2.1.

För att tillföra undersökningen ytterligare en dimension har genomförts intervjuer med jurister verksamma som goda män och skiljedomare. Dessa intervjuer presenteras nedan under 8.3.

## 8.2 Lösenbeloppet i skiljedomspraxis efter Balken II

### 8.2.1 Undersökningens upplägg

Uppsatsen behandlar regelverket för värdering av minoritetsaktier. Enkelt uttryckt är således storleken på det vederlag som minoriteten erhåller för sina inlösta aktier – lösenbeloppet – av störst intresse. I uppsatsens tredje kapitel samt i det föregående kapitlet har nu gällande rätt respektive historiskt gällande rätt behandlats. Givet balken II-domens karaktär av vattendelare vad gäller principerna för värdering av minoritetsaktier, är syftet med just det här kapitlet att klarlägga på vilket sätt lösenbeloppet har utvecklats; dvs. hur de i balken II-domen fastlagda principerna har påverkat storleken på lösenbeloppet.

En undersökning av i vilken utsträckning börskursen i enlighet med balken II-domen har använts som värderingsobjekt torde därvidlag vara av mindre intresse. Börskursen var förvisso efter balken II-domen att betrakta som huvudregel. Man skulle då av denna anledning kunna hävda att det finns ett

---

<sup>223</sup> Se ovan under 1.3.

<sup>224</sup> Se dock Börjefors och Utbults opublicerade magisteruppsats i finansiell ekonomi vid HHS från år 2000 – *Tvångsinlösen av aktier ur ett investeringsperspektiv*. (se not 9 ovan). Se även Jennergren (1996/1997); denna undersökning är från 1997 men avser äldre skiljedomspraxis.

visst intresse av att åskådliggöra hur tillämpning av denna ”nya” huvudregel och den sedan tidigare gällande särregeln fördelade sig. Bortsett från det rimliga antagandet att börskursen snabbt vann skiljenämndernas gehör<sup>225</sup> är det dock istället av större intresse att studera hur lösenbeloppets storlek de facto utvecklats under perioden. Vilken regel som tillämpats – huvudregeln eller särregeln – är därvidlag av mindre intresse.

Vidare är det också så att börskursen sägs anpassa sig efter det offentliga budet.<sup>226</sup> Av denna anledning är det rimligt att anta att principerna från balken II-domen har haft viss betydelse för särregelns tillämpning – formellt och analogt. Tanken är ju, som jag förstår det, att man skall kunna falla tillbaka på huvudregeln i de fall då förutsättningar inte finns för att tillämpa särregeln. Det enda rimliga sättet att förstå relationen mellan huvudregeln och särregeln är följaktligen att huvudregeln förutsätts ge en högre värdering av minoritetsaktierna än särregeln<sup>227</sup>; när särregeln inte tillämpas formellt beror ju detta på att inte tillräckligt många accepterat det offentliga budet p.g.a. att detta ansetts för lågt.<sup>228</sup> Om då också huvudregeln – börskursen vid påkallandedagen – förskriver en värdering i paritet med det offentliga budet torde minoritetens situation inte kunna beskrivas som något annat än *moment* 22. Skulle förhållandet mellan det offentliga budet och börskursen vara beskaffat på ovan angivet sätt är det rimligt att anta att balken II-domen haft vidgående konsekvenser för särregelns formella såväl som analoga tillämpning. En undersökning av skiljedomspraxis under den aktuella perioden med avseende på detta förhållande är således välmotiverad.

Undersökningen kommer således i det följande att fokusera på två perspektiv:

1. Utvecklingen av lösenbeloppets storlek under en viss given period efter balken II-domen. För att få mätvärden som perioden efter balken II-domen kan jämföras med har medtagits tre år före denna doms avkunnande. Den undersökta perioden är 1993-2005.
2. Under samma period undersöks också förhållandet mellan det offentliga budet och målbolagets börskurs.

---

<sup>225</sup> Detta framgår av bl.a. av de intervjuer som genomförts under uppsatsarbetet, Nedström (2006-05-25), Milberg (2006-05-26), Ramberg (2006-05-24) och Kamlin (2006-05-26; Jfr. härvidlag Blomberg (1997).

<sup>226</sup> Jag har personligen inte funnit någon publicerad undersökning som bekräftar förhållandet. Åsikten uttrycks dock i förarbetena samt på flera håll inom doktrinen; se t.ex. prop 2004/05:85 s 451 samt SOU 1997:22 s 283 samt t ex Ramberg och Ramberg (1996/1997) s 235.

<sup>227</sup> Se dock Kågerman och Nerpin (1995/1996) s 683 ff; dessa författare hävdar med hänvisning till teorin om perfekt konkurrens och marknadsjämvikt att lösenbeloppet enligt huvudregeln och lösenbeloppet särregeln med nödvändighet över tiden är detsamma. Resonemanget är teoretiskt korrekt men torde förutsätta en marknadseffektivitet som inte föreligger.

<sup>228</sup> Jfr. Ramberg (2002/2993) s 932 f. Observera dock kravet på att större delen av aktierna skulle ha förvärvats genom det offentliga budet, d.v.s. mer än 50 %. Särregelns analoga tillämpning mildrade dock detta krav under den aktuella perioden.

### 8.2.1.1 Urval och bortfall

Undersökningen av lösenbeloppets storlek samt förhållandet mellan det offentliga budet och börskursen bygger på 196 skiljedomar<sup>229</sup> avkunnade mellan 1993-2005. Urvalet är baserat på en sammanställning gjord av Aktiespararna avseende skiljedomar avkunnade under den aktuella perioden.<sup>230</sup> Beräkningen av de undersökningsvariabler som använts är beroende av målbolagets börskurs vid påkallandedagen.<sup>231</sup> Av resterande 196 skiljedomar har bl.a. av denna anledning uteslutits 30 avgöranden avseende icke börsnoterade bolag. Ur ett avgränsningsperspektiv motiveras uteslutningen också av det faktum att tvångsinlösen av aktier i noterade bolag är det överlägset vanligaste.<sup>232</sup> I undersökningen har urvalet inte gjorts beroende av vilken regel som tillämpats eller om förlikning träffats.<sup>233</sup>

Vidare finns ett bortfall på 48 skiljedomar. Flertalet av dessa bortfall berodde på ofullständiga skiljedomar. I ett mindre antal fall berodde bortfallet på att en historisk börskurs inte kunde erhållas.<sup>234</sup> Totalt bygger således undersökningen, efter urval och bortfall, på 118 skiljedomar<sup>235</sup> meddelade under perioden 1993-2005.

### 8.2.1.2 Undersökningsvariabler

#### *Lösenbeloppets storlek*

För att kunna studera hur lösenbeloppets storlek utvecklats måste varje enskilt beslutat lösenbelopp under den aktuella perioden transformeras till ett relativt värde. Det bästa motvärdet i detta avseende skulle naturligtvis vara ett något av avkastnings-, substans- eller likvidationsvärdet. Uppsatsens tidsram medger tyvärr inte den typen av undersökning.<sup>236</sup>

---

<sup>229</sup> Se bilaga A.1 för en fullständig förteckning över dessa skiljedomar.

<sup>230</sup> Huruvida detta är samtliga avkunnade skiljedomar under perioden är svårt att avgöra då domarna inte är offentliga. Av praktiska skäl har jag dock varit hänvisad till denna sammanställning som förvisso kommer från Aktiespararna själva. Av denna anledning får sammanställningen därför betraktas som tillförlitlig. Dessutom upptar den ett stort antal skiljedomar vilket möjliggör produktion av meningsfull statistik.

<sup>231</sup> Angående undersökningsvariabel, se under 6.2.2.

<sup>232</sup> Ramberg (2002/2003) s 931.

<sup>233</sup> I de publicerade undersökningar som granskats i kapitel 6 har dock förlikningar regelmässigt uteslutits ur undersökningarna. Dessa undersökningar har dock haft en annan inriktning då deras primära syfte främst varit att fastställa vilken värderingsmetod som tillämpats; den faktiska storleken på lösenbeloppet var i dessa undersökningar av mindre intresse. I denna undersökning är just storleken på lösenbeloppet (utvecklingen av denna storlek) det primära föremålet. Då man kan anta att villighet till förlikning påverkas av hur lagreglerna är utformade, skulle det vara missvisande att inte också ta med förlikningsfallen i undersökningen. På detta sätt erhålls en helhetsbild av hur lösenbeloppet utvecklats, detta oavsett om förlikning träffats under inlösenförfarandet eller om skiljenämnd självständigt bestämt lösenbeloppet.

<sup>234</sup> De historiska börskurserna togs fram med hjälp av datasystemet Datastream.

<sup>235</sup> Se bilaga A.2 för en fullständig förteckning över dessa skiljedomar.

<sup>236</sup> En sådan undersökning skulle kräva en genomgång av samtliga bolags balans- och resultaträkningar. Detta skulle inte vara möjligt ur ett tids- och resursperspektiv.

Som motvärde används istället börskursen vid tidpunkten för inlösenförfarandets påkallande, dvs. *börskursen vid påkallandetidpunkten*. En rimlig invändning härvidlag är att börskursen vid påkallandetidpunkten kan ha påverkats av det offentliga bud som föregått påkallandet av tvångsinlösen och att man av denna anledning som motvärde borde använda sig av tidigare noterad börskurs än den vid påkallandetidpunkten. Syftet med undersökningen är emellertid att undersöka lösenbeloppets utveckling mot bakgrund av under perioden gällande rätt. Gällande rätt i huvudregelsfallen var enligt balken II-domen börskursen.<sup>237</sup> I övriga fall tillämpades särregeln enligt 1975 års ABL eller analogt. Att som motvärde använda sig av en börskurs vid en annan tidpunkt än påkallandedagen skulle under sådana omständigheter vara onaturligt av flera skäl.

För det första skall enligt balken I-domen<sup>238</sup> påkallandedagen användas som värderingstidpunkt i *huvudregelsfallen*.<sup>239</sup> Vad gäller *särregelsfallen* finns som påpekats ovan ett antagande om att börskursen nära nog alltid anpassar sig till det offentliga budet. Slutsatsen av det nu sagda är att börskursen vid påkallandetidpunkten är det enda naturliga och realistiska motvärdet till det slutliga lösenbeloppet vid en studie av lösenbeloppets storleksmässiga utveckling under den aktuella perioden. Detta gäller även för de fall där förlikning träffats under inlösenförfarandet eftersom man kan anta att villigheten till förlikning med visst innehåll påverkas av regelverkets utformning.<sup>240</sup>

Genom att för varje skiljedom dividera lösenbeloppet med börskursen vid påkallandetidpunkten<sup>241</sup> erhålls således relativa lösenbelopp som är sinsemellan jämförbara. Dessa relativa lösenbelopp utgör undersökningsvariabler i undersökningen. För varje enskilt år under den aktuella perioden har sedan framräknats ett medelvärde baserat på dessa undersökningsvariabler. Innan medelvärdesberäkningen utförts har dock extremvärden uteslutits. Detta för att erhålla rättvisande medelvärden.<sup>242</sup> Totalt har således 13 medelvärden erhållits; ett medelvärde för varje år i undersökningen.

---

<sup>237</sup> Ang dessa principer, se ovan under 5.4.

<sup>238</sup> NJA 1992 s 872.

<sup>239</sup> Dvs. målbolagets börskurs vid påkallandedagen.

<sup>240</sup> Vet t.ex. minoriteten att deras möjligheter till framgång med visst yrkande är små, är det troligare att de kommer att acceptera det offentliga budet eller ingå förlikning där villkoren i stor utsträckning har dikterats av majoriteten. Balken II-domen kan i anslutning till det nu sagda inte uppfattas på annat sätt än att möjligheterna att hävda alternativa värderingsobjekt och –metoder än börskursen har beskrivits. Vidare torde det vara så att detta i större utsträckning gagnar majoriteten än minoriteten.

<sup>241</sup> Historiska börskurser har erhållits genom det elektroniska realtidsdatasystemet Datastream. Endast en aktieserie har använts. Har det funnits mer än en aktieserie – t ex A och B – har den av störst betydelse för beräkningen av lösenbeloppet använts. Avvikande aktieslag såsom bonusaktier m.m. har inte heller beaktats, då dessa förekommit i mycket ringa omfattning samt regelmässigt varit av obetydligt ekonomiskt värde.

<sup>242</sup> Se bilaga B.1 för en utförligare beskrivning av hur källmaterialet har behandlats; Jfr. Körner och Wahlgren (1996) s 102 ff.

### ***Förhållandet mellan det offentliga budet och börskursen***

Av samma skäl som angetts ovan används även här börskursen vid påkallandedagen som motvärde. Genom att för varje skiljedom dividera värdet av det ursprungliga offentliga budet med målbolagets börskurs vid påkallandedagen erhålls således ett kvotvärde. Detta kvotvärde kan sedan användas för att undersöka förhållandet mellan det offentliga budet och börskursen under den aktuella perioden.

Efter gallring av extremvärden har, på samma sätt som beskrivits under föregående rubrik, tretton medelvärden beräknats – ett varje i undersökningen ingående år.<sup>243</sup>

Här nedan under 8.2.2 presenteras först resultaten från undersökningen av förhållandet mellan det offentliga erbjudandet och börskursen. Därefter presenteras resultaten från undersökningen av lösenbeloppets storleksmässiga utveckling.

## **8.2.2 Resultat**

### **8.2.2.1 Förhållandet mellan offentligt erbjudande och börskurs 1993-2005**

I tabell 8.1 nedan visas det relativa förhållandet mellan offentliga erbjudanden och börskurser vid påkallandedagen under perioden 1993-2005.<sup>244</sup>

År												
1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
104%	100%	99%	102%	102%	100%	102%	104%	101%	100%	100%	104%	100%

**Lösenbelopp relativt börskurs**

Tabell 8.1 Offentligt erbjudande relativt börskurs vid påkallandetidpunkten presenterat som årliga medelvärden för perioden 1993-2005.

Det framgår med all önskvärd tydlighet att det finns ett starkt samband mellan det offentliga erbjudandet och börskursen vid påkallandetidpunkten. Som mest översteg det offentliga erbjudandet börskursen med 4 % under den undersökta perioden. Generellt gäller dock att offentligt erbjudande och börskurs ligger nära varandra.

I diagram 8.1 nedan åskådliggörs förhållandet mellan det offentliga erbjudandet och börskursen grafiskt.

<sup>243</sup> Se bilaga B.2 för en utförligare beskrivning av hur källmaterialet har behandlats.

<sup>244</sup> För grafisk återgivning, se diagram 8.1 nedan.



**Off erbj relativ  
börskurs**

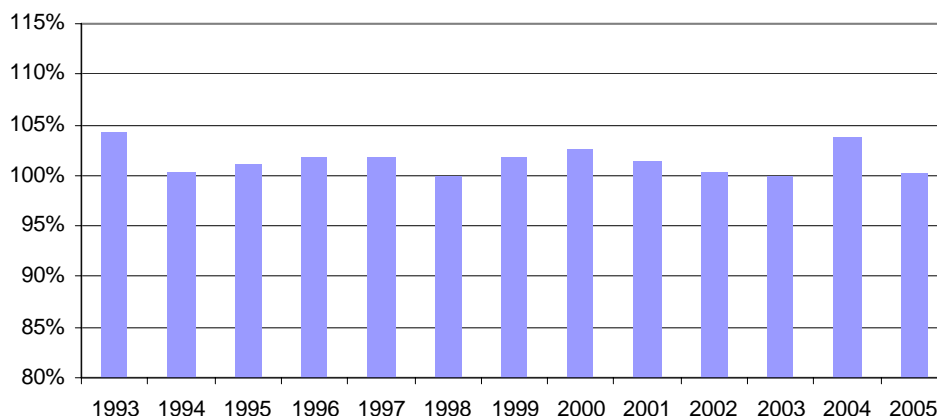


Diagram 8.1 Det offentliga erbjudandets storlek i förhållande till börskursen vid påkallandedagen.

År

### 8.2.2.2 Lösenbeloppet perioden 1993-2005

I tabell 8.2 nedan visas de relativa lösenbeloppen i skiljeförfaranden avslutade under perioden 1993-2005.<sup>245</sup>

År												
1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
124%	115%	117%	105%	104%	101%	104%	109%	104%	102%	100%	100%	102%

**Lösenbelopp relativt börskurs**

Tabell 8.2 Lösenbeloppet relativt börskurs vid påkallandetidpunkten presenterat som årliga medelvärden för perioden 1993-2005.

1996 var det år då balken II-domen avkunnades. Detta år är det relativa lösenbeloppet i genomsnitt 105 %. De år i undersökningen som föregår denna dom, dvs. 1993-1995, var det årliga relativa lösenbeloppet 124 % som högst och 115 % som lägst. Åren efter balken II-domen kan sedan noteras en trend bestående av successivt sjunkande relativa lösenbelopp.<sup>246</sup> Runt cirka 100 % verkar det relativa lösenbeloppet stabiliseras. Under perioden 1993-2005 kan alltså en dryg tjugoprocentig minskning av det relativa lösenbeloppets storlek noteras. Förhållandet illustreras grafiskt i diagram 8.2 nedan.

<sup>245</sup> För grafisk återgivning, se diagram 8.2 nedan.

<sup>246</sup> Ett undantag härvidlag är dock det relativa lösenbeloppet för år 2000. Orsaken till den temporära uppgången under detta år kan man spekulera i; möjligtvis inverkade det rådande borsklimatet under IT-eran, eller så handlade det helt enkelt om speciella omständigheter för de berörda bolagen. Den sistnämnda förklaringen är den mest troliga eftersom de fall som drog upp värdet inte var IT-bolag. Istället var det bland annat SEB som efter förlikning med Trygg Hansa betalade ett lösenbelopp på 114% av börskursen, samt Candle Corporation som genom tillämpning av särregeln fick betala det offentliga budet för Liljeholmen. Detta offentliga bud uppgick till 126% jämfört med börskursen vid påkallandetidpunkten för tvångsinlösen.

**Lösenbelopp  
relativt börskurs**

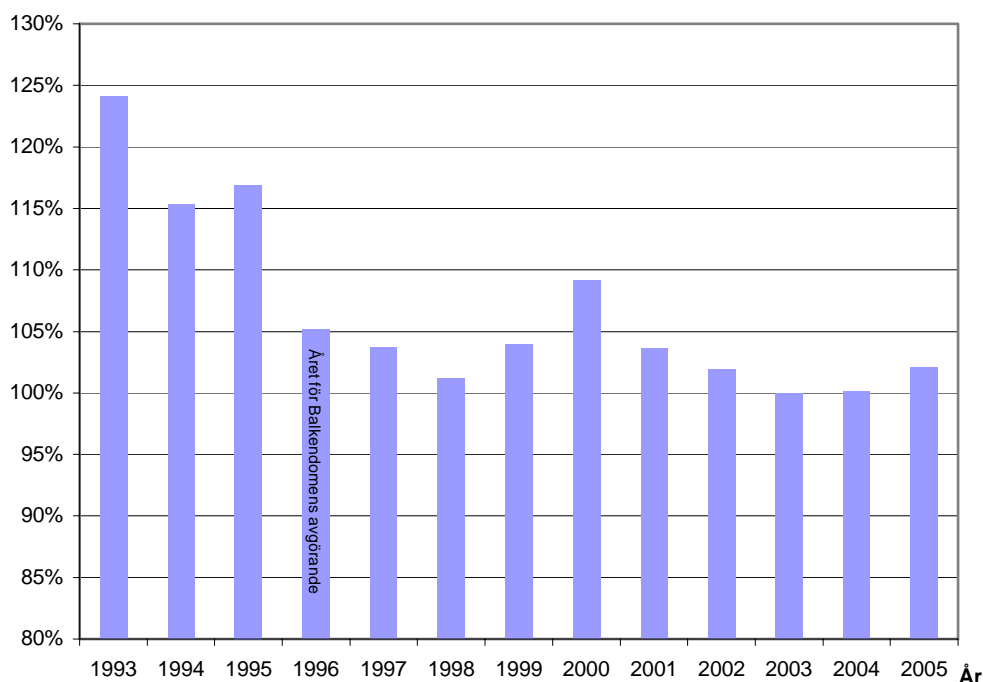


Diagram 8.2 Lösenbeloppets storlek i förhållande till börskursen vid tiden för påkallande av tvångsinlösen.

### 8.3 Åsikter i branschen<sup>247</sup>

Som nämnt i inledningskapitlet har fyra verksamma jurister intervjuats. Intervjuerna har genomförts med avseende på lösenbeloppets utveckling från och med balken II-domen. I detta avsnitt skall huvuddragen av resultaten från dessa intervjuer redovisas.

En allmän uppfattning verkar vara att minoritetens villkor i fråga lösenbeloppets storlek har försämrats. Graden av angiven försämrings varierar dock. Det är också en allmän uppfattning att denna utveckling har sin grund i värderingsprinciperna från balken II-domen. Dock framhålls också den ökade analoga tillämpningen av särregeln som en möjlig orsak till minoritetens försämrade villkor. Regeln anses ha vunnit större acceptans med motiveringen att den i mindre utsträckning bestrids av minoriteten. Förhållandet att börskursen tenderar att anpassa sig efter det offentliga erbjudandet påtalas också i detta hänseende.

Det som redovisats ovan utgör som nämnt bara huvuddragen av resultaten från intervjuerna. I nästföljande analyskapitel får jag anledning att återkomma till intervjuresultaten i vissa särskilda hänseenden.

<sup>247</sup> Telefonintervjuer; Nedström (2006-05-25), Milberg (2006-05-26), Ramberg (2006-05-24) och Kamlin (2006-05-26).

## 8.4 Avslutande anmärkningar

Den kvantitativa undersökningen, tillsammans med intervjuerna, visar på ett positivt samband mellan börskursen vid påkallandedagen och det offentliga erbjudandet. Vidare visar undersökningen på en storleksmässigt sjunkande trend avseende lösenbeloppets relativa storlek. Starskottet för denna trend är tiden omedelbart efter balken II-målets avgörande.

Mot bakgrund av framställningen i detta kapitel får således uppsatsens första delsyfte – att klarlägga skiljedomspraxis perioden 1993-2005 med avseende på lösenbeloppets storleksmässiga utveckling – betraktas som uppfyllt.

Principerna från Balken II samt den analoga tillämpningen av särregeln kodifierades nyligen i 2005 års ABL. Av denna anledning har således skiljedomspraxis under den undersökta perioden bäring på nu gällande rätt.

# 9 Analys

## 9.1 Inledning

Denna uppsats har fyra delsyften vilka rekapituleras här nedan. De är

1. att klarlägga skiljedomspraxis perioden 1993-2005 med avseende på lösenbeloppets storleksmässiga utveckling;
2. att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, klargöra på vilket sätt regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL kommer att gestalta sig i praktiken;
3. att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, undersöka huruvida regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL är förenligt med principer inom andra närbesläktade rättsområden; samt
4. att, i ljuset skiljedomspraxis perioden 1993-2005, försöka fastställa vilka ekonomiska effekter regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL ger upphov till ur ett perspektiv baserat på frånvaron av total marknadseffektivitet.

I föregående kapitel kunde konstateras att delsyfte 1 uppfyllts genom att lösenbeloppets storleksmässiga utveckling i skiljedomspraxis under perioden 1993-2005 klarlagts. Undersökningen visade bl.a. på en trend i form av storleksmässigt allt mindre lösenbelopp från och med balken II-domen.

Syftet med förevarande kapitel är att uppfylla delsyftena 2-4. I ljuset av resultaten från föregående kapitel analyseras således i detta kapitel

- hur gällande rätt kommer att gestalta sig i praktiken;
- huruvida regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL är förenligt med principer inom andra närbesläktade rättsområden; samt
- vilka rättsekonomiska effekter regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL ger upphov till ur ett perspektiv baserat på frånvaron av total marknadseffektivitet.

Som underlag för den fortsatta analysen har i tidigare kapitel redogjorts för gällande rätt för bestämmande av lösenbeloppet (kap 3), värderingsregler och andra principer inom närbesläktade rättsområden (kap 4-5) samt relevant ekonomiskt teori (kap 6). Nedan indelas analysen i en rättsdogmatisk respektive rättekonomisk dimension.

## 9.2 Den rättsdogmatiska dimensionen

### 9.2.1 Regelverket i praktiken – en framåtblick

Framställningen under denna rubrik skall ägnas åt en rättsdogmatisk analys av hur regelverket för bestämmande av lösenbeloppet i 2005 års ABL *kommer* att gestalta sig i praktiken. Detta görs mot bakgrund av resultaten från undersökningen i kapitel åtta skall. Hur skall man då tolka dessa resultat?

Av förarbetena till 2005 års ABL framgår att det lämnas till praxis att närmre avgöra under vilka omständigheter den ”nya huvudregeln” får frångås.<sup>248</sup> Då den ”nya huvudregeln” i allt väsentligt överensstämmer med principerna från balken II-domen torde skiljedomspraxis perioden 1993-2005 vara av stort intresse i detta avseende.

Utgångspunkten är balken II-domen och den däri fastställda principen om minoritetsaktien i sig som värderingsobjekt. I de fall bolaget är noterat skall enligt balken II börskursen användas som sådant värderingsobjekt. I föregående kapitel undersökning har bara medtagits tvångsinlösen i börsnoterade bolag.

Från det kvantitativa perspektiv som undersökningen i föregående kapitel erbjuder kan således den slutsatsen dras, att de undantag från huvudregeln som domstolen fastslår i balken II-domen – vilka i allt väsentligt överensstämmer med undantagen i 2005 års ABL<sup>249</sup> – har tillämpats ytterst restriktivt i skiljedomspraxis efter nämnda avgörande. Detta eftersom det relativa lösenbeloppet under perioden uppvisar en storleksmässigt minskande trend. Utgångspunkten för ett sådant resonemang är då att alternativ värdering, i förhållande till börskursen, medför högre värdering av minoritetsaktierna.<sup>250</sup> En sådan utgångspunkt stöds också av undersökningen i föregående kapitel då det relativa lösenbeloppet har minskat i storleksordningen 20 % sedan 1993. Startskottet för denna utveckling var balken II-domen 1996.

Mot bakgrund av det ovan nämnda är den enda rimliga tolkningen av resultaten i föregående kapitel att lösenbeloppets storlek de facto har minskat. D.v.s., minoriteten har alltsedan skiljenämnderna började tillämpa den i Balken II fastslagna ”nya huvudregeln” successivt tilldömts allt lägre

---

<sup>248</sup> Se prop 2004/05:85 s 451. Med praxis torde förstås *rättspraxis*.

<sup>249</sup> En skillnad härvidlag är dock att domstolen i balken II-domen talar om att ”mycket särskilda skäl” skall föreligga för att huvudregeln (börskursen) skall kunna frångås. Motsvarande skrivning i 2005 års ABL är ”särskilda skäl”. Troligast är att detta skall tolkas i sänkande riktning vad gäller kravet på sådana omständigheter som enligt förarbetena kan föranleda frångående av huvudregeln.

<sup>250</sup> Se ovan under 7.2 för alternativa värderingsmetoder; jfr härtill Hager (1998) s 182 f.

vederlag för sina inlösta aktier. Denna slutsats stöds också av de genomförda intervjuerna.<sup>251</sup>

Även sådana fall där förlikningar träffats mellan parterna under skiljeförfarandet ingår i föregående kapitelns undersökning. Mot den bakgrunden samt att lösenbeloppen bevisligen har sjunkit är det vidare rimligt att anta att minoriteten p.g.a. den ”nya huvudregeln” i större utsträckning snabbare har valt att acceptera de offentliga buden.<sup>252</sup> Särregelns utformning i 2005 års ABL motsvarar också i stort den analoga tillämpning som etablerats skiljedomspraxis. Även om man mot bakgrund av undersökningen i föregående kapitel inte med någon större precision kan uttala sig om frekvensen av särregelns analoga tillämpning, så kan konstateras att lösenbeloppen krupit ner mot börskursnivåerna vid påkallandedagen. Då börskursen vid påkallandedagen mot bakgrund av resultaten i åttonde kapitlet verkar vara en funktion av det offentliga budet ger undersökningen vid handen att särregeln – formellt eller analogt – tillämpats mycket frekvent utan att skiljenämnderna funnit skäl att frångå den.<sup>253</sup> Nedan under 9.3.3 görs en mer djuplodande analys med avseende på betydelsen av förhållandet mellan offentligt erbjudande och börskurs.

I ljuset av skiljedomspraxis under perioden 1993-2005 kan sammanfattningsvis följande sägas om gällande rätt i ett framåtblickande perspektiv. 2005 års ABL befäster det utökade tillämpningsområde som särregeln genom analog tillämpning givits i tidigare skiljedomspraxis.<sup>254</sup> Den ”nya huvudregeln” för bestämmande av lösenbeloppet i 2005 års ABL – hämtad från Balken II – medför i sig lägre lösenbelopp. Detta i kombination med kodifieringen i 2005 års ABL av särregelns utökade tillämpningsområde medför också en för minoriteten allvarlig inskränkning i dessa ägares reella möjlighet att neka ett lågt offentligt erbjudande. Vet t.ex. minoriteten att deras möjligheter till framgång med ett yrkande om alternativ värderingsmetod är små – vilket ju i ljuset av skiljedomspraxis perioden 1993-2005 torde vara fallet – är det troligare att de kommer att acceptera det offentliga budet eller ingå förlikning där villkoren i stor utsträckning har dikterats av majoriteten. Då tanken ju, som jag förstår det, torde vara att man skall kunna falla tillbaka på huvudregeln i de fall då förutsättningar inte finns för att tillämpa särregeln är enda rimliga sättet att förstå relationen mellan dessa båda regler att huvudregeln förutsätts ge en högre värdering av minoritetsaktierna än särregeln.<sup>255</sup> Balken II-domen kan i anslutning till det nu sagda inte uppfattas på annat sätt än att minoritetens möjligheter att neka ett lågt offentligt erbjudande allvarligt har beskurits. Detta gagnar i stor utsträckning majoriteten på minoritetens bekostnad.<sup>256</sup>

---

<sup>251</sup> Nedström (2006-05-25), Milberg (2006-05-26), Ramberg (2006-05-24) och Kamlin (2006-05-26).

<sup>252</sup> Se härtill nedan under 9.3.3.

<sup>253</sup> Jfr Ramberg (2003) s 72 f.

<sup>254</sup> Angående den analoga tillämpningen av särregeln i skiljedomspraxis, se kapitel 7.

<sup>255</sup> Jfr. Ramberg och Ramberg (1997-1997) s 235. Jfr dock härtill Kågerman och Nerpin (1995/1996) s 683 ff; dessa författare hävdar något förvånande att lösenbeloppet enligt huvudregeln och särregeln med nödvändighet är detsamma.

<sup>256</sup> Jfr. härvid Lindén och Svensson (1996/1997) s 1066 ff.

## 9.2.2 Jämförelse med andra tvångssituationer

I kapitel fyra redogjordes för värdering av egendom i fyra fall som alla hade tvångsinslag som gemensam nämnare. Dessa var *expropriation*, (*tvångs-*) *sammanslagning genom fusion*, *inlösen av aktier enligt 29 kap 4 § ABL* samt *inlösen av aktier enligt 25 kap 22 § ABL*.

I detta avsnitt analyseras *överensstämmelsen* mellan dessa värderingsregler och värderingsreglerna vid tvångsinlösen av minoritetsaktier. Att mot bakgrund av slutsatserna från den kommande analysen ifrågasätta sistnämnda värderingsreglers *rättsenlighet* är emellertid inte meningsfullt. Detta av den enkla anledningen att föreskrift meddelad i lag per definition är rättsenlig. Enda möjligheten att angripa en sådan föreskrift är genom regeringsformens lagprövningsinstitut<sup>257</sup>, varvid ett mycket restriktivt tillämpat uppenbarhetsrekvisit måste anses uppfyllt.<sup>258</sup>

Analysen nedan görs vidare ur ett rättsdogmatiskt perspektiv samt mot bakgrund av analysen i föregående avsnitt.

### 9.2.2.1 Expropriation

I förarbetena till 2005 års ABL samt i balken II-målets domskäl påtalas den likhet med expropriationsförfarandet som tvångsinlösen av minoritetsaktier utgör.<sup>259</sup> Detta tas vidare till intäkt för att förmögenhetsställningen hos minoritetsägaren efter tvångsinlösen skall vara densamma som någon tvångsinlösen inte skett. Inom expropriationsrätten uttrycks detta vanligtvis som att den exproprierades förmögenhetsställning skall lämnas orubbad. Så långt torde överensstämmelse mellan de båda rättsinstituten föreligga. Det är när detta skall omsättas i praktiken som skillnaderna visar sig. I ExprL anges vad som skall ersättas – en *ersättningsregel*. Däremot lämnas till domstolarna att avgöra i vilken utsträckning detta skall ersättas – en *värderingsregel*.<sup>260</sup> I 2005 års ABL 22 kap 2 § 2 stycket anges som ersättningsregel ”... det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden.”. I nästa mening ges sedan som värderingsregel att ”För en aktie som är föremål för handel vid en svensk eller utländsk börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl motiverar något annat.”.

En skillnad jämfört med värderingen vid expropriation är alltså att reglerna vid tvångsinlösen innehåller *både* en ersättningsregel och en värderingsregel; låt vara att värderingsregeln bara gäller för det fall målbolagets aktier är noterade. Anledningen till att det i ExprL bara finns ersättningsregler motiveras med att domstolarna på så sätt kan besluta om

---

<sup>257</sup> 11 kap 14 § RF.

<sup>258</sup> Strömberg (1999) s 55 ff.

<sup>259</sup> Se SOU 1997:22 s 282, prop 2004/05:85 s 448 f samt NJA 1996 s 293 s 4; jfr Bouvin och Stark (1989) s 174 f och Hager (1998) s 373.

<sup>260</sup> Angående denna distinktion hänvisas till 4.2.2 ovan med där angiven not.

den mest ändamålsenliga värderingsmetoden utifrån det enskilda fallet.<sup>261</sup> Dyliga överväganden torde vara relevanta även vid värdering av minoritetsaktier, något som också framhållits inom doktrinen.<sup>262</sup> Detta särskilt om man betänker hur principerna från Balken II – numera kodifierade i 2005 års ABL – har tillämpats i skiljedomspraxis perioden 1993-2005. Från avsnitt 9.2.1 erinras om slutsatsen att de undantag som finns till huvudvärderingsreglerna i gällande rätt har tillämpats ytterst restriktivt vilket konstaterades mot bakgrund av att lösenbeloppen efter Balken II har minskat med drygt 20 %. Undantagen torde finnas för att skiljenämnden vid en bedömning av varje enskilt fall skall ha möjlighet att tillämpa en i det specifika fallet mer ändamålsenlig eller rimlig värderingsmetod. Tillämpas dessa undantag när så påkallas uppnås sådan ändamålsenlighet samt överensstämmelse de principer som gäller inom expropriationsrätten.<sup>263</sup> Med den restriktiva tillämpning av undantagen som skiljedomspraxis perioden 1993-2005 visar på föreligger emellertid en avgörande diskrepans i överensstämmelsen mellan reglerna för bestämmande av lösenbelopp vid expropriation och motsvarande regler vid tvångsinlösen av minoritetsaktier samtidigt som graden av ändamålsenlighet i varje enskilt fall av värdering kan ifrågasättas.

### **9.2.2.2 (Tvångs-) sammanslagning genom fusion**

Ovan under 4.3 har beskrivits på vilket sätt fusionsinstitutet kan ge upphov till tvångseffekter för en minoritet av aktieägarna. I nämnda avsnitt konstaterades också att AMN:n uttalat att resultatet av en hypotetisk värdering i enlighet med reglerna vid tvångsinlösen av minoritetsaktier torde vara att betrakta som en absolut miniminivå för fusionsvederlagets storlek.

I värderingshänseende verkar således reglerna vid fusion överensstämma med reglerna vid tvångsinlösen av minoritetsaktier. AMN:s uttalanden i frågan skall emellertid ses mot bakgrund av en ”lagstiftningsmiss” avseende fusionsreglerna.<sup>264</sup> Misstaget skall korrigeras men har än så länge inte föranlett någon åtgärd. AMN:s uttalanden väger tungt, men i avsaknad av någon egentlig rättspraxis avseende fusionsvederlagets bestämmande får rättsläget än så länge betraktas som oklart.

Parentetiskt kan dock mot bakgrund av hur lösenbeloppet vid tvångsinlösen bestämts i skiljedomspraxis efter Balken II följande konstateras. Den fördel för majoritetsägarna som principerna från Balken II i praktiken kommit att innebära ”spiller över” på fusionsinstitutet. Detta är problematiskt med tanke på att det i fusionsinstitutet inbyggda skyddet för minoriteten i sig är svagt.

---

<sup>261</sup> Jfr. Bouvin och Strark (1989) s 176 samt prop 1971:122 s 171.

<sup>262</sup> Se Milbergs särskilda yttrande i SOU 1997:22.

<sup>263</sup> Observera dock att högsta domstolens domskäl kan tolkas som att en teoretisk värdering är helt utesluten; se NJA 1996 s 293 samt nedan under 9.2.2.3.

<sup>264</sup> Se angående denna lagstiftningsmiss ovan under 4.3.



### 9.2.2.3 Inlösen enligt 29 kap 4 § och 25 kap 22 § ABL

I båda dessa inlösen-situationer skall lösenbeloppet bestämmas till ett belopp som är skäligt med hänsyn till bolagets ställning och övriga omständigheter.<sup>265</sup> Med bolagets ställning avses bolagets verkliga ekonomiska ställning, ej den bild som kan framgå av dess redovisning.<sup>266</sup> Ovan under 4.4 har konstaterats att med denna skrivning torde avses en teoretisk värdering i enlighet med vad som gällde före Balken II i skiljedomspraxis avseende tvångsinlösen av minoritetsaktier.

För att på ett mer nyanserat sätt kunna kommentera förhållandet mellan värderingsreglerna vid inlösen enligt 22 kap och motsvarande regler i 25 och 29 kap ABL skall i detta avseende domskälen i balken II-målet analyseras här nedan.

I balken II-domen<sup>267</sup> berörs frågan om tillämpligheten av värderingsreglerna i 29 kap 4 § och 25 kap 22 § (dåvarande 15 kap 3 § respektive 13 kap 21 § 1975 års ABL) vid tvångsinlösen enligt 22 kap 2 § (dåvarande 14 kap 31 § 1975 års ABL). I anslutning till 29 kap 4 § nöjer sig domstolen med att konstatera att det inte finns "... fog för uppfattningen att man i 15 kap 3 § finner den värderingsmetod som i första hand skall tillämpas vid tvångsinlösen enligt 14 kap 31 §." <sup>268</sup> Den aktuella bestämmelsen kräver majoritetsmissbruk för sin tillämpning. Domstolens uttalande kan därför tolkas som att denna typ av missbruk inte kan förutsättas i ett normalfall av tvångsinlösen enligt 22 kap 2 §. Resonemanget är svårt att invända mot.

På ett mer principiellt plan avfärdar emellertid domstolen teoretisk värdering. Detta görs med hänvisning till att det övervärde som en sådan (substans-) värdering medför i förhållande till börsvärdet inte är tillgängligt för minoritetsägarna med mindre än att bolaget upplöses; något som minoriteten normalt inte kan få till stånd då absolut majoritet på stämman krävs härför.<sup>269</sup> I anslutning till detta i och för sig logiska resonemang hävdar också domstolen kategoriskt att minoritetens aktier endast utgör en finansiell tillgång för dessa ägare. Att minoritetsägarna betraktar sina aktier på detta sätt är ingalunda självklart. Det är t.o.m. troligt att många minoritetsägare anser att deras aktier har ett högre värde än det som speglas av börskursen och de facto innehar dem av just denna anledning.<sup>270</sup> En annan sak är också 29 kap 4 § ABL inte kräver att bolaget upplöses varför detta rättsinstitut faktiskt kan begagnas av minoriteten.

Domstolens uttalanden ger vidare uttryck för att börsvärdet och bolagets teoretiska värde kan skilja sig åt genom att det förstnämnda värdet vanligtvis är lägre än det sistnämnda.<sup>271</sup> Detta bemöts emellertid med att

---

<sup>265</sup> Se 29 kap 4 § ABL.

<sup>266</sup> SOU 1971:15 s 356; jfr prop 1975:103 s 542.

<sup>267</sup> NJA 1996 s 293.

<sup>268</sup> NJA 1996 s 293 s 9.

<sup>269</sup> NJA 1996 s 293 s 5 f.

<sup>270</sup> Jfr. Ramberg och Ramberg (1996-1997) s 236 f.

<sup>271</sup> Jfr. Ramberg och Ramberg (1996-1997) s 236.

börskursen i de allra flesta fall torde kunna godtas som en korrekt värdemätare, men att en prövning av börskursen som måttstock därvidlag måste göras. Vidare räknar domstolen upp ett antal situationer där börskursen kan tänkas vara mindre representativ för aktiens verkliga värde. Därefter säger domstolen dock att det vid en prövning av börskursen som måttstock kan räcka med att "... konstatera att den aktuella kursen nära överensstämmer med det pris moderbolaget betalat för sina aktier i målbolaget på grund av ett offentligt uppköpserbjudande...". En värdering av hela bolaget behöver enligt domstolen inte göras. Detta kan inte tolkas på annat sätt än att om börskursen vid en prövning inte håller som måttstock, värdet av det inlösande bolagets offentliga erbjudande skall gälla om det nära överensstämmer med nämnda (icke godtagbara) börskurs.<sup>272</sup>

Resonemanget är långt ifrån självklart. En viktig fråga som domstolen inte adresserar är hur många aktieägare som måste ha accepterat det offentliga uppköpserbjudandet för att detta skall kunna anses ersätta en teoretisk värdering i den nu nämnda situationen. Ytterligare en fråga som domstolen inte behandlar är hur värderingen skall gå till om värdet av det inlösande bolagets offentliga erbjudande *inte* nära överensstämmer med börskursen.<sup>273</sup>

Mot bakgrund av det ovan nämnda torde de skäl som domstolen anför vid avfärdandet av teoretisk värdering kunna beskrivas som haltande. Utfallet i skiljedomspraxis av principerna från Balken II har redogjorts för ovan. Mot bakgrund av nämnda redogörelse torde det stå klart att domstolens avfärdande av teoretisk värdering i hög grad har bidragit till utvecklingen i skiljedomspraxis; en utveckling i form av lägre lösenbelopp och i förlängningen torftigare villkor för minoriteten.

Då reglerna i 2005 års ABL är en kodifiering av Balken II kan det föga förvånande konstateras att reglerna för bestämmande av lösenbeloppet i 2005 års ABL inte är förenliga med motsvarande regler i 25 och 29 kap ABL. Skulle emellertid undantagen till den "nya huvudregeln" och den utökade särregeln tillämpas på ett adekvat sätt torde praktisk överensstämmelse kunna uppnås. Redogörelsen ovan under 9.2.1 talar dock inte för att en sådan tillämpning av undantagsreglerna kommer att ske.<sup>274</sup>

Ett annat och kanske viktigare konstaterande är emellertid att domstolen i Balken II avvisat teoretisk värdering på grunder som minst sagt kan ifrågasättas. Några godtagbara explicita skäl för ett sådant avfärdande har inte presenterats. Avfärdandet bygger istället på ett antagande om börskursens förträfflighet under det att denna kan "... godtas som korrekt värdemätare."

---

<sup>272</sup> Se härtill nedan under 9.3.1.2 där denna "cirkeleffekt" analyseras ytterligare.

<sup>273</sup> För det fall bolagets aktier inte är noterade anges dock att värdering skall grundas på bolagets förmogenhetsställning och avkastningsförmåga; se NJA 1996 s 293 s 11.

<sup>274</sup> I prop 2004/05:85 behandlas i detta avseende inte heller frågan om vilken värderingsmetod som bör tillämpas för det fall huvudregeln inte bör tillämpas, se s 452. Dock påpekas att tidigareläggande av värderingstidpunkten kan vara en lösning, se s 452.

## 9.2.3 Likabehandling av aktieägare

I redogörelsen ovan under 5.2 har tagits upp två principer vars syfte är att befördra likabehandling av aktieägare. I anslutning till dessa principer har också på ett principiellt plan redogjorts för åsikter inom doktrinen avseende principernas betydelse och tillämplighet i tvångsinlösenssituationer. Analysen i detta avsnitt fokuserar på förhållandet mellan gällande rätt och dessa likabehandlingsprinciper.

### 9.2.3.1 Likställighetsprincipen i ABL

Likhetsprincipen uppställer för sin tillämpning inte några krav på att en åtgärd är ägnad att bereda en aktieägare en, i förhållande till andra aktieägare, otillbörlig fördel. Dock torde krävas den åtgärd som föranleder att aktieägare behandlas olika beror på beslut av ett bolagsorgan. Detta kan uttryckas som att likhetsprincipen bara gäller inom ett och samma bolag.<sup>275</sup> I tvångsinlösensfallet kan saken uttryckas så, att likhetsprincipen inte blir tillämplig med mindre än att det bolagets styrelse eller motsvarande som beslutar om ett lösenbelopp som – i förhållande till majoritetsägarna – är oförmånligt för minoritetsägarna. I tvångsinlösenssituationer är det en fråga från bolagets förvaltning skiljd nämnd som – vare sig fråga är om tillämpning av huvudregeln eller särregeln – beslutar om lösenbeloppets storlek. Av denna anledning torde likhetsprincipen inte kunna tillämpas på ett sådant beslut. Av samma anledning är det vidare betydelselöst om skiljenämndens bestämmande av lösenbeloppet innebär ett gynnande av majoriteten, otillbörligt eller inte.

Också högsta domstolen i balken II-målet uttrycker denna åsikt beträffande den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipens tillämplighet vid bestämmandet av lösenbeloppet. Föredragandens uttalande i prop 1975:103<sup>276</sup> om att minoritetsaktier skall värderas utan hänsyn till deras karaktär av minoritetsaktier tolka av domstolen som att värdetryckande åtgärder av majoriteten inte skall något tillåtas påverka lösenbeloppet.

Inom doktrinen har dock det ovan nämnda uttalandet i prop 1975:103 ansetts ge uttryck för att likställighetsprincipen förutsätts gälla även vid bestämmandet av lösenbeloppet.<sup>277</sup> Hänvisning gör härvidlag till Gimomålet<sup>278</sup> där högsta domstolen anslöt sig till skiljenämndens domskäl som kan sägas ge uttryck för att likhetsprincipen äger tillämpning i fall då lösenbeloppets storlek gagnar majoriteten på minoritetens bekostnad.<sup>279</sup>

Mot bakgrund av redogörelsen ovan samt redogörelsen under 5.2.2 ovan framstår emellertid den tolkningen som rimligast att den aktiebolagsrättsliga

---

<sup>275</sup> Se ovan under 5.2.2

<sup>276</sup> s 533.

<sup>277</sup> Lindén och Svensson (1996-1997) s 1059 ff, 1070 f, Svensson (1991) samt Svensson (1999) s 73.

<sup>278</sup> NJA 1957 s 1.

<sup>279</sup> Se Milbergs särskilda yttrande i SOU 1997:22.

likhetsprincipen inte har någon relevans vid bestämmandet av lösenbeloppet.<sup>280</sup>

Mot bakgrund av skiljedomspraxis efter Balken II är det emellertid klart att majoriteten beredes fördelar på minoritetens bekostnad. Detta då lösenbeloppen efter nämnda avgörande har minskat med cirka 20 % fram till och med 2005. Majoriteten erhåller således vid tvångsinlösen ett övervärde som rätteligen kan anses tillkomma minoriteten, om än inte enligt likhetsprincipen.<sup>281</sup>

Avslutningsvis kan således sägas att principerna i gällande rätt för värdering vid tvångsinlösen inte är förenliga med den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Emellertid finns inte någon grund för tillämpningen av denna associationsrättsliga princip i tvångsinlösenssituationer. Å andra sidan finns ett beaktansvärt intresse av att ägare av minoritetsaktier ges ett i lag reglerat skydd mot att inte behandlas sämre än majoritetsägare i den speciella situation som uppstår vid tvångsinlösen. Återigen kan konstateras att de undantag som finns i gällande rätt kan råda bot på den orättvisa värdering som börskursen många gånger torde medföra. Mot bakgrund av skiljedomspraxis efter Balken II är det emellertid mindre troligt att dessa undantag framledes kommer att tillämpas annat än extremt restriktivt.

### 9.2.3.2 Likabehandlingsprincipen i NBK:OE

I föregående avsnitt har, om än i något andra ordalag, pekats på det faktum att gällande rätt inte upptar en generell likabehandlingsprincip av aktieägare i målbolaget vid skiljenämndens bestämmande av lösenbeloppet. Likabehandlingsprincipen i NBK:OE är emellertid det närmsta man kommer en sådan princip i tvångsinlösenssituationer. Den är inte lagstadgad men äger alltså tillämpning i flertalet tvångsinlösenssituationer.<sup>282</sup>

Ovan under 5.3.2 har redan konstaterats att denna princip i stort sett motsvaras av särregeln i gällande rätt. Till skillnad från den typ av princip som efterlystes i föregående avsnitt riktar dock likabehandlingsprincipen sig till budgivaren vid ett offentligt erbjudande. Skiljenämnden är således inte direkt bunden av likabehandlingsprincipen i NBK:OE.<sup>283</sup>

En annan sak är att likabehandlingsprincipen i NBK:OE bara kräver att de aktieägare till vilka budet riktas behandlas lika. Detta innebär följaktligen att principen inte har någon bäring på det förhållandet att majoriteten i och med gällande rätt för bestämmande av tvångsinlösen kan tillgodogöra sig mervärden som rätteligen borde tillkomma minoriteten. Tvärtom kan denna likabehandlingsprincip – återspeglad av särregeln i nu gällande rätt – sägas

---

<sup>280</sup> Jfr. Bergström och Samuelsson (2001) s 183.

<sup>281</sup> Jfr. Hager (2003) s 79 ff samt Jfr. Ramberg och Ramberg (1996-1997) s 236 f.

<sup>282</sup> Se ovan under 5.3.2.

<sup>283</sup> Då budgivaren är direkt bunden av NBK:OE oavsett hur skiljenämnden bestämmer lösenbeloppet torde den praktiska konsekvensen bli att skiljenämnden indirekt kan sägas vara bunden av likabehandlingsprincipen i NBK:OE.

”gå majoritetens ärenden”. Detta då särregeln i 2005 års ABL som enda krav för sin tillämpning kräver att majoritetens erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser. Innebörden av denna regel är att särregeln kan tillämpas även om majoriteten t.ex. redan äger 80 % av aktierna i målbolaget. Detta betyder att ett marknadsvärde – som det offentliga erbjudandet enligt lagen i detta fall skall anses respresentera – av lagstiftaren anses kunna erhållas mot bakgrund av att ett mycket litet antal ägare valt att acceptera det offentliga erbjudandet.<sup>284</sup> De minoritetsägare som inte accepterat erbjudandet ges sedan inget val utan måste acceptera det ursprungliga budet. Allt mot bakgrund av de skäl som anses motivera likabehandlingsprincipen i NBK:OE; d.v.s. att de som snabbast väljer att acceptera budet inte skall behöva tåla att de som inte gör det erhåller ett högre värde i en efterföljande tvångsinlösningsprocess. Man kan således säga att särregeln i gällande rätt – motiverad av likabehandlingsprincipen i NBK:OE – istället för att se till förhållandet mellan minoriteten och majoriteten fokuserar på de inbördes förhållandena bland minoritetsägarna. Förhållandet är minst sagt otillfredsställande och har kritiserats inom doktrinen.<sup>285</sup> Trots detta har likabehandlingsprincipen i NBK:OE företrädare inom doktrinen.<sup>286</sup>

Tidigare har nämnts att särregeln i gällande rätt motsvarar den tidigare analoga tillämpningen av särregeln. Effekten av denna analoga tillämpning har diskuterats ovan under 9.2.1. Mot bakgrunden av den diskussionen framstår det som klart att den utökning av särregelns tillämpningsområde som analogitillämpningen inneburit har bidragit till trenden med lägre lösenbelopp alltsedan Balken II. Utökningen av tillämpningsområdet har motiverats av likabehandlingsprincipen i NBK:OE.<sup>287</sup>

Mot bakgrund av skiljedomspraxis efter Balken II kan således konstateras att gällande rätt – genom särregeln – överensstämmer med likabehandlingsprincipen i NBK:OE. Vidare kan också konstateras att de motiv som bär upp denna likabehandlingsprincip har en för minoriteten skadlig inverkan när de appliceras på reglerna för bestämmande av lösenbelopp.<sup>288</sup>

---

<sup>284</sup> Enligt 1975 års ABL var det svårare att få till stånd en tillämpning av särregeln. I praktiken innebar detta att värdering enligt särregeln gav uttryck för ett bättre grundat marknadsvärde; jfr. ovan under 7.4.1.2 samt se Svensson (1989).

<sup>285</sup> Svensson (1991) och (1989).

<sup>286</sup> Aspenberg (1988) och (1989).

<sup>287</sup> Jfr. Ramberg (2003) s 72.

<sup>288</sup> Jfr. angående särregeln i gällande rätts negativa effekt för minoriteten Jennergren (1996-1997) s 83 f. Denne författare hävdar utan vidare motivering att särregeln inte har denna effekt för minoriteten.

## 9.3 Den rättsekonomiska dimensionen

### 9.3.1 Frånvaron av total marknadseffektivitet

I kapitel sex redogjordes för innebörden av EHM<sup>289</sup> samt en del av de krav denna teoribildning ställer på marknaden. I samma kapitel konstaterades också att full effektivitet inte föreligger på någon marknad. I Balken II använder sig emellertid högsta domstolen av EHM i sin argumentation för börskursen som korrekt värdemätare. Under denna rubrik skall därför analyseras vilken betydelse frånvaron av total marknadseffektivitet har vid bestämmande av lösenbeloppet enligt 2005 års ABL. Analysen görs mot bakgrund av resultaten från undersökningen av skiljedomspraxis perioden 1993-2005 i kapitel åtta.

#### 9.3.1.1 Börskursen i stället för teoretisk värdering

I Balken II konstaterar högsta domstolen att börskursen inte endast relaterar till värdet på det ifrågavarande bolaget utan också till andra bolags börskurser.<sup>290</sup> Det framhålls också att det är ett välkänt förhållande att det endast är en ytterst liten del av ett börsbolags totala antal aktier som omsätts på börsen. Detta till trots uttalas i nästa mening att börskursen ändå i de allra flesta fall borde kunna godtas som en korrekt värdemätare. Domstolen anför till stöd härför att underlaget för en välgrundad kursbildning på den svenska aktiemarknaden har blivit bättre.<sup>291</sup> Liknande åsikter har uttryckts inom doktrinen.<sup>292</sup>

Högsta domstolen flaggar emellertid i Balken II-omen för att börskursen som måttstock måste prövas. Av analysen ovan under 9.2.2.3 framgår dock denna prövning inte kan sägas utgöra mycket mer än ett slag i luften. Åsikten att börskursen måste prövas som måttstock har även den företrädare inom doktrinen. Ett av de viktigaste argumenten som framhålls i detta avseende är att börskursens duglighet som värdemätare är beroende av aktiemarknadens grad av effektivitet.<sup>293</sup> Samma ståndpunkt återkommer vid de intervjuer som utförts med jurister som arbetar med tvångsinlösen.<sup>294</sup>

Från kapitel sex erinras att den svenska aktiemarknaden förutsätts vara av mellanstark form. Detta innebär att endast allmänt tillgänglig information reflekteras i en akties noterade värde. Emellertid torde det finnas gott om information som inte är allmänt tillgänglig för t.ex. den ägarkategori som minoriteten ofta utgörs av. I förhållande till majoritetsägaren, som många gånger är ett större företag eller institutionell placerare, har minoritetsägaren

---

<sup>289</sup> Eng *effektive market hypothesis*.

<sup>290</sup> Jfr. härvidlag Kågerman (1996-1997) s 122 f; författaren tar, i motsats till högsta domstolen, detta förhållande till intäkt för börskursen som korrekt värdemätare.

<sup>291</sup> NJA 1996 s 293 s 10.

<sup>292</sup> Se t.ex. Aspengren (1988) och (1989).

<sup>293</sup> Svensson (1989).

<sup>294</sup> Nedström (2006-05-25), Milberg (2006-05-26), Ramberg (2006-05-24) och Kamlin (2006-05-26).

vanligtvis inte tillgång till andra uppgifter om företagets räkenskaper än sådana uppgifter som lämnas i pressmeddelanden eller tillhandhålls på stämmor. Majoriteten, å andra sidan, har oftast genom olika kanaler tillgång till sådana uppgifter.<sup>295</sup> Av denna anledning uppstår en informationsasymmetri mellan majoriteten och minoriteten under det att den förstnämnda är bättre informerad. En av förutsättningarna för att en marknad skall vara effektiv är frånvaro eller åtminstone en ringa förekomst av dylika asymmetrier.<sup>296</sup>

Det nu sagda skall inte tolkas som att författaren betraktar den svenska aktiemarknaden som ineffektiv. Snarare skall det uppfattas som att en mellanstarkt effektiv marknad de facto inte är detsamma som en starkt effektiv marknad. Lösenbeloppets utveckling i skiljedomspraxis efter Balken II – det rättsfall vari börskursen som värderingsprincip fastlades – utgör vidare ett empiriskt indicium<sup>297</sup> för att marknaden inte är helt effektiv. Detta då de värderingsprinciper som tillämpats efter Balken II gett upphov till lägre lösenbelopp än tidigare då teoretisk värdering utgjorde huvudregeln.<sup>298</sup> Med andra ord visar skiljedomspraxis att börskursen inte förmår att återge ett bolags verkliga värde. I doktrinen har emellertid med hänvisning till teorier om marknadsvikt och perfekt konkurrens hävdats att det inte torde föreligga någon skillnad mellan ett bolags teoretiska värde och dess marknadsvärde baserat på börskursen.<sup>299</sup> Skiljedomspraxis efter Balken II visar dock att det, åtminstone i ett tidsbegränsat perspektiv, torde föreligga en sådan skillnad.<sup>300</sup>

Resonemanget ovan utgår från att majoriteten i förhållande till minoriteten har ett visst informationsövertag. Detta informationsövertag går vidare hand i hand med majoritetens reella maktövertag i företaget. I praktiken innebär detta att majoriteten styr bolagets verksamhet och dess informationsgivning.<sup>301</sup> Exklusivt innehav av information tillsammans med kontrollen över hur denna sprids förser i detta avseende majoriteten med ett mycket kraftfullt verktyg för att påverka börskursen. Bl.a. i affärspressen har diverse tvångsinlösenförfaranden åberopats där majoriteten antingen ”inväntat” en medvetet framkallad resultatmässig svacka eller p.g.a. sin majoritetsställning redan före förvärvet genomfört väsentliga värdeöverföranden.<sup>302</sup> Resultatet i dessa fall har varit att börskursen så att

---

<sup>295</sup> Milberg (2006-05-26); denne framhåller särskilt problematiken i samband med majoritetens informationsövertag och särregelns utökade tillämpningsområde.

<sup>296</sup> Se ovan under 6.1.2.

<sup>297</sup> Att tala om *bevis* skulle inte vara helt korrekt eftersom den undersökning av skiljedomspraxis som utförts i kapitel åtta inte utesluter andra faktorer (än lösenbeloppets utveckling) som kan påverka graden av marknadseffektivitet. Begreppet *indicium* används därför.

<sup>298</sup> Jfr. härvidlag Rynell (2000).

<sup>299</sup> Kågerman och Nerpin (1995-1996) 678 ff.

<sup>300</sup> Se kapitel åtta samt 9.2.1 ovan.

<sup>301</sup> Se t.ex. Thomasson och Milberg (2003).

<sup>302</sup> Se Thomasson och Milberg (2003) i vilken åberopas Stena-gruppens förvärv av Stena Line och Stinnes förvärv av BTL.

säga ”misshandlats” lagom mycket för att bättre svara mot vad majoriteten betraktar som ett rimligt vederlag för minoritetens aktier.<sup>303</sup>

Till skillnad från informationsasymmetrin kan majoritetens reella maktövertag inte kopplas direkt till frånvaron av en helt effektiv marknad. I vissa avseenden – exempelvis kontrollen över informationsgivningen – är det dock svårt att särskilja dessa förhållanden varför man åtminstone kan hävda att reella maktövertaget har viss bäring ur ett perspektiv baserat på frånvaron av total marknadseffektivitet.

De nu beskrivna förfarandena kan betraktas som majoritetsmissbruk varvid inlösensskyldighet enligt 29 kap 4 § ABL kan aktualiseras. Härvidlag tillämpas dock ett högt kvalificeringskrav avseende graden missbruk från majoritetens sida.<sup>304</sup> En undersökning av i vilken utsträckning 29 kap 4 § framgångsrikt har tillämpats i inlösenförfaranden enligt 22 kap 2 § ABL faller dock utanför uppsatsens ram. Här kan bara konstateras att principerna för bestämmandet av lösenbelopp – fastlagda i Balken II och kodifierade i 2005 års ABL – torde ha tillämpats nästintill undantagslöst i skiljedomspraxis efter Balken II-domen.<sup>305</sup>

Avslutningsvis kan således konstateras att börskursen istället för teoretisk värdering ger upphov till missförhållanden vid frånvaro av tillräcklig marknadseffektivitet. Den svenska aktiemarknaden är vidare inte så pass effektiv att majoritetens informationsövertag elimineras av aktiekursen. Ur ett rättsekoniskt perspektiv kan följande sägas. Det finns olika kategorier av börsbolag. Mindre och medelstora välmående bolag kan sägas tillhöra en sådan kategori som kan bli föremål för fientliga övertaganden. En risk är att dessa bolag avhåller sig från börsnotering av rädsla för att de vid ett fientligt övertagande kommer att gå miste om det värde som eventuellt inte reflekteras i börskursen.<sup>306</sup>

### **9.3.1.2 Förhållandet mellan huvudregeln och särregeln i 2005 års ABL**

I 9.2.1 ovan har förhållandet mellan huvudregeln och särregeln i 2005 års ABL berörts översiktligt. Under denna rubrik analyseras förhållandet djupare med utgångspunkt i resultaten från undersökningen av skiljedomspraxis ovan under 8.2.2.1.

De statistiska resultaten från undersökningens första del ovan under 8.2.2.1 visar på ett tydligt samband mellan offentligt erbjudande och börskurs. Det

---

<sup>303</sup> Inom doktrinen har det härvidlag hävdats att börskursen som huvudregel inte motiveras av rättsekonomiska överväganden utan istället ger uttryck för ett politiskt ställningstagande; se Lindén och Svensson (1996-1997) s 1064.

<sup>304</sup> Se Andersson, Johansson och Skog (2005) vid 29:19; jfr Bergström och Samuelsson (2001) s 185 f.

<sup>305</sup> Se analysen ovan under 9.2.1.

<sup>306</sup> Jfr. Lindén och Svensson (1996-1997) s 1071 samt Ramberg och Ramberg (1996-1997) s 236 f..



sätt som den statistiska undersökningen utförts på ger oss dock inte svar på frågan om vilken av det offentliga erbjudandet och börskursen som är den i sammanhanget beroende variabeln. Med andra ord frågan om börskursen är en funktion av det offentliga erbjudandet eller vice versa.

Intervjuer med branschfolk<sup>307</sup> såväl som doktrin på området<sup>308</sup> ger dock vid handen att det är börskursen som är en funktion av det offentliga erbjudandet och inte vice versa. Mot bakgrund härav samt det kvantitativa perspektiv som resultaten ovan förser oss med, torde man således med stor säkerhet kunna säga att börskursen vid påkallandedagen är en funktion av det offentliga erbjudandet samt att börskursen vid denna tidpunkt också beloppsmässigt överensstämmer med det offentliga erbjudandet under hela den undersökta perioden. Mot bakgrund av detta kan följande sägas om särregeln och dess tillämpning i skiljedomspraxis efter Balken II fram till och 2005.

Särregeln har tillämpats formellt om förutsättningarna för detta förelegat. Särregeln har dessutom tillämpats analogt<sup>309</sup>; antingen p.g.a. att minoriteten medgivit en sådan tillämpning eller p.g.a. att skiljenämnden funnit en sådan tillämpning lämplig. Det är således rimligt att anta att minoriteten inte har medgivit analog tillämpning om de trots sig kunna ha större framgång om huvudregeln tillämpats. Principiellt gäller detsamma för skiljenämnden. Om huvudregeln kan ge ett för minoriteten förmånligare lösenbelopp skulle en analog tillämpning av särregeln inte ha varit möjlig för skiljenämnden givet dennas oberoende ställning.

I balken II-målet fastslog högsta domstolen att börskursen vid påkallandetidpunkten som huvudregel skall användas som värderingsobjekt om skäl inte finns att frångå den. Om då värdering enligt denna huvudregel gett samma resultat som en värdering i enlighet med det offentliga erbjudandet – d.v.s en analog tillämpning av särregeln – framstår det som klart att minoriteten inte torde ha haft något att vinna på neka ett sådant offentligt erbjudande. Inte heller en oberoende skiljenämnd torde under sådana omständigheter kunnat finna bärande skäl för en annan värderingsmetod än det offentliga erbjudandet, d.v.s. motsatt sig en analog tillämpning av särregeln.

Detta ”cirkelförhållande” har uppmärksamrats i förarbetena till 2005 års ABL. Av denna anledning påkallas också undantag från tillämpningen av särregeln under vissa omständigheter.<sup>310</sup> Ovan under 9.2.1 har i ett framåtblickande perspektiv baserat på skiljedomspraxis efter Balken II konstaterats att dessa undantag tillämpats ytterst restriktivt.

---

<sup>307</sup> Nedström (2006-05-25), Milberg (2006-05-26), Ramberg (2006-05-24) och Kamlin (2006-05-26).

<sup>308</sup> Se t.ex. t ex Ramberg och Ramberg (1996/1997) s 235. Se även prop 2004/05:85 s 451 samt SOU 1997:22 s 283.

<sup>309</sup> Se ovan under 5.3; skiljedomspraxis t.o.m. 1995 visar på sådan analog tillämpning.

<sup>310</sup> Prop 2004/05:85 s 451.

Mot bakgrund av det nu sagda om förhållandet mellan det offentliga erbjudandet och börskursen vid påkallandedagen, kan den slutsatsen dras att minoritetens möjlighet att framgångsrikt motsätta sig ett offentligt bud kraftigt har beskurets i och med det något märkliga förhållandet mellan huvudregeln enligt Balken II och särregeln då denna tillämpats analogt. Hur detta i praktiken har påverkat lösenbeloppet under den undersökta perioden 1993-2005 har diskuterats ovan under 9.2.1.

Det är mot denna bakgrund som förhållandet mellan huvudregeln och särregeln i 2005 års ABL skall ses eftersom Balken II samt den analoga tillämpningen av särregeln har kodifierats i nämnda lagstiftning.<sup>311</sup> Ur ett rättsekonomiskt perspektiv torde detta förhållande spåda på de effekter som avslutningsvis påtalades ovan under 9.3.1.1. D.v.s att missförhållanden i detta avseende uppstår vid frånvaro av en tillräckligt effektiv marknad. Dessa missförhållanden kan vidare avskräcka mindre och medelstora bolag från att söka sig till börsen.

### 9.3.2 Förtroendet för aktiemarknaden

Mot bakgrund av analysen så här långt skall avslutningsvis något sägas om eventuella konsekvenser för allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Under de två föregående rubrikerna konstaterades en risk för att små och medelstora företag avhåller sig från börsen. Här fokuserar analysen snarare på enskilda investerare som betraktar sitt aktieinnehav som ett långsiktigt sparande.

Varje år genomförs ett stort antal tvångsinlösen. Således är det också stort antal minoritetsägare som givet analysen så här långt förfördelas i dessa förfaranden. Olika sådana kategorier av minoritetsägare är härvidlag tänkbara. Somliga köper av lojalitet och naturligtvis förväntan aktier i det lokala företag de arbetar på när detta nyintroduceras på börsen. Andra köper i nystartade idéföretag som sökt sig till börsen för att skaffa kapital.<sup>312</sup> Gemensamt för dessa investerare är att de troligtvis ser sitt innehav som ett långsiktigt sparande eller investering snarare än en finansiell tillgång.<sup>313</sup> Upplever dessa ägare tvångsinlösen som ett hot finns således en risk för en restriktiv mentalitet i förhållande till börsen vilket ytterst får den konsekvensen att folk avstår från att köpa aktier börsnoterade bolag vilkas finansiering i sin tur är beroende av dessa investerare.

Ett sådant förhållande bidrar i slutändan till att små snabbväxande bolag slutar att söka sig till börsen. Härvid hänvisas till analysen under föregående rubrik. Förhållandet skadar också det allmänna förtroendet för börsen.

---

<sup>311</sup> Milberg ger också uttryck för en sådan tolkning av gällande rätt; Milberg (2006-05-26).

<sup>312</sup> Jfr. Ramberg (2003) s 72 f.

<sup>313</sup> I Balken II uttalar högsta domstolen att aktieinnehavet för minoritetsägaren endast är en finansiell tillgång.

## 9.4 Avslutning

Utifrån ett rättsdogmatiskt perspektiv har i analysen ovan diskuterats hur gällande rätt kommer att gestalta sig i praktiken samt huruvida regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL är förenligt med principer inom andra närbesläktade rättsområden. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv har vidare diskuterats vilka effekter regelverket för värdering av tvångsinlösta minoritetsaktier i 2005 års ABL ger upphov till ur ett perspektiv baserat på frånvaron av total marknadseffektivitet. Här erinras också om att skiljedomspraxis med avseende på lösenbeloppets utveckling perioden 1993-2005 klarlades i kapitel åtta. Uppsatsens syften får därmed betraktas som uppfyllda.

I nästa kapitel presenteras uppsatsens konkreta slutsatser. Före det skall dock kortfattat huvuddragen av den ovan förda analysen rekapituleras nedan. Analysen gjordes mot bakgrund av tillämpningen av principerna från Balken II vilka numera är kodifierade i gällande rätt.

*I ett framåtblickande perspektiv*<sup>314</sup> kunde vid analysen konstateras att den ”nya huvudregeln” för bestämmande av lösenbeloppet i 2005 års ABL i sig medför lägre lösenbelopp. I kombination med kodifieringen i 2005 års ABL av särregelns utökade tillämpningsområde medför detta också en för minoriteten allvarlig inskränkning i dessa ägares reella möjlighet att neka ett lågt offentligt erbjudande. Det konstaterades också att de undantag till huvudregeln och särregeln som finns i 2005 års ABL sannolikt kommer att tillämpas mycket restriktivt.

*Vid en jämförelse*<sup>315</sup> med värderings- och/eller ersättningsregler vid expropriation, (tvångs-) sammanslagning genom fusion samt inlösen enligt 25 och 29 kap ABL konstaterades vid analysen att tvångsinlösen enligt 22 kap ABL är det enda rättsinstitutet där lagstiftaren explicit angivet *hur* värderingen skall gå till. För de andra instituten anges endast *vad* som skall värderas; *hur* detta sedan skall värderas – valet av värderingsmetod – överlämnas till domstolarna att avgöra. Vidare konstaterades att om de undantag till de huvudsakliga värderingsmetoderna som finns i 2005 års ABL tillämpades på ett adekvat sätt (läs mer frekvent) så skulle större överensstämmelse uppnås med jämförelseinstitutet och värderingen skulle kunna göras mer ändamålsenlig.

*Ur aspekten likabehandling av aktieägare*<sup>316</sup> analyserades gällande rätts överensstämmelse med likhetsprincipen i ABL samt likabehandlingsprincipen i NBK:OE. Också dessa principers relevans vid inlösen av minoritetsaktier analyserades. Överensstämmelse med ABL:s likhetsprincip förelåg inte varvid det också konstaterades att likhetsprincipen i ABL i strikt bemärkelse inte är tillämplig vid inlösen av

---

<sup>314</sup> Se ovan under 9.2.1.

<sup>315</sup> Se ovan under 9.2.2.

<sup>316</sup> Se ovan under 9.2.3.

minoritetsaktier. Behovet av en likabehandlingsprincip som gäller förhållandet mellan majoritets- och minoritetsägare påtalades dock. Vad gäller likabehandlingsprincipen i NBK:OE konstaterades att överensstämmelse förelåg med särregeln i gällande rätt. De negativa effekterna för minoritetsägarna till följd av implementeringen av denna princip påtalades härvidlag.

*Mot bakgrund av frånvaron av total marknadseffektivitet*<sup>317</sup> analyserades slutligen utmönstringen av teoretisk värdering till förmån för börskursen. Det konstaterades att detta gett upphov till otillfredsställande resultat i form av lägre lösenbelopp. I ett längre perspektiv konstaterades att små och medelstora bolag kan komma söka sig från börsen om ägarna i dessa bolag upplever att reglerna för bestämmande av lösenbelopp vid tvångsinlösen gynnar större företag vid fientliga förvärv.

---

<sup>317</sup> Se ovan under 9.3.1-9.3.2.

# 10 Slutsats

Uppsatsens huvudsakliga slutsatser torde ha framgått av analysen föregående av kapitel. Nedan redogörs i punktform för dessa slutsatser.

- Skiljedomspraxis efter Balken II visar att lösenbeloppen i genomsnitt har sjunkit med drygt 20 % fram t.o.m. år 2005.
- Minskningen av lösenbeloppens storlek beror på den nästintill undantagslösa tillämpningen av värderingsprinciperna från Balken II – börskursen som värderingsobjekt samt den frekventa analoga tillämpningen av särregeln.
- Vid tillämpningen av dessa principer beskär minoritetens reella möjlighet att motsätta sig majoritetens offentliga erbjudande mycket kraftigt.
- Mot bakgrund av skiljedomspraxis perioden 1993-2005 är det sannolikt att de i 2005 års ABL kodifierade värderingsprinciperna från Balken II kommer att upprätthållas i stort sett undantagslöst varvid de i lagen stadgade undantagen även fortsatt får en mycket restriktiv tillämpning.
- Principerna för bestämmande av lösenbeloppet vid inlösen av minoritetsaktier riskerar därvid att sänka förtroendet för börsen.

Lagstiftaren har vid inlösen av minoritetsaktier valt att detaljreglera valet av värderingsmetod för börsnoterade företag genom införandet av en ”ny huvudregel”. I analysen ovan har vid jämförelsen med andra rättsinstitut och regler återkommande berörts betydelsen av de undantag som finns från såväl denna ”nya huvudregel” som särregeln. När man nu slagit in på denna väg av detaljreglering borde ur ett *de lege ferenda*-perspektiv övervägas att också ge dessa undantag en tydligare utformning och mer detaljerad utformning. Först och främst med avseende på *när* dessa undantag skall kunna tillämpas. En lämplig utformning av ett sådant förtydligande upptar en vettig prövning av hur börskursen skall prövas som måttstock. Förtydligandet måste också avse *hur* värdering enligt undantagen skall ske. Härvidlag torde vägledning kunna hämtas från de principer som gäller vid bestämmande av lösenbeloppet enligt 29 kap 4 § ABL.

Uppsatsen skall avslutas med ett referat från Milbergs särskilda yttrande i SOU 1997:22. Referatet fångar på ett bra sätt essensen av problematiken i gällande rätt för bestämmande av lösebeloppet.

*Börskursen är endast en av flera alternativa värderingsmetoder. Det är inte självklart att med automatik börskursen skall tillämpas för aktier som noteras på börs när värdering av aktie som inte noteras skall bedömas efter förmögenhetsställning och avkastningsförmåga. Önskemålet är givetvis att börskursen skall spegla dessa bedömningar, men den behöver inte göra det.*

# Bilaga A.1

## 196 skiljedomar meddelade 1993-2005.

Bolag vari aktier är föremål för inlösen (målbolag)	Inlösende bolag (majoritetsägare)	Paktstämmande datum	Skiljedomsdatum	Ursprungligt bud	Skiljedomsvillkor (lösenbelopp per aktie)
Oppboga	AB Papyrus	1987-02-16	1989-02-17	?	?
Consiva	Cloetta	1991-10-29	1993-02-25	115 kr	125 kr rta fr 19/10 -92 (12%)
Inter Innovation	De L Rue	1992-01-27	1993-05-17	A=300 kr B=233 kr	273 kr rta fr
Fundia	Fundia Intressenter	1991-12-01	1993-09-30	35,50 kr	45,18 kr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	inget bud	170 kr rta fr
Datema	Tietodchdas Sweden	1993-01-13	1994-03-14	inget bud	0,30 kr
Grauten Oil	HCI	1993-05-11	1994-09-27	5 Grauten ger 2 HCI 200 TO ger 1 HCI	4,35 rta fr 5/5 -93 (disk+6%)
Edata	Storage Technology Sweden	1993-07-02	1994-10-04	A=182 kr B=170 kr	230 kr rta fr 2/7 -93 (disk+6%)
Roslags Energi	Gräninge	1992-04-29	1994-11-09	450 kr	520 kr rta fr 29/4 -92
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	200 kr	259 kr rta fr 28/6 -95
Ernstström	Armagruppen	1993-01-25	1994-12-22	72,50 kr	81 kr rta fr 25/1 -93
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	21 kr	21 kr rta fr 1/9 -92
Bastionen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	17 Bastionen Syd ger 4B Klövern, 1 konv ger 1 konv B	2,10 rta fr 2/5 -94
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	57 Nobel ger 2 Akzo eller 26,50 kr	31 kr rta fr 1/3 -94
Eksvärmaren	Nordifa	1994-09-14	1996-01-19	3 Eksvärmaren ger 1 Nordifa	A=10kr B=9kr rta fr 1/7 -94
NK	NCC	1993-06-17	1996-01-25	3 Stam ger 1 B NCC 1 pref ger 6 kr alt 6 pref ger 41 B NCC	Stan 13,20 kr pref 6,60 kr rta fr 17/6 -93
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	120 kr konv 89/94 175 kr + rta	120 kr rta fr 17/6 -93
BCP	Volvo	1994-07-08	1996-04-21	6 BCP ger 1 Volvo	122,37 kr rta fr 8/7 -94
Balken	Nordiska Holding fd Pronator	1986-06-10	1996-05-08	1 Balken ger 13 kr + konv nom 7,50 12% eller förlagsbevis 14 kr 1	30 kr rta fr 10/6 -86
Owell	WM-Data	1995-08-07	1996-05-29	25 Owell ger 21 WM-Data alt 2 Owell ger 1 WM-Data plus 112 kr	221,51 kr rta fr 7/8 -95
Enator Inf System	Enator	1990-10-04	1996-06-10	3 Enator Inf ger 2 Enator	50 kr
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	42 kr	53 kr
Gorthon Invest	Cardo	1993-07-02	1996-06-20	3 Gorthon ger 1 Cardo	104,40 kr rta fr 5/7 -93
Enator	Celsius	1995-12-27	1996-06-30	55 kr	84 kr rta fr 10/12 -96 10%
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	73 kr	73 kr rta fr 19/7 -95
Providentia	Investor	1992-02-07	1996-07-14	5 Providentia ger 4 Investor	156 kr rta fr 1/2 -96
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	7 Frigoscandia ger 1 ASG+135 kr	38,24 rta fr 21/10 -95
Gnosjögruppen	Hidef Kapital	1995-02-16	1996-09-05	1 Gnosjö ger 3 Hidef alt 85 kr	87 kr rta fr 16/2 -95
Amesepren fd Beijer Capital	OM Gruppen	1992-02-11	1996-09-06	inget bud	1,30 kr rta fr 11/2 -94
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	24,50 kr	24,50 kr + 12
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	3 Almedahl A ger 4 Latour A, 1 Almedahl B ger 1 Latour B	A=135 kr B=100 kr rta fr 30/3 -93
Atlantica	Invik (över 99.5%)	1997-04-17	1996-09-13	80 kr	A=135 kr B=100 kr rta fr 30/3 93
Gota AB	Trygg-Hansa	1992-07-10	1996-09-19	?	Förlikning, moderbolaget ej skyldigt att lösa in minoritetens aktier
Wermlands Energi fd Birka Kraft	Chrysalide	1993-03-26	1996-09-23	10 a ger 3 a och 9 B alt. 1 A ger 1 kov nom 110 kr	65,85 kr rta fr 26/3 -93
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	10 Export-Invest ger 9 Investor alt 178 kr	178 kr rta fr 1/6 -94
Örekron Hold fd Cardo	Incentive	1994-06-20	1996-10-07	Aktie=500 kr TO=325 kr	500 kr rta fr 17/9 -94
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	380 kr	420 kr rta fr 26/9 -94
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	300 kr - 7,75 kr (utdelning under 1990). Förlagsbevis gav 334 kr (n	294,80 kr rta fr 27/6 -91+21,60 kr
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	?	44kr rta fr 13/6 -95
Paul Anderson Fastigheter	SIFAB	1995-03-03	1996-11-27	57 Anderson ger 1 SIFAB	1 kr inkl rta
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	A=250 kr B=225 kr	250 kr rta fr 29/1 -96
Allhus	Allhus Holding	1995-05-05	1997-01-23	0,015 kr	0,15 kr
Trustor Components	Trustor	1991-10-21	1997-01-24	1 Trustor Components ger 1 Trustor	52 kr rta fr 25/3 -94
Stena Fastigheter fd Räcksthus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	87 kr	87 kr rta fr 7/2 -95
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	?	232,69 rta fr 26/1 -96
Hilab	M 2 fd Exab i Burlöv	1996-03-12	1997-03-18	28 kr alt 8 Hilab ger 3 Exab	39 kr rta fr 27/2 -96
?	Outdoor Technologies Group Swed	1995-07-21	1997-03-26	18 kr	18 kr rta fr 21/7 -95
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	42 kr	43,50 kr rta fr 28/6 -95
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	45,20 kr + 1,5 kr (utdelning)	46,70 kr rta fr 28/6 -95
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	46,25 kr + 1,75 kr (utdelning)	48 kr rta fr 28/6 -95
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	265 kr	272 kr rta fr 10/1 -96
Synectics Medical	MDTRNC int. Technologies	1996-09-19	1997-05-16	?	291 kr rta fr 12/6 -96
G & L Beijer	Skrinet	1995-02-16	1997-06-13	inget bud	360 kr rta fr 16/2 -95
Artimos	Proventus	1995-02-10	1997-09-23	33 kr	33 kr
Swedspan Industrier	IKEA Invest	1996-08-30	1997-09-26	?	89,50 rta fr 26/8 -96 diskonto + 4%
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	53,50+21,50 förlagsbevis 15,3%	?
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	?	162,50 kr rta 8kr
Bergaliden	Riksbyggen	1994-10-04	1997-10-14	27 kr	40 kr rta fr 4/10 -94
Stancia	PriFast	1995-12-28	1997-10-31	4 Stancia ger 1 PriFast	30kr+ränta
CynCrona AB	OEM International	1997-04-21	1997-12-19	1 CynCrona ger 1 OEM	135,60 kr+rta fr 3/4 -95 disk. +2%
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	50,5 + 0,75 utdelning	50,50 kr + rta
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	A 82,50 kr bonus 116 kr	82,50 kr för varje A och B rta fr 27/9 -96 116 kr per bonusaktie
Örrefors Kosta Boda	Örrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	155 kr	155 kr + rta fr 23/12 -96
Horda	Trelleborg	1997-02-06	1998-03-18	A=69 kr B=62,50 kr	62,50 kr rta fr 3/2 -97
SIAB	NCC	1997-07-01	1998-04-02	7 Siab A ger 4 NCC A alt B	54 kr rta fr 11/6 -97
Rörvikgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	2 Rörvik-gruppen ger 1 Rörvik Timber och 1 R-vik Industrigrupp	27,24 kr rta fr
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	6,85 kr	6,85 kr +rta
Arjo	Getinge Ind AB	1995-12-05	1998-06-25	3 Arjo ger 1 Getinge + 24 kr	99,27 kr rta fr 2/12 -95
Autoliv	Autoliv-Cipro	1997-06-23	1998-07-15	1 Autoliv ger 1 Nya A	281,92 + 6,5% rta + diskonto fr 16/6 -97
Gotic	Vasakronan	1997-01-19	1998-10-05	A=19,75 kr B=19 kr	A 19,75 B19
Aranäs AB	SE-Banken	1995-04-03	1998-10-14	inget bud	17,50kr + rta fr 3/4 -95, disk. + 2%
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	190 kr alt 1 pref i Handelsbanken Hypotek	190 kr rta fr 24/2 -97 diskonto +2
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	155 kr	155 kr
SwePart	Hexagon	1996-12-20	1998-12-23	7 SwePart ger 1 Hexagon plus 172kr	45,97 kr + rta fr 20/12 -96
Korsnäs	Tourelle Färv. AB	1994-01-03	1999-03-25	10 A eller B ger 3 A och 9 B alt 1 ger 1 konv. nom. 110 kr.	95 kr + rta 32
Frontline AB	Filago Handels AB	1997-07-04	1999-07-14	1 Frontline ger 1 Frontline Ltd	31,97 kr + rta 2% + diskonto fr. 4/7 -94
Tina	Quebecor	1998-09-11	1999-09-07	?	170 kr per aktie +rta
Nordström & Thulin	Argonaut	1998-02-18	1999-09-21	17 kr / aktie	17 kr + rta
Forcenergy AB	Forcenergy Invest AB	1999-04-30	1999-11-02	50 kr	?

Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	1 Caravan B ger 100 kr	100 kr för B + rta fr. 10/2 6%
Klöverm Fastigheter AB	Wihlborgs	1998-01-22	1999-11-17	?	26,8 + rta
Gullspång	IVO	1998-02-02	1999-12-21	126 kr	158 kr för A-aktien, 140 kr för B-aktien. Rt 2% + disk.
Sandblom & Stohne	Sandblom & Stohne Intressenter	1998-02-05	2000-01-13	?	70 kr + rta
VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	?	68 kr + rta
Hufvudstaden International	Diligentia	1997-10-29	2000-02-29	?	8,50 rta
Gräningsverket	Gränings	2000-03-02	2000-03-01	?	?
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	?	95 kr + rta
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	?	112 kr + rta
Linjebuss	Scantrain AB		2000-03-16	112 kr per aktie	112 kr + ränta
Marieberg	Bonnierföretagen	1998-06-25	2000-03-17	?	240 för A, 264 för C + rta
KM Lab	AL Control	2000-03-21	2000-03-21	?	23 kr + rta
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	För två SIFAB gavs 1 Tornet + 2 kr	62,68 kr + rta
United Tankers AB	Broström Shipping AB	1998-02-27	2000-04-17	?	60 kr + rta
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	?	265 kr + rta
Dahl	Binnimation	1999-04-28	2000-04-27	?	126 kr + rta
ABB A B (Participation AB)	Asea Holding AB	1999-06-30	2000-05-15	?	123,73 kr + rta
Astra	Zeneca PLC	1999-04-29	2000-05-19	?	173,21 kr
Nordbanken (NB)	Nordbanken Holding	1997-12-18	2000-05-26	?	306 kr + rta
NK Cityfastigheter	Hufvudstaden	1998-08-18	2000-06-20	?	75,06 + rta
Storheden	Wihlborgs	1998-07-27	2000-06-30	?	39,10 kr + rta
Verimotion	NetSys Technology group	1998-09-23	2000-07-18	?	61,40 kr + rta
Guide Konsult	Framtidsfabriken	2000-02-22	2000-09-04	?	485,72 kr + rta
Näckebro	Drott	1998-10-27	2000-10-05	?	141 kr + rta
Liljeholmens	Candle corporation	1999-08-01	2000-10-06	19 A = 19 kr, B = 15:50 kr	19 kr för A, 15,50 kr för B + rta
Benima Ferator	Sigma AB	1999-02-05	2000-11-14	?	34 kr + rta
Scancem Aktiebolag	Newcem Holding AB (Heidelberger)	1999-11-02	2000-11-24	397,30 kr för A, 378,15 kr för B	397,30 kr för A, 378,15 kr för B + rta
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	75 kr - 2 kr (utdelning 1998)	73 kr + rta
Celsius	Carli Gry	1998-12-22	2001-01-25	125 kr eller 1 Carli Gry för 4 Peak	154,50 kr + rta
Bottnia Internet Provider	Spray AB	2000-01-01	2001-01-31	?	61 kr + rta
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	10 JP gav 9 Matteus	39,59 + rta
Sveaskog	Förvaltningsaktiebolaget Statum	2000-04-19	2001-04-06	10 aktier i Sveaskog gav 3 aktier i Assi Domän	52,41 + rta
PLM	Rexam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	118 kr	95 kr + rta
Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	1 Celsius B ger 179kr	179 kr + rta
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	325 kr	325 kr + rta
Scandinavian PC Systems AB	SPCS-Gruppen ASA	2000-08-24	2001-06-18	100 kr per aktie	100 kr + rta
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	1 Eldon B ger 180 kr	180 kr + rta
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	1 Asticus ger 117 kr	117 kr + rta
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	1 Provobis B ger 31 kr eller 10 Provobis B ger 3 nyemitterade Sca	31 kr + rta
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	160 kr	160 kr + rta
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	43,50 kr	43,50 kr + rta
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	141 kr	141 kr
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	1 BPA A ger 30:50 kr 1 BPA B ger 28 kr	30,5 för a, 28 för b, + rta
N&T Argonaut	Simbel	2000-01-01	2001-10-18	8,10 kr	10 + rta
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	140 kr	136,50 kr + rta
Handskmakar'n AB	Wedlins Norden AB	1998-12-20	2001-11-27	20 Handskmakar ger 21 Wedlins	64,50 + rta
M 2	Wihlborg & Son	1997-04-01	2001-12-06	1 M2 ger 7 Wihlborg och 3 TO	128,65 + rta
ICB	Filago Handels AB/Frontline	2000-01-05	2001-12-06	112,58 för A, 72,58 för B	112,58 för A, 72,58 för B + rta
N&T Argonaut	Simbel	2000-01-01	2001-12-18	8,10 kr	Stafan Sandén
Enator	TietoEnator Oyj	1999-10-05	2001-12-21	1 Enator ger 0,725 TietoEnator	240 kr + rta
Biosys AB	Ortivus	2000-02-10	2001-12-28	4 Biosys A ger 1 nyemitterad Ortivus B + 6kr. 4 Biosys B ger 1 Ort	10,25 kr + rta
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	1 FB Industri Holding ger 30 kr	30 kr + rta
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	1 Norrporten ger 140 kr	10 kr + rta
Optima Batteries	Johnson Controls Optima AB	2002-01-30	2002-01-30	?	?
Svenska Brand	Länsförsäkringar	2001-10-01	2002-02-07	Ej bud	81 kr + rta
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	147 kr, samt utdelning av Studsvik	147 kr + rta
Entra AB	TietoEnator Abp	2000-09-14	2002-03-18	7 Entra ger 6 TietoEnator	237,72 + rta
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	1 Lindab B ger 144 SEK	144 kr + rta
Solitair	Solitair Intressenter AB	2001-06-18	2002-05-08	ej bud	22,88
Arete	TurnIT	2000-12-14	2002-05-16	100 Arete ger 85 TurnIT	113,30 + rta
Diös AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	78 kr	78 + rta
BT Industries AB	Toyoda International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	275 kronor	270,75 + rta disk+3
Södra Petroleum	Lundin Oil	2001-07-17	2002-06-12	ej bud	3,67 + rta
Matteus	Nordiska	2001-07-01	2002-06-24	Se kommentar	17,38 + rta
Perstorp	Sydsvenska Kemi	2001-07-11	2002-06-25	Förlagsbevis Sydsvenska Kemi nom 16,50 kr + utdeln 23,60 kr i form av	A 98,50 + rta och B 87,50 + rta
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	1 Kalmar gav 126 kronor	126 + rta
Louis Gibeck AB	Steamer Holding AB	1999-10-28	2002-07-12	115 kr	115 kr + rta
Bulten	Finnveden	2001-01-29	2002-07-19	1 Bulten ger 45 kr	47 + rta
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10	?	185 kr + rta
Piren AB	Rodamco Northern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	1 Piren ger 69,60 kr	?
Jacobsson & Widmark	WSP Sweden AB	2001-08-20	2002-09-02	1 Jacobson & Widmark ger 200 SEK	200 kr + rta
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	42 kr	42 kr + rta
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	199 kr	199 kr + rta
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	46 kr	46 kr + rta
Lundin Oil		2001-09-03	2002-11-07	1 Lundin Oil ger 36,50	36,50 kr
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	1 Lundin B ger 36,50 SEK	36,50 + rta
Jobline	TMP	2001-07-01	2002-11-26	1 Jobline ger 30,70 SEK	30,70 kr + rta
Vision Park	KF	2001-12-28	2003-03-18	1 Vision Park ger 5,00 SEK	5 kr + rta
Åhus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	?	rta fr o m 2002-09-04
Stena Line AB	Stena AB	2001-02-15	2003-07-02	?	12 kr + rta
Astra	Zeneca PLC	1999-04-29	2004-02-05	?	173,21 + ränta
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	1 Diffchamb ger 42 kr	42 kr + ränta
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	?	260,89 + ränta
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	?	22 kr + ränta
Cederroth International	Alberto Culver	2003-05-22	2004-06-28	?	294,35 kr + ränta
Naturkompaniet	Fenix Outdoor	2003-02-24	2004-08-01	?	11,45 kr + ränta
Segerström & Svensson AB	Sanmina Corp	2001-03-20	2004-08-17	?	189,62 kr + ränta
Gränings AB	Sydskraft AB	2004-01-23	2004-10-05	?	201 kr + ränta
Bonnierhuset AB	Bonnierfastigheter AB	2003-08-24	2004-10-12	?	Förlikning 4,89 kr+ränta
KFAB	Volvo	2003-07-24	2004-10-25	?	45,70 kr + ränta
Munksjö AB	Smurfit AB	2002-05-08	2004-12-17	?	105 kr + ränta
Scandiaconsult AB	Ramböll Hanneman & Højlund	2003-04-01	2004-12-22	47 kr - 5 kr (utdelning)	47 kr + ränta - erhållen utdelning
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	14 per aktie	14 kr + ränta
Altima AB	Ramirent Oyj	2004-02-25	2005-01-28	1 Altima ger 0,6054 aktier i Ramirent	75,10 kr + ränta
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	1 Sorb ger 45 kr	45 kr + ränta
Allgon	LGP Telecom Holding	2003-05-01	2005-04-06	1 Allgon B gav 0,7 LGP, 1 Allgon A gav 0,77 LGP	15,57 kr + ränta
Proact IT Sweden AB (fd. Dimensio	ProAct IT Group AB	2004-02-13	2005-06-09	1 Dimensio ger 2,90 kr alt. 1 aktie i mB för varje 8 aktier i Dimensio	3,08 kr + ränta

Realia Fastighets AB (dB)	Realia AB (mB)	2002-09-01	2005-06-13	1 aktie dB ger 2,5 aktier i mB alt 93,25 kr per aktie vid max 50 aktier	93,25 kr + ränta
RKS AB	Sigma AB	2004-10-06	2005-07-06	1 RKS A ger 1,15 Sigma A/B och 1 RKS B ger 1,05	?
Celtica	Ljungberggruppen	2003-08-16	2005-10-03	1 Celtica ger 58 kr	58 kr + ränta
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	?	108 kr + ränta
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	1 Frango A/B gav 85,50 kr	85,50 kr + ränta
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-51	173 kr	200 kr per aktie + rta
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-51	A=80 kr, B=75 kr	75 kr per aktie
ASG	Danzas	2000-02-16	2002-09-51		265 +rta
VBBgruppen	Sweco Id FFNS	1997-05-30	?	2 VBB ger 1 FFNS	rta
Forcenergy A, B	Forcenergy Invest	1998-06-09	?	1 A ger 0,75 Forcenergy Inc, 1 B ger 0,5359 Forcenergy Inc	50 kr per aktie
Martinsson Gruppen AB (publ)	Atle AB	1999-12-21	?	85,50 kr	?
Autodiagnos	Gen Rad	2000-05-21	?	För varje A aktie 284 kr, för varje B aktie 247	?
Isokern AB	Isokern Intressenter AB	2000-06-22	?	39 kronor/aktie	?
IRO	Van de Wiele Svenska AB	2000-10-15	?	1 IRO ger 122,50 kr	?
Perbio Science AB	Fisher Sweden Holding AB	2003-09-08	?	?	?
Diligentia AB	?	?	?	?	?
Drefvikens Energi AB	?	?	?	?	?
Esselte	?	?	?	?	?
Fabege	?	?	?	?	?
Flens Energinät	?	?	?	?	?



# Bilaga A.2

## 118 skiljedomar efter urval efter bortfall, meddelade 1993-2004.

Bolag vari aktier är föremål för inlösen (målbolag)	Inlösende bolag (majoritetsägare)	Paktlöslig datum	Skiljedoms- datum	Ursprungligt bud	Skiljedomsvillkor (lösenbelopp per aktie)
Inter Innovation	De L Rue	1992-01-27	1993-05-17	B=273 kr rta	B=273 kr rta
Funda	Funda Intressenter	1991-12-01	1993-09-30	45,18 kr	45,18 kr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	170 kr rta	170 kr rta
Grauten Oil	HCI	1993-05-11	1994-09-27	4,35 rta fr 5/5 -93 (disk+6%)	4,35 rta fr 5/5 -93 (disk+6%)
Edata	Storage Technology Sweden	1993-07-02	1994-10-04	230 kr rta fr 2/7 -93 (disk+6%)	230 kr rta fr 2/7 -93 (disk+6%)
Roslags Energi	Gräninge	1992-04-29	1994-11-09	520 kr rta fr 29/4 -92	520 kr rta fr 29/4 -92
Protop	Protop Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	299 kr rta fr 28/6 -95	299 kr rta fr 28/6 -95
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	21 kr rta fr 1/9 -92	21 kr rta fr 1/9 -92
Bactonen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	2,10 rta fr 2/5 -94	2,10 rta fr 2/5 -94
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	31 kr rta fr 1/3 -94	31 kr rta fr 1/3 -94
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	120 kr rta fr 17/6 -93	120 kr rta fr 17/6 -93
BCP	Volvo	1994-07-08	1996-04-21	122,37 kr rta fr 8/7 -94	122,37 kr rta fr 8/7 -94
Balken	Nordiska Holding fd Pronator	1986-06-10	1996-05-08	30 kr rta fr 10/6 -86	30 kr rta fr 10/6 -86
Owell	WM-Data	1995-08-07	1996-05-29	221,51 kr rta fr 7/8 -95	221,51 kr rta fr 7/8 -95
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	53 kr	53 kr
Gorthon Invest	Cardo	1993-07-02	1996-06-20	104,40 kr rta fr 5/7 -93	104,40 kr rta fr 5/7 -93
Enator	Celsus	1995-12-27	1996-06-30	84 kr rta 10/12 -96 10%	84 kr rta 10/12 -96 10%
LIC Care	Gefinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	73 kr rta fr 19/7 -95	73 kr rta fr 19/7 -95
Providentia	Investor	1992-02-07	1996-07-14	156 kr rta fr 1/2 -96	156 kr rta fr 1/2 -96
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	38,24 rta fr 21/10 -95	38,24 rta fr 21/10 -95
Gnosjögruppen	Häfel Kapital	1995-02-16	1996-09-05	87 kr rta fr 16/2 -95	87 kr rta fr 16/2 -95
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	24,50 kr + 12	24,50 kr + 12
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	A=135 kr B=100 kr rta fr 30/3 -93	A=135 kr B=100 kr rta fr 30/3 -93
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	178 kr rta fr 1/6 -94	178 kr rta fr 1/6 -94
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	420 kr rta fr 26/9 -94	420 kr rta fr 26/9 -94
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	294,80 kr rta fr 27/6 -91+21,60 kr	294,80 kr rta fr 27/6 -91+21,60 kr
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	44kr rta fr 13/6 -95	44kr rta fr 13/6 -95
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	250 kr rta fr 29/1 -96	250 kr rta fr 29/1 -96
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	87 kr rta fr 7/2 -95	87 kr rta fr 7/2 -95
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	232,69 rta fr 26/1 -96	232,69 rta fr 26/1 -96
Hilab	M 2 fd Exab i Burlöv	1996-03-12	1997-03-18	39 kr rta fr 27/2 -96	39 kr rta fr 27/2 -96
Abu Garcia	Outdoor Technologies Group Sweden	1995-07-21	1997-03-26	18 kr rta fr 21/7 -95	18 kr rta fr 21/7 -95
KaPn	Atle	1995-08-18	1997-04-08	43,50 kr rta fr 28/6 -95	43,50 kr rta fr 28/6 -95
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	46,70 kr rta fr 28/6 -95	46,70 kr rta fr 28/6 -95
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	48 kr rta fr 28/6 -95	48 kr rta fr 28/6 -95
Hasselfors	AssDomän	1996-01-10	1997-05-15	272 kr rta fr 10/1 -96	272 kr rta fr 10/1 -96
Synectics Medical	MOTRNC Int Technologies	1996-09-19	1997-05-16	291 kr rta fr 12/6 -96	291 kr rta fr 12/6 -96
Swedspan Industrier	IKEA Invest	1996-08-30	1997-09-26	89,50 rta fr 26/8 -96 diskonto + 4%	89,50 rta fr 26/8 -96 diskonto + 4%
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	53,50+21,50 förlagsbevis 15,3%	95,00 kr
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	162,50 kr rta 8kr	162,50 kr rta 8kr
Bergalden	Räksbyggen	1994-10-04	1997-10-14	40 kr rta fr 4/10 -94	40 kr rta fr 4/10 -94
Stancia	Prifast	1995-12-28	1997-10-31	30kr+ränta	30kr+ränta
CynCrona AB	OEM International	1997-04-21	1997-12-19	135,60 kr+rta fr 3/4 -95 disk. +2%	135,60 kr+rta fr 3/4 -95 disk. +2%
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	50,50 kr + rta	50,50 kr + rta
Skåne-Gröpen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	82,50 kr för varje A och B rta fr 27/9 -96 116 kr per bonusaktie	82,50 kr för varje A och B rta fr 27/9 -96 116 kr per bonusaktie
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	155 kr + rta fr 23/12 -96	155 kr + rta fr 23/12 -96
Hörda	Trelleborg	1997-02-06	1998-03-18	62,50 kr rta fr 3/2 -97	62,50 kr rta fr 3/2 -97
SIAB	NCC	1997-07-01	1998-04-02	54 kr rta fr 11/6 -97	54 kr rta fr 11/6 -97
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	27,24 kr rta	27,24 kr rta
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	6,85 kr +rta	6,85 kr +rta
Arjo	Gefinge Ind AB	1995-12-05	1998-06-25	99,27 kr rta fr 2/12 -95	99,27 kr rta fr 2/12 -95
Gotic	Vasakronan	1997-01-19	1998-10-05	A 19,75 B19	A 19,75 B19
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	190 kr rta fr 24/2 -97 diskonto +2	190 kr rta fr 24/2 -97 diskonto +2
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	155 kr	155 kr
SweFart	Hexagon	1996-12-20	1998-12-23	45,97 kr + rta fr 20/12 -96	45,97 kr + rta fr 20/12 -96
VBBgruppen	Sweco fd FFNS	1997-05-30	1999-01-01	2 VBB ger 1 FFNS	2 VBB ger 1 FFNS
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	200 kr per aktie + rta	200 kr per aktie + rta
Korsnäs	Tourelle Förv. AB	1994-01-03	1999-03-25	95 kr + rta 32	95 kr + rta 32
Nordström & Thulin	Argonaut	1998-02-18	1999-09-21	17 kr + rta	17 kr + rta
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	75 kr per aktie	75 kr per aktie
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	100 kr för B + rta fr. 10/2 6%	100 kr för B + rta fr. 10/2 6%
Klövern Fastigheter AB	Wihborgs	1998-01-22	1999-11-17	26,8 + rta	26,8 + rta
VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	68 kr + rta	68 kr + rta
Hulvudstaden International	Diligentia	1997-10-29	2000-02-29	8,50 rta	8,50 rta
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	Stora Kopparbergs B ger 95 kr + rta	Stora Kopparbergs B ger 95 kr + rta
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	112 kr +rta	112 kr +rta
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	62,68 kr + rta	62,68 kr + rta
United Tankers AB	Broström Shipping AB	1998-02-27	2000-04-17	60 kr + rta	60 kr + rta
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	265 kr +rta	265 kr +rta
Liljeholms	Candle corporation	1999-08-01	2000-10-06	19 kr för A, 15,50 kr för B +rta	19 kr för A, 15,50 kr för B +rta
Scancem Aktiebolag	Newcem Holding AB (Heidelberger Zement AB)	1999-11-02	2000-11-24	397,30 kr för A, 378,15 kr för B +rta	397,30 kr för A, 378,15 kr för B +rta
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	73 kr +rta	73 kr +rta
JP Bank	Mattaus AB	1999-05-28	2001-02-21	39,59 + rta	39,59 + rta
PLM	Revan Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	95 kr + rta	95 kr + rta

Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	179 kr + rta	179 kr + rta
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	325 kr + rta	325 kr + rta
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	180 kr + rta	180 kr + rta
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	117 kr + rta	117 kr + rta
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	31 kr + rta	31 kr + rta
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	160 kr + rta	160 kr + rta
Folketolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	43,50 kr + rta	43,50 kr + rta
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	141 kr	141 kr
BPA	Investeringsallskapet	1999-07-08	2001-09-30	30,5 för a, 28 kr för b, + rta	30,5 för a, 28 kr för b, + rta
Bakder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	136,50 kr + rta	136,50 kr + rta
ICB	Filago Handels AB/Frontline	2000-01-05	2001-12-06	112,58 för A, 72,58 för B + rta	112,58 för A, 72,58 för B + rta
Enator	TietoEnator Oyj	1999-10-05	2001-12-21	240 kr + rta	240 kr + rta
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	30 kr + rta	30 kr + rta
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	140	140
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	147 kr + rta	147 kr + rta
Entra AB	TietoEnator Abp	2000-09-14	2002-03-18	237,72 + rta	237,72 + rta
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	144 kr + rta	144 kr + rta
Arete	TurnIT	2000-12-14	2002-05-16	113,30 + rta	113,30 + rta
Dios AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	78 + rta	78 + rta
BT Industries AB	Toyota International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	270,75 + rta disk+3	270,75 + rta disk+3
Perstorp	Sydsvenska Kemi	2001-07-11	2002-06-25	A 98,50 + rta och B 87,50 + rta	A 98,50 + rta och B 87,50 + rta
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	126 + rta	126 + rta
Bulten	Finveden	2001-01-29	2002-07-19	47 + rta	47 + rta
Svedala	Metsu	2001-09-01	2002-08-10	185 kr + rta	185 kr + rta
Piren AB	Rodamco Noriem Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	1 Piren ger 69,60 kr	69,60 kr
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	42 kr + rta	42 kr + rta
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	199 kr + rta	199 kr + rta
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	46 kr + rta	46 kr + rta
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	36,50 + rta	36,50 + rta
Åhus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	rta fr o m 2002-09-04	rta fr o m 2002-09-04
Stena Line AB	Stena AB	2001-02-15	2003-07-02	12 kr + rta	12 kr + rta
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19	90 + ränta	90 + ränta
Diffhamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	42 kr + ränta	42 kr + ränta
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	260,89 + ränta	260,89 + ränta
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	22 kr + ränta	22 kr + ränta
Segerström & Svensson AB	Sanmina Corp	2001-03-20	2004-08-17	189,62 kr + ränta	189,62 kr + ränta
Scandiacoconsult AB	Ramböll Hanneman & Höljund	2003-04-01	2004-12-22	47 kr + ränta - erhållen utdelning	47 kr + ränta - erhållen utdelning
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	14 kr + ränta	14 kr + ränta
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	45 kr + ränta	45 kr + ränta
Allgon	LGP Telecom Holding	2003-05-01	2005-04-06	15,57 kr + ränta	15,57 kr + ränta
Proact IT Sweden AB (fd. Dimension AB)	ProAct IT Group AB	2004-02-13	2005-06-09	3,08 kr + ränta	3,08 kr + ränta
RKS AB	Sigma AB	2004-10-06	2005-07-06	1 RKS A ger 1,15 Sigma A/B och 1 RKS B ger 1,05	5,32 kr
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	108 kr + ränta	108 kr + ränta
Franco AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	85,50 kr + ränta	85,50 kr + ränta

# Bilaga B.1

## Beräkning av undersökningsvariabler: Data i Tabell 8.2 och Diagram 8.2

### Undersökningsvariabler

För varje skiljedom i urvalet erhålls en undersökningsvariabel. Denna undersökningsvariabel utgörs av *förhållandet mellan storleken på det lösenbelopp som fastställts i skiljedomen och börsvärdet på de inlösta aktierna vid påkallandedagen*. Detta förhållande beräknas som kvoten av lösenbeloppet per inlöst aktie samt varje sådan akties börskurs vid tiden för tvångsinlösandets påkallande, det vill säga:

$$\frac{\text{lösenbelopp}}{\text{börskurs}}$$

### Extremvärden

Nedan visas undersökningsvariablerna erhållna från skiljedomarna i bilaga A.2. De är sorterade i stigande ordning med angivande av första kvartil (Q1), median och tredje kvartil (Q3).

27%	80%	83%	87%	88%	90%	90%	94%	94%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	102%
102%	102%	102%	102%	102%	102%	103%	103%	103%	104%	104%	104%	104%	104%	105%	105%	106%	106%	106%	107%
108%	108%	110%	111%	111%	111%	111%	112%	113%	113%	114%	116%	117%	117%	117%	120%	122%	124%	126%	128%
130%	131%	132%	133%	133%	133%	133%	134%	136%	139%	141%	144%	150%	153%	156%	156%	174%	290%		

Q1= 100%    M= 102%    Q3= 113%

1:a kvartil, median och 3:e kvartil

Låga extremvärden: Variabelvärden som ligger ett och ett halvt kvartilavstånd till vänster om det numeriska variabelvärde som ligger på första kvartilen (Q1).

Höga extremvärden: Variabelvärden som ligger ett och ett halvt kvartilavstånd till höger om det numeriska variabelvärde som ligger på tredje kvartilen (Q3).

Kvartilavståndet: Avståndet mellan Q1 och Q3. För variabeln "lösenbelopp/börskurs" är det numeriska värdet för Q1 100 % och för Q3 113 %. Kvartilavståndet blir således 13 % eller 0,13.

Riktvärde: Genom att multiplicera kvartilavståndet med 1,5 erhålls sedan riktvärden för vilka värden som skall betraktas som extrema och uteslutas ur undersökningen. Detta riktvärde är i vårt fall 0,195.

För variabeln ”lösenbelopp/börskurs” blir låga extremvärden värden lägre än 0,85 och ”höga” extremvärden värden högre än 1,325.

Formler:

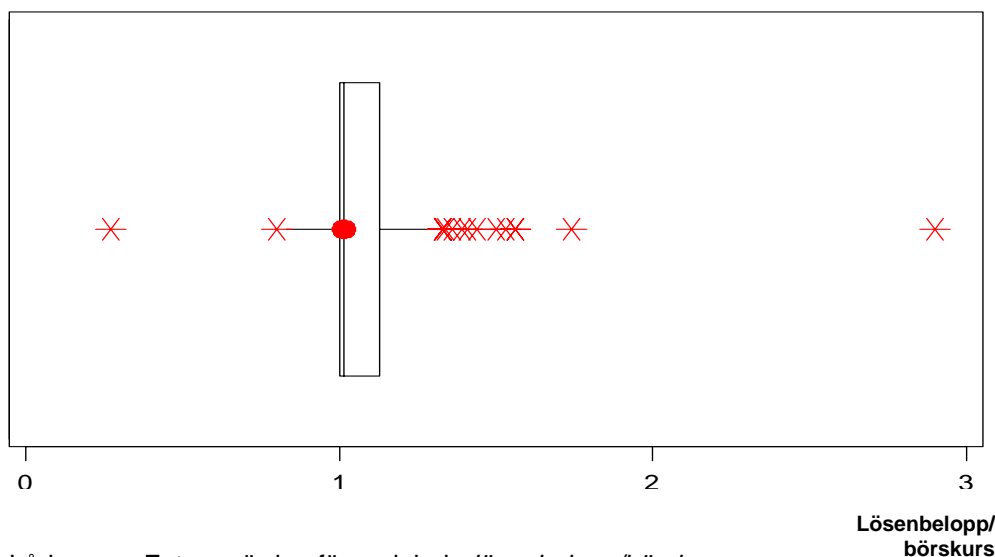
*Kvartilavstånd*  $Q3 - Q1 \rightarrow 1,13 - 1,00 = 0,13$

*Riktvärden*  $(1,13 - 1,00) * 1,5 = 0,195$

*Låga extremvärden* värden  $< 1,00 - 0,195 = 0,85$

*Höga extremvärden* värden  $> 1,13 + 0,195 = 1,325$

17 undersökningsvariabler har på detta sätt uteslutits. I diagrammet nedan visas varje värde som betraktas som extremt som en asterisk och medianen som en punkt. I undersökningen uttrycks de kvoter som undersökningsvariablerna utgörs av i procentform. I lådagrammet nedan anges dess kvoter i relativa tal på x-axeln.



Lådagram. Extremvärden för variabeln *lösenbelopp/börskurs*

De skiljedomar (undersökningsvariabler) som återstår efter gallring på extremvärden visas i tabellen nedan. De 101 (118 st minus 17 st uteslutna pga. extremvärden) återstående skiljedomarna utgör undersökningens källdata.

**Källdata för undersökningsvariabeln *lösenbelopp/börskurs*.**

Bolag vari aktier är föremål för inlösen (målbolag)	Inlösande bolag (majoritetsägare)	Påkallandedatum	Skiljedomsdatum	Dom/börskurs	Börskurs per påkallandedatum i inlöst bolag	Ursprungligt värde per aktie	Lösenbelopp per aktie (skiljedomsvärde)
Inter Innovation	De L Rue	1992-01-27	1993-05-17	124%	220,00 kr	300,00 kr	273,00 kr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	100%	170,00 kr	170,00 kr	170,00 kr
Roslags Energi	Graninge	1992-04-29	1994-11-09	117%	446,00 kr	450,00 kr	520,00 kr
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	130%	200,00 kr	200,00 kr	259,00 kr
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-16	102%	20,50 kr	21,00 kr	21,00 kr
Bastionen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	131%	1,60 kr	1,52 kr	2,10 kr
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	117%	26,50 kr	26,50 kr	31,00 kr
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	100%	120,00 kr	120,00 kr	120,00 kr

(forts nästa sida)

Balken	Nordiska Holding fd Pronator	1986-06-10	1996-05-08	100%	30,00 kr	27,37 kr	30,00 kr
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	128%	41,30 kr	42,00 kr	53,00 kr
Gorthon Invest	Cardo	1993-07-02	1996-06-20	116%	90,00 kr	55,00 kr	104,40 kr
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	101%	72,50 kr	73,00 kr	73,00 kr
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	106%	36,00 kr	37,86 kr	38,24 kr
Gnosjögruppen	Hidaf Kapital	1995-02-16	1996-09-05	102%	85,00 kr	87,00 kr	87,00 kr
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	100%	24,50 kr	24,50 kr	24,50 kr
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	100%	135,00 kr	144,00 kr	135,00 kr
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	102%	175,00 kr	178,00 kr	178,00 kr
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	111%	380,00 kr	380,00 kr	420,00 kr
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	101%	291,00 kr	292,25 kr	294,80 kr
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	100%	44,00 kr	44,00 kr	44,00 kr
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	111%	225,00 kr	225,00 kr	250,00 kr
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	102%	85,50 kr	87,00 kr	87,00 kr
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	104%	223,00 kr	232,69 kr	232,69 kr
Abu Garcia	Outdoor Technologies Group Sweden	1995-07-21	1997-03-26	90%	20,00 kr	18,00 kr	18,00 kr
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	104%	45,10 kr	46,70 kr	46,70 kr
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	104%	42,00 kr	42,00 kr	43,50 kr
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	104%	46,30 kr	48,00 kr	48,00 kr
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	100%	272,00 kr	265,00 kr	272,00 kr
Synectics Medical	MDTRNC int Technologies	1996-09-19	1997-05-16	100%	291,00 kr	291,00 kr	291,00 kr
Swedspan Industrier	IKEA Invest	1996-08-30	1997-09-26	100%	89,50 kr	75,00 kr	89,50 kr
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	132%	72,00 kr	77,35 kr	95,00 kr
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	101%	161,00 kr	162,50 kr	162,50 kr
Stancia	Prifast	1995-12-28	1997-10-31	103%	29,00 kr	29,40 kr	30,00 kr
CynCrona AB	OEM International	1997-04-21	1997-12-19	100%	135,00 kr	126,00 kr	135,60 kr
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	101%	50,00 kr	51,25 kr	50,50 kr
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	100%	82,50 kr	82,50 kr	82,50 kr
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	100%	155,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
Horða	Trelleborg	1997-02-06	1998-03-18	87%	72,00 kr	62,50 kr	62,50 kr
SIAB	NCC	1997-07-01	1998-04-02	110%	49,00 kr	44,69 kr	54,00 kr
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	94%	29,00 kr	27,87 kr	27,24 kr
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	101%	6,75 kr	6,85 kr	6,85 kr
Arjo	Getinge Ind AB	1995-12-05	1998-06-25	94%	106,00 kr	118,00 kr	99,27 kr
Gotic	Vasakronan	1997-01-19	1998-10-05	120%	16,50 kr	19,75 kr	19,75 kr
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	100%	190,00 kr	190,00 kr	190,00 kr
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	103%	151,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
SwePart	Hexagon	1996-12-20	1998-12-23	104%	44,00 kr	27,77 kr	45,97 kr
VBBgruppen	Sweco fd FFNS	1997-05-30	1999-01-01	113%	31,00 kr	35,11 kr	35,11 kr
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	116%	172,00 kr	173,00 kr	200,00 kr
Nordström & Thulin	Argonaut	1998-02-18	1999-09-21	88%	19,40 kr	17,00 kr	17,00 kr
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	100%	75,00 kr	75,00 kr	75,00 kr
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	101%	99,50 kr	100,00 kr	100,00 kr
Klövern Fastigheter AB	Wihborgs	1998-01-22	1999-11-17	106%	25,30 kr	26,80 kr	26,80 kr
VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	101%	67,50 kr	68,00 kr	68,00 kr
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	108%	88,00 kr	88,00 kr	95,00 kr
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	102%	110,00 kr	112,00 kr	112,00 kr
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	108%	58,00 kr	62,68 kr	62,68 kr
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	114%	232,00 kr	244,00 kr	265,00 kr
Liljeholmens	Candle corporation	1999-08-01	2000-10-06	126%	15,10 kr	19,00 kr	19,00 kr
Scancem Aktiebolag	Newcem Holding AB	1999-11-02	2000-11-24	105%	377,00 kr	397,30 kr	397,30 kr
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	100%	73,00 kr	73,00 kr	73,00 kr
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	112%	35,50 kr	34,20 kr	39,59 kr
PLM	Rexam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	83%	115,00 kr	118,00 kr	95,00 kr
Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	100%	179,00 kr	179,00 kr	179,00 kr
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	106%	306,00 kr	325,00 kr	325,00 kr
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	105%	171,00 kr	180,00 kr	180,00 kr
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	100%	116,50 kr	117,00 kr	117,00 kr
Provöbis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	101%	30,80 kr	31,00 kr	31,00 kr
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	100%	159,50 kr	160,00 kr	160,00 kr
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	100%	43,30 kr	43,50 kr	43,50 kr
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	100%	140,50 kr	141,00 kr	141,00 kr
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	102%	30,00 kr	30,50 kr	30,50 kr
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	100%	137,00 kr	140,00 kr	136,50 kr
Enator	TietoEnator Oyj	1999-10-05	2001-12-21	122%	197,50 kr	177,63 kr	240,00 kr
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	100%	30,00 kr	30,00 kr	30,00 kr
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	101%	139,00 kr	140,00 kr	140,00 kr
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	100%	147,00 kr	147,00 kr	147,00 kr
Entra AB	TietoEnator Abp	2000-09-14	2002-03-18	111%	215,00 kr	243,86 kr	237,72 kr
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	100%	144,00 kr	144,00 kr	144,00 kr
Arete	TurnIT	2000-12-14	2002-05-16	113%	100,00 kr	113,30 kr	113,30 kr
Diös AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	100%	78,00 kr	78,00 kr	78,00 kr
BT Industries AB	Toyoda International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	101%	268,00 kr	275,00 kr	270,75 kr

(forts nästa sida)

Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	100%	126,00 kr	126,00 kr	126,00 kr
Bulten	Finnveden	2001-01-29	2002-07-19	100%	47,00 kr	45,00 kr	47,00 kr
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10	102%	181,00 kr	185,00 kr	185,00 kr
Piren AB	Rodamco Nortern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	101%	69,00 kr	69,60 kr	69,60 kr
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	101%	41,70 kr	42,00 kr	42,00 kr
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	100%	199,00 kr	199,00 kr	199,00 kr
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	101%	45,70 kr	46,00 kr	46,00 kr
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	101%	36,30 kr	36,50 kr	36,50 kr
Åhus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	100%	11,00 kr	11,00 kr	11,00 kr
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19	100%	90,00 kr	90,00 kr	90,00 kr
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	100%	42,00 kr	42,00 kr	42,00 kr
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	103%	253,00 kr	260,89 kr	260,89 kr
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	107%	20,50 kr	22,00 kr	22,00 kr
Scandiaconsult AB	Ramböll Hanneman & Højlund	2003-04-01	2004-12-22	90%	46,70 kr	42,00 kr	42,00 kr
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	100%	14,00 kr	14,00 kr	14,00 kr
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	100%	45,00 kr	45,00 kr	45,00 kr
Allgon	LGP Telecom Holding	2003-05-01	2005-04-06	100%	15,60 kr	20,51 kr	15,57 kr
Proact IT Sweden AB (fd. Dimension AB)	ProAct IT Group AB	2004-02-13	2005-06-09	111%	2,77 kr	3,08 kr	3,08 kr
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	100%	107,50 kr	108,00 kr	108,00 kr
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	101%	85,00 kr	85,50 kr	85,50 kr

## Medelvärden

För att kunna beskriva materialet på ett meningsfullt sätt har för varje kalenderår som ingår i undersökningen, efter extremvärdessorteringen, räknats fram ett aritmetiskt medelvärde för undersökningsvariablerna. På detta sätt har 13 värden erhållits. Det är dessa 13 värden som presenteras i tabell 8.2 vilken också återges här nedan.

År												
1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
124%	115%	117%	105%	104%	101%	104%	109%	104%	102%	100%	100%	102%

Lösenbelopp relativt börskurs

Tabell 8.2 Lösenbeloppet relativt börskurs vid påkallandetidpunkten presenterat som årliga medelvärden för perioden 1993 2005.

(Tabell 8.2 återfinns i framställningen ovan under 8.)

# Bilaga B.2

## Beräkning av undersökningsvariabler: Data i Tabell 8.1 och Diagram 8.1

### Undersökningsvariabler

Varje skiljedom i urvalet representerar en undersökningsvariabel. Denna undersökningsvariabel utgörs av *förhållandet mellan det offentliga erbjudandet och det börsvärdet på de inlösta aktierna* och beräknas som kvoten av det offentliga erbjudandet per inlöst aktie samt varje sådan akties börskurs vid tiden för tvångsinlösandets påkallande, det vill säga:

$$\frac{\text{offentligterbjudande}}{\text{börskurs}}$$

### Extremvärden

Nedan visas undersökningsvariablerna erhållna från skiljedomarna i bilaga A.2. De är sorterade i stigande ordning med angivande av första kvartil (Q1), median och tredje kvartil (Q3).

0%	27%	61%	63%	78%	80%	84%	84%	87%	88%	90%	90%	90%	91%	91%	93%	95%	96%	96%	96%
97%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	101%	101%
101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	101%	102%	102%	102%	102%	102%
102%	102%	102%	103%	103%	103%	103%	103%	104%	104%	104%	104%	104%	104%	104%	105%	105%	105%	105%	106%
107%	107%	107%	108%	111%	111%	111%	113%	113%	113%	117%	120%	126%	131%	133%	134%	136%	141%		

Q1= 100%    M= 101%    Q3= 104%

1:a kvartil, median och 3:e kvartil

Låga extremvärden: Variabelvärden som ligger ett och ett halvt kvartilavstånd till vänster om det numeriska variabelvärde som ligger på första kvartilen (Q1).

Höga extremvärden: Variabelvärden som ligger ett och ett halvt kvartilavstånd till höger om det numeriska variabelvärde som ligger på tredje kvartilen (Q3).

Kvartilavståndet: Avståndet mellan Q1 och Q3. För variabeln offentligt erbjudande/börskurs är det numeriska värdet för Q1 100 % och för Q3 104 %. Kvartilavståndet blir således 4 % eller 0,04.

Riktvärde: Genom att multiplicera kvartilavståndet med 1,5 erhålls sedan riktvärden för vilka värden som skall betraktas som extrema och uteslutas ur undersökningen. Detta riktvärde är i vårt fall 0,06.

För variabeln offentligt erbjudande/börskurs blir låga extremvärden värden lägre än 0,94 och ”höga” extremvärden värden högre än 1,10.

Formler:

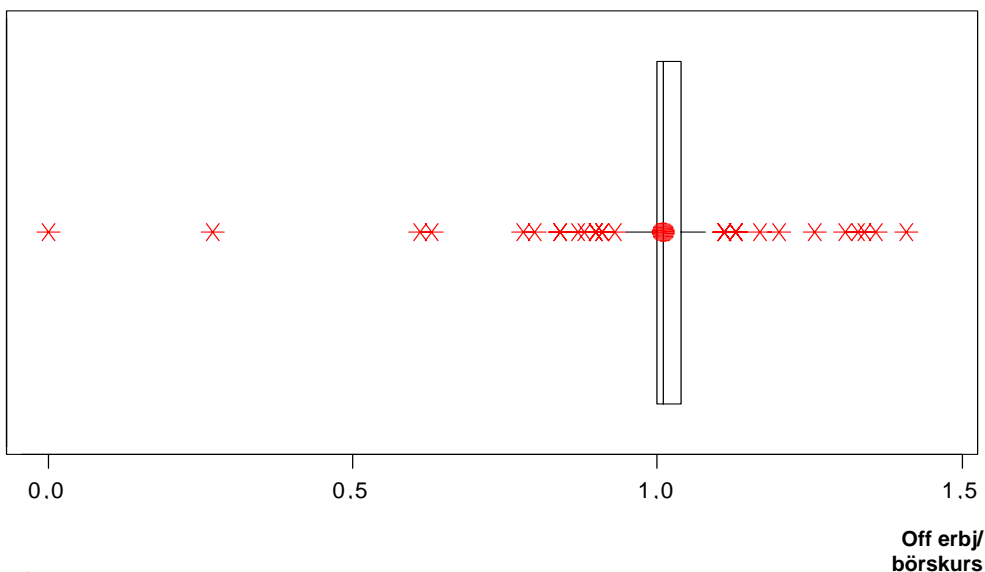
*Kvartilavstånd*  $Q3 - Q1 \rightarrow 1,04 - 1,00 = 0,04$

*Riktvärden*  $(1,04 - 1,00) * 1,5 = 0,06$

*Låga extremvärden* värden  $< 1,00 - 0,06 = 0,94$

*Höga extremvärden* värden  $> 1,04 + 0,06 = 1,10$

30 undersökningsvariabler har på detta sätt uteslutits. I diagrammet nedan visas varje värde som betraktas som extremt som en asterisk och medianen som en punkt. I undersökningen uttrycks de kvoter som undersökningsvariablerna utgörs av i procentform. I lådagrammet nedan anges dess kvoter i relativa tal på x-axeln.



Lådagram. Extremvärden för variabeln *offertligt erbjudande/börskurs*

De skiljedomar (undersökningsvariabler) som återstår efter gallring på extremvärden visas i tabellen nedan. De 88 (118 st minus 30 st uteslutna pga. extremvärden) återstående skiljedomarna utgör undersökningens källdata.

**Källdata för undersökningsvariabeln *offertligt erbjudande/börskurs*.**

Bolag vari aktier är föremål för inlösen (målbolag)	Inlösande bolag (majoritetsägare)	Påkalladatum	Skiljedomsdatum	Offertligt erbjud/börskurs	Börskurs per påkallad datum i målbolag	Ursprungligt villkor per aktie	Lösenbelopp per aktie (skiljedomsvillkor)
Fundia	Fundia Intressenter	1991-12-01	1993-09-30	104%	34,00 kr	35,50 kr	45,18 kr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	100%	170,00 kr	170,00 kr	170,00 kr
Edata	Storage Technology Sweden	1993-07-02	1994-10-04	101%	169,00 kr	170,00 kr	230,00 kr
Roslags Energi	Gråninge	1992-04-29	1994-11-09	101%	446,00 kr	450,00 kr	520,00 kr
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	100%	200,00 kr	200,00 kr	259,00 kr
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	102%	20,50 kr	21,00 kr	21,00 kr
Bastionen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	95%	1,60 kr	1,52 kr	2,10 kr
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	100%	26,50 kr	26,50 kr	31,00 kr

(fortsättning nästa sida)



AXTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	100%	120,00 kr	120,00 kr	120,00 kr
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	102%	41,30 kr	42,00 kr	53,00 kr
Enator	Celsius	1995-12-27	1996-06-30	100%	55,00 kr	55,00 kr	84,00 kr
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	101%	72,50 kr	73,00 kr	73,00 kr
Providentia	Investor	1992-02-07	1996-07-14	104%	100,00 kr	104,00 kr	156,00 kr
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	105%	36,00 kr	37,86 kr	38,24 kr
Gnosjögruppen	Hidef Kapital	1995-02-16	1996-09-05	102%	85,00 kr	87,00 kr	87,00 kr
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	100%	24,50 kr	24,50 kr	24,50 kr
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	107%	135,00 kr	144,00 kr	135,00 kr
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	102%	175,00 kr	178,00 kr	178,00 kr
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	100%	380,00 kr	380,00 kr	420,00 kr
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	100%	291,00 kr	292,25 kr	294,80 kr
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	100%	44,00 kr	44,00 kr	44,00 kr
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	100%	225,00 kr	225,00 kr	250,00 kr
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	102%	85,50 kr	87,00 kr	87,00 kr
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	104%	223,00 kr	232,69 kr	232,69 kr
Hilab	M 2 fd Exab i Burlöv	1996-03-12	1997-03-18	100%	28,00 kr	28,000 kr	39,00 kr
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	100%	42,00 kr	42,00 kr	43,50 kr
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	104%	45,10 kr	46,70 kr	46,70 kr
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	104%	46,30 kr	48,00 kr	48,00 kr
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	97%	272,00 kr	265,00 kr	272,00 kr
Synectics Medical	MDTRNC int Technologies	1996-09-19	1997-05-16	100%	291,00 kr	291,00 kr	291,00 kr
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	107%	72,00 kr	77,35 kr	95,00 kr
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	101%	161,00 kr	162,50 kr	162,50 kr
Stancia	PriFast	1995-12-28	1997-10-31	101%	29,00 kr	29,40 kr	30,00 kr
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	103%	50,00 kr	51,25 kr	50,50 kr
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	100%	82,50 kr	82,50 kr	82,50 kr
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	100%	155,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	96%	29,00 kr	27,87 kr	27,24 kr
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	101%	6,75 kr	6,85 kr	6,85 kr
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	100%	190,00 kr	190,00 kr	190,00 kr
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	103%	151,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	101%	172,00 kr	173,00 kr	200,00 kr
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	100%	75,00 kr	75,00 kr	75,00 kr
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	101%	99,50 kr	100,00 kr	100,00 kr
Klövern Fastigheter AB	Wihlborgs	1998-01-22	1999-11-17	106%	25,30 kr	26,80 kr	26,80 kr
VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	101%	67,50 kr	68,00 kr	68,00 kr
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	100%	88,00 kr	88,00 kr	95,00 kr
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	102%	110,00 kr	112,00 kr	112,00 kr
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	108%	58,00 kr	62,68 kr	62,68 kr
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	105%	232,00 kr	244,00 kr	265,00 kr
Scancem Aktiefbolag	Newcem Holding AB	1999-11-02	2000-11-24	105%	377,00 kr	397,30 kr	397,30 kr
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	100%	73,00 kr	73,00 kr	73,00 kr
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	96%	35,50 kr	34,20 kr	39,59 kr
PLM	Rexam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	103%	115,00 kr	118,00 kr	95,00 kr
Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	100%	179,00 kr	179,00 kr	179,00 kr
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	106%	306,00 kr	325,00 kr	325,00 kr
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	105%	171,00 kr	180,00 kr	180,00 kr
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	100%	116,50 kr	117,00 kr	117,00 kr
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	101%	30,80 kr	31,00 kr	31,00 kr
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	100%	159,50 kr	160,00 kr	160,00 kr
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	100%	43,30 kr	43,50 kr	43,50 kr
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	100%	140,50 kr	141,00 kr	141,00 kr
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	102%	30,00 kr	30,50 kr	30,50 kr
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	102%	137,00 kr	140,00 kr	136,50 kr
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	100%	30,00 kr	30,00 kr	30,00 kr
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	101%	139,00 kr	140,00 kr	140,00 kr
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	100%	147,00 kr	147,00 kr	147,00 kr
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	100%	144,00 kr	144,00 kr	144,00 kr
Diös AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	100%	78,00 kr	78,00 kr	78,00 kr
BT Industries AB	Toyoda International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	103%	268,00 kr	275,00 kr	270,75 kr
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	100%	126,00 kr	126,00 kr	126,00 kr
Bulten	Finnveden	2001-01-29	2002-07-19	96%	47,00 kr	45,00 kr	47,00 kr
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10	102%	181,00 kr	185,00 kr	185,00 kr
Piren AB	Rodamco Northern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	101%	69,00 kr	69,60 kr	69,60 kr
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	101%	41,70 kr	42,00 kr	42,00 kr
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	100%	199,00 kr	199,00 kr	199,00 kr
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	101%	45,70 kr	46,00 kr	46,00 kr
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	101%	36,30 kr	36,50 kr	36,50 kr

(fortsättning nästa sida)

Åhus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	100%	11,00 kr	11,00 kr	11,00 kr
Stena Line AB	Stena AB	2001-02-15	2003-07-02	100%	8,00 kr	8,00 kr	12,00 kr
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19	100%	90,00 kr	90,00 kr	90,00 kr
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	100%	42,00 kr	42,00 kr	42,00 kr
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	103%	253,00 kr	260,89 kr	260,89 kr
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	107%	20,50 kr	22,00 kr	22,00 kr
Segeström & Svensson AB	Sanmina Corp	2001-03-20	2004-08-17	105%	121,50 kr	127,00 kr	189,62 kr
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	100%	14,00 kr	14,00 kr	14,00 kr
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	100%	45,00 kr	45,00 kr	45,00 kr
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	100%	107,50 kr	108,00 kr	108,00 kr
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	101%	85,00 kr	85,50 kr	85,50 kr

## Medelvärden

För att kunna beskriva materialet på ett meningsfullt sätt har för varje kalenderår som ingår i undersökningen, efter extremvärdessorteringen, räknats fram ett aritmetiskt medelvärde för undersökningsvariablerna. På detta sätt har 13 värden erhållits. Det är dessa 13 värden som presenteras i tabell 8.1 vilken också återges här nedan.

År												
1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
104%	100%	99%	102%	102%	100%	102%	104%	101%	100%	100%	104%	100%

**Lösenbelopp relativt börskurs**

Tabell 8.1 Offentligt erbjudande relativt börskurs vid påkallandetidpunkten presenterat som årliga medelvärden för perioden 1993 2005.

(Tabell 8.1 återfinns i framställningen ovan under 8.)

# Käll- och litteraturförteckning

## OFFENTLIGT TRYCK

- SOU 1941:9 Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.
- SOU 1969:50 Expropriationsändamål och expropriationsersättning m.m.
- SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.
- SOU 1984:9 Förslag till lag om kooperativa föreningar.
- SOU 1992:83 En anpassning av den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1, 2, 3 och 12. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 1997:22 Ny aktiebolagslag. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.
- SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag.
- Prop 1971:122 Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om ändring i lagen (1917:189) om expropriation, m. m., given Sofiero den 4 juni 1971.
- Prop 1975:103 Aktiebolagslag m.m.
- Prop 2004/05:85 Ny aktiebolagslag.

## UTTALANDEN FRÅN AKTIEMARKNADSNÄMNDEN

- AMN 2004:23
- AMN 2005:02
- AMN 2006:30

## AVTALSBASERADE REGELVERK

- NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv 2003-09-01. [cit NBK:OE 2003-09-01]
- Stockholmsbörsens noteringsavtal 2003-09-01. [cit Noteringsavtalet 2003-09-01]

## BÖCKER SAMT SKRIFTER I SAMLINGSVERK M.M.

- Andersson, Sten; Johansson, Svante och Skog, Rolf (2005) *Aktiebolagslagen. En kommentar. Del I-III*. Nordstedts Juridik AB. [cit Andersson, Johansson och Skog (2005)]

- Arnold, Glen (2005) *Corporate Financial Management*, 3 u. Pearson Education Limited.  
[cit Arnold (2005)]
- Bergström, Clas och Samuelsson, Per (2001) *Aktiebolagets grundproblem*. Författarna och Nordstedts Juridik AB.  
[cit Bergström och Samuelsson (2001)]
- Bergström, Clas och Samuelsson, Per (2001) *Associationsrätt och värdepappersrätt*, 2 uppl. Norstedts Juridik.  
[cit Bergström och Samuelsson (2001)]
- Bergman, Erik och Hellner, Peter (1992) *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie*. Författarna och Juristförlaget JF AB.  
[cit Bergman och Hellner (1992)]
- Bouvin, Åke och Stark, Hans (1989) *ExprL. En kommentar*, 2 u. Författarna och Nordstedts Förlag.  
[cit Bouvin och Stark (1989)]
- Cooter, Robert and Ulen, Thomas (2000) *Law and Economics*. Addison-Wesley  
[cit Cooter and Ulen (2000)]
- Dahlgren, Elisabeth och Moberg, Krister (1976) *Tvångsinlösen av aktier*. Juridiska föreningen i Lund.  
[cit Dahlgren och Moberg (1976)]
- Flodhammar, Gunnar (1980) *Företagsvärdering vid tvångsinlösen*. P.A. Nordstedts & Söners förlag.  
[cit Flodhammar (1980)]
- Sveriges finansanalytikers förening (2000) *Företagsvärderingsmodeller. Variationer på samma tema*. Sveriges finansanalytikers förening.  
[Cit Sveriges finansanalytikers förening (2000)]
- Hager, Richard (1998) *Värderingsrätt. Särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*. Richard Hager och Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet.  
[cit Hager (1998)]
- Hager, Richard (2003) *Värdering av minoritetsaktier – finns det en korrekt metod? Del 3*. – Ingår i: Skog, Rolf (red), *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?* Iustus Förlag AB, s 79-88.  
[cit Hager (2003)]

Johansson, Svante (2001) *Nials svensk associationsrätt i huvuddrag*, u 8. Nordstedts Juridik AB.  
[cit Johansson (2001)]

Körner, Svante och Wahlgren, Lars (1996) *Praktisk statistik*. Svante Körner och Studentlitteratur.  
[cit Körner och Wahlgren (1996)]

Lindskog, Stefan (1995) *Aktiebolagslagen. 12:e och 13:e kap. Kapitalskydd och likvidation*, 2 u. Stefan Lindskog och Fritzes Förlag AB.  
[cit Lindskog (1995)]

Löfgren, Sigurd och Gometz, Ulf (1991) *Företagsvärdering*. Ernst & Young.  
[cit Löfgren och Gometz (1991)]

Moberg, Krister och Samuelsson, Per (1988) *Börsrätt*. Författarna och Nordstedts Förlag AB.  
[cit Moberg och Samuelsson (1988)]

Nyström, Göran; Ohlsson, Robert och Skog, Rolf (2004) *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*. Göran Nyström, Robert Ohlsson & Rolf Skog.

Ramberg, Göran (2003) *Värdering av minoritetsaktier – finns det en korrekt metod? Del 2*. – Ingår i: Skog, Rolf (red), *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?* Iustus Förlag AB, s 69-78.  
[cit Ramberg (2003)]

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Jaffe, Jeffrey F. (2002) *Corporate Finance*, 6 u. McGraw-Hill, New York.  
[cit Ross, Westerfield and Jaffe (2002)]

Sandström, Torsten (2005) *Svensk aktiebolagsrätt*. Författaren och Nordstedts Juridik AB.  
[cit Sandström (2005)]

Strömberg, Håkan (1999) *Normgivningsmakten enligt 1974 års regeringsform*. Juristförlaget i Lund.  
[cit Strömberg (1999)]

Svensson, Lennart (1996) *Värderingsfrågor vid tvångsinlösen aktier. En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996*. Svensson, Eriksson och Tjus Revisionsbyrå AB.  
[cit Svensson (1996)]

Svensson, Lennart (1999) *Om tvångsinlösen av aktier*. SET Revisionsbyrå AB.

[cit Svensson (1999)]

Victorin, Anders (1996) *Värdet av minoritetsaktier vid tvångsinlösen. Värdering och värderingar*. – Ingår i: Festskrift till Jan Ramberg. Nordstedts Juridik AB.

[cit Victorin (1996)]

Widhagen, Gunnar (1990) *Om tvångsinlösen av aktier – några reflektioner*. - Ingår i: Festskrift till Gotthard Calissendorff.

[cit Widhagen (1990)]

## PERIODISKT TRYCK

### *Tidskriftsartiklar*

Aspenberg, Ulf. *Likabehandling vid tvångsinlösen*, Balans. Tidskrift för Föreningen auktoriserade revisorer 1988: Häfte 12, s. 43-46.

[cit Aspenberg (1988)]

Aspenberg, Ulf. *Börskurser och tvångsinlösen*. Balans. Tidskrift för Föreningen auktoriserade revisorer 1989: nr 10, s

[cit Aspenberg (1989)]

Blomberg, Gunnar. *Ny praxis vid inlösen av aktier*. Balans 1997: nr 2

[cit Blomberg (1997)]

Kågerman, Pontus. *Företagsvärde eller börsvärde*. Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet 1996/1997: nr 1, s 119-125.

[cit Kågerman (1996/1997)]

Jennergren, Peter. *Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösensärenden före och efter Balken-målet*. Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet 1996/1997: Nr 1, s 59-88.

[cit Jennergren (1996/1997)]

Kågerman, Pontus och Nerpin, Erik. *Företagsvärde eller börsvärde vid tvångsinlösen; dags att ta ställning efter mer än 50 år*. Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet 1995/96: Häfte 3, s. 670-688.

[cit Kågerman och Nerpin (1995/1996)]

Lindén, Allan och Svensson, Lennart. *Värderingsprinciper vid tvångsinlösen av aktier, de lege ferenda*. Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet 1996/97: Häfte 4, s. 1057-1071.

[cit Lindén och Svensson (1996/1997)]

Ramberg, Göran och Ramberg, Magnus. *Värderingsprinciper vid tvångsinlösen av aktier, de lege ferenda*. Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet 1996/1997: Nr 1, s 235-238.  
[cit Ramberg och Ramberg (1996/1997)]

Ramberg, Magnus. *Några kommentarer till frågan om tillämpningen av den s.k. särregeln vid tvångsinlösen av aktier*. Juridisk tidskrift 2002/2003: s 931-934.  
[cit Ramberg (2002/2003)]

Svensson, Lennart. *Tvångsinlösen av aktier: Likabehandling och börskurser*. Balans. Tidskrift för Föreningen auktoriserade revisorer 1989: nr 5.  
[cit Svensson (1989)]

Svensson, Lennart. *Tvångsinlösen av aktier: Lagen tillåter att man kör över minoritetsägarna*. Balans. Tidskrift för Föreningen auktoriserade revisorer 1991: nr 8-9, s  
[cit Svensson (1991)]

Rynell, Thomas. *Aktuella problem kring utvecklingen av värderingsutlåtanden*. Balans. Tidskrift för Föreningen auktoriserade revisorer 2000: nr 4, s  
[cit Rynell (2000)]

#### *Tidningsartiklar*

Thomasson, Anders och Milberg, Lars. *Tvångsinlösen är konsten att plundra små aktieägare*. Dagens Industri 2003-06-11.  
[cit Thomasson och Milberg (2003)]

#### **INTERVJUER**

Nedström, Magnus, advokat, Sigeman & Co, Malmö (2006-05-25), telefonintervju.  
[cit Nedström (2006-05-25)]

Milberg, Lars, jur kand (2006-05-26), telefonintervju.  
[cit Milberg (2006-05-26)]

Ramberg, Magnus, advokat, Lindahl, Helsingborg (2006-05-24), telefonintervju.  
[cit Ramberg (2006-05-24)]

Kamlin, Stefan, advokat, DLA Nordic, Stockholm (2006-05-26), telefonintervju.  
[cit Kamlin (2006-05-26)]

# Rättsfallsförteckning

## Nytt juridiskt arkiv I

1957 s 1

1992 s 872

1996 s 293

1977 s 398