

Tvångsinlösenpris vid kontantbud efter Balken-målet

Uppsats inom huvudinriktningen Redovisning och finansiell styrning
vid Handelshögskolan i Stockholm

Handledare: Professor Peter Jennergren

Victor Ahlin Ludvigsson
Andrea Lundqvist

Datum: 4 maj 2007
Framläggning: kl. 15.15-17.00 den 21 maj

Tillkännagivande

Vi vill tacka Professor Peter Jennergren vid Handelshögskolan i Stockholm för utmärkt handledning av vår examensuppsats. Från början till slut har han givit oss inspiration samt skapat gynnsamma förutsättningar för uppsatsens slutresultat.

Innehållsförteckning

1. Inledning	3
1.1 Bakgrund.....	3
1.2 Syfte	4
1.3 Avgränsningar.....	4
1.4 Metod	5
2 Institutionell bakgrund.....	5
2.1 Generellt kring tvångsinlösen och dess förfarande.....	5
2.2 Värdering	8
2.2.1 Särregeln	8
2.2.2 Analog tillämpning av särregeln.....	9
2.2.3 Huvudregeln.....	9
2.2.3.1 Värdering efter teoretiska värderingsmodeller	9
2.2.3.2 Marknadpriser som grund för värdering	10
2.2.4 Värderingstidpunkt	11
2.2.5 Förändringar i och med den nya aktiebolagslagen	11
3 Balken-målet.....	12
3.1 Situationen innan Balken-målet.....	12
3.2 Balken-målet.....	12
3.3 Förutspådda konsekvenser av Balken-målet.....	13
3.4 Oklarheter samt kritik mot Balken.....	14
4 Skiljedomar i undersökningen	15
5 Introduktion till jämförande studie av tendenserna före och efter Balken-målet	15
5.1 Tendenser angående fastställandet av lösenbelopp före och efter Balken-målet	16
5.1.1 Åberopande av särregeln.....	17
5.1.2 Moderbolaget yrkar särregeln analogt	18
5.1.3 Moderbolaget yrkar antingen marknadsvärde eller teoretiskt värde.....	19
5.1.4 Övriga mål	20
6 Observerade fall där moderbolagets yrkade belopp har avvisats.....	21
6.1 Skönhetsmässigt påslag på erbjudandebeloppet	21
6.2 Hantering av utdelning vid bestämmande av lösenbelopp	23
6.3 Likviditetsbrist: ett framgångsrikt argument mot marknadsvärden?.....	25
6.4 Börskurs förkastas för särregeln analogt.....	26
7 Resultatdiskussion.....	28
8 Diskussion och självkritiskt tänkande.....	30
9 Referenser	32
Appendix: Skiljedomar i undersökningen	

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Studier av skiljedomar för tvångsinlösen under 1980- och 1990-talet har visat att tvisterna blev allt mer utdragna. Detta som ett resultat av en mer detaljerad och sofistikerad argumentation från tvistemålets båda parter. Exempelvis rådde det ofta oenighet om hur ”verkligt värde” egentligen borde definieras och vad som överhuvudtaget ska utgöra värderingsobjektet.¹ Således har bestämmandet av lösenbeloppet i dessa tvångsinlösenförfaranden präglats av en osäkerhet. Detta kan vidare exemplifieras genom en studie² som påvisade att praxis kring detta område var mycket vacklande och lösenbeloppets fastställande kunde grundas på både marknadspriser och teoretiska värden. Dessutom var respektive parts yrkanden mycket varierande där gode mannen ofta hävdade höga teoretiska värden medan moderbolaget yrkade ett lösenbelopp motsvarande marknadspris eller offentligt erbjudande.

Den 8 maj 1996 kom HDs dom i det långvariga Balken-målet. Då utslaget i målet kommer från högsta instans anses målet betydelsefullt och antogs efter utfallet få en stark prejudicerande verkan. Då den vid det tillfället existerande aktiebolagslagen hade vissa luckor där praxis och doktrin förväntades ligga till grund, men dessa hade ej ännu givit någon klarhet, sågs således utfallet i Balken-målet som mycket betydande.³ Enligt Högsta domstolens dom ska lösenbeloppet för minoritetens aktier motsvara det verkliga värdet. Då aktien är noterad ska det verkliga värdet grundas på marknadspriset. Om så ej är fallet ska istället bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga ligga till grund.

Efter Balken-målets slut har ett antal förväntade konsekvenser framförts. Bland annat hävdade man att utfallet borde medföra en mer enhetlig skiljenämndspraxis till fördel för lösenbelopp baserade på marknadsvärden och därigenom skulle svårigheterna öka att få igenom krav på ett lösenbelopp grundat på teoretisk värdering. Det befarades även att minoritetens möjlighet att uppnå höga lösenbelopp skulle minska. Det hävdas även att skiljedomarna efter Balken-målet överlag torde bli mer förutsägbara och mindre nyckfulla.⁴

Idag är det cirka elva år sedan Högsta domstolens slutgiltiga ställningstagande beträffande Balken-målet. Sedan dess har omkring 180 skiljedomar fastställts i frågan om tvångsinlösen av minoritetsaktier. Vi finner med detta som bakgrund att det är av intresse att undersöka huruvida situationen har förändrats efter HDs dom i Balken-målet.

¹ Svensson L, ”Om tvångsinlösen av aktier”, 1999, sid 15.

² Jennergren P, ”Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97.

³ Skog R, ”Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?”, 2003, sid 66.

⁴ Jennergren P, ”Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97, sida 86.

1.2 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka vilka effekter Balken-målet har haft beträffande fastställandet av lösenbeloppet vid tvångsinlösen av minoritetsägares aktier. Detta innefattar därmed att vidare att undersöka om de förutspådda effekterna efter Balken-målet infriats. Således syftar vår undersökning till att vidare följa upp den studie⁵ Jennergren⁶ genomförde efter Balken-målets avgörande för tio år sedan. Vi ämnar även belysa vad som varit fungerande argument från minoritetens sida, efter Balken-målet, för att uppnå ett högre lösenbelopp.

Vi finner detta relevant att undersöka då Balken-målet blev mycket uppmärksammat och förväntades ha stor påverkan samt få stor betydelse för framtida skiljedomar. I och med att det nu är över ett decennium så har en god datagrund lagts som ger möjlighet till en något mer omfattande undersökning. Enligt vår kännedom har ingen liknande studie genomförts som täcker en längre tid efter Balken-målets slut.

1.3 Avgränsningar

Till att börja med har vi valt att avgränsa oss till enbart svenska målbolag⁷. Vidare har vi valt att enbart se till frågan beträffande fastställande av lösenbeloppet och ej avkastningstillägget. Detta då Balken-målet spelar en avgörande roll i vår studie och vi anser därmed att fokus snarare bör läggas på lösenbeloppet än avkastningstillägget. Vidare har vi valt att avgränsa oss till att beröra tillvägagångssättet för att bestämma lösenbeloppet, och ej studera rådande tendenser kring bestämmandet av värderingstidpunkt.

Då vår studie uppfyller sitt syfte bäst genom jämförande med situationen före Balken-målet har detta också medfört ett antal avgränsningar. I och med att en liknande studie för tiden före Balken-målet redan genomförts av Peter Jennergren har vi funnit det mer relevant att avgränsa oss genom att titta på skiljedomarna som utfallit efter Högsta domstolens utlåtande i Balken-målet i maj 1996. För att tydligt kunna jämföra situationerna före och efter Balken-målet har vi valt att göra liknande avgränsningar som gjordes i studien av Jennergren. Dessa avgränsningar yttrar sig främst i de urvalskriterier vi har använt för att urskilja de skiljedomar som är aktuella för vår undersökning. Vi har därför ställt upp tre huvudsakliga kriterier för att välja ut de domar som ska ingå i våra studier. Det första kriteriet är att bytesvalutan⁸ i det offentliga erbjudandet enbart ska utgöras av kontanter. Detta för att undvika problem vid värdering av budet i det offentliga erbjudandet. Det andra kriteriet är att parterna i skiljedomen ska slita tvist beträffande lösenbeloppets storlek, varför det således är upp till skiljenämnden att utdöma ett korrekt utfall. I ett fall där parterna ej sliter tvist finns möjligheten att ena parten gör avkall på vissa krav varför det kan resultera i ett utfall som ej överensstämmer med det beslut en skiljenämnd eventuellt skulle fatta. Det sista kriteriet är att målbolaget ska vara noterat för handel på börs. Vi motiverar detta med att om så ej var fallet skulle den viktiga frågan om det verkliga värdet ska

⁵Jennergren P, ”Marknadpriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97.

⁶ Professor i företagsekonomi (kostnads/intäktsanalys) vid Handelshögskolan i Stockholm.

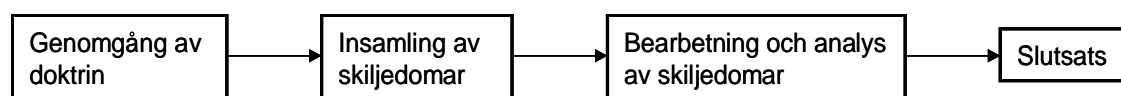
⁷ Med målbolag avser vi det bolag som blir föremål för uppköp.

⁸ Bytesvaluta är den typ av betalningsmedel som används vid förvärvet av ett bolag, exempelvis aktier eller kontanter.

bestämmas utifrån börskursen eller teoretiska värden ej aktualiseras till samma utsträckning. Utöver detta har vi även valt att enbart granska moderbolagets samt gode mannens yrkanden. Därmed har vi utelämnat så kallade löshästar, det vill säga enskilda minoritetsaktieägare som själva framfört sin talan. Vår bedömning har varit att en sådan studie skulle bli allt för omfattande i förhållande till dess relevans då många mål innefattar ett stort antal löshästar. Dessutom anser vi det mest korrekt att se till gode mannens yrkanden då denne, till skillnad från löshästarna, är att betrakta som professionell expertis som företräder större delen av minoritetsaktieägarna.

1.4 Metod

Vårt tillvägagångssätt i denna uppsats kan sammanfattande åskådliggöras enligt figuren nedan.



Figur 1.1
Källa: Egen

Doktringenomgången består främst av en genomgång av artiklar i juridiska facktidskrifter, uppsatser samt utgivna böcker på området. Dessutom fyller givetvis även den existerande samt den tidigare aktiebolagslagen med förarbeten en viktig funktion. I vår insamling av skiljedomar har vi haft tillgång till domar från ett omfattande arkiv med skiljedomar. Insamling har styrts av de avgränsningar som vi tidigare berört i avsnittet Avgränsningar. De domar som uppfyllt våra urvalskriterier har sedan legat till grund för vår studie och presenteras i tabellformat i Appendix. Utifrån dessa har sedan ett antal mer betydelsefulla domar studerats mer ingående. Dessa är domar där moderbolaget ej fått bifall för sitt yrkade belopp. Utfallet av domarna i studien har sedan jämförts med den motsvarande studien⁹ som genomfördes av Peter Jennergren efter Balken-målets slut. Sammantaget ligger detta sedan till grund för våra slutsatser.

2 Institutionell bakgrund

Den juridiska grunden för förfarandet vid tvångsinlösen av minoritetsaktier kan betraktas vara väl föreskriven i aktiebolagslagen. Vad som tenderar att ha varierat mer genom åren är således hur praxis har utvecklats och använts. Fortsättningsvis följer en övergripande inblick kring förfarandet vid tvångsinlösen av minoritetsaktier samt de värderingsregler som tillämpas.

2.1 Generellt kring tvångsinlösen och dess förfarande

I de fall ett moderbolag innehar mer än 90 procent av aktiekapitalet i ett dotterbolag har detta möjligheten att begära att den kvarvarande minoriteten ska sälja sina aktier.¹⁰ Detta fenomen benämns tvångsinlösen av aktier. När moderbolagets totala

⁹ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97.

¹⁰ Skog R, "Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?", 2003, sid 21.

innehav beräknas tas även indirekta innehav, både utländska och svenska, genom andra dotterbolag med i beaktning.¹¹ Såväl moderbolag som minoritet kan påkalla tvångsinlösen. Om en enstaka aktieägare påkallar tvångsinlösen väljer oftast moderbolaget att lösa in alla aktier.¹² Detta föredras ofta av moderbolaget då det, sett utifrån moderbolagets perspektiv, är mer effektivt och kräver mindre resurser.

Då fallet för tvångsinlösen inträffar ska de ingående parterna mötas i en förhandling som avslutas med en överenskommelse. I verkligheten är det dock sällan rimligt att nå en överenskommelse med alla ingående parter. Antingen kan detta bero på att aktieägare ej kan nås och sålunda ej heller kan delta i förhandlingsprocessen, alternativt kan alla nås men de accepterar inte anbudet som anslagits. Då denna situation föreligger befinner sig parterna i vad som betraktas som tvist.¹³

Själva förfarandet vid tvångsinlösen initieras med att moderbolaget skriver till styrelsen för dotterbolaget och i denna begär att tvisten skall avgöras av en skiljenämnd och därtill uppger namnet på sin skiljeman. Skrivelsen skall skickas iväg till dotterbolagets styrelse inom tre månader efter det att tvist uppkommit.¹⁴

När moderbolaget påkallar tvångsinlösen skall detta göras via brev till minoritetsaktieägarna och även kungöras i Post- och Inrikestidningar samt i ortstidningar. Därefter uppmanas minoritetsägarna att ge förslag på en skiljeman och detta förslag måste sedan stödjas av samtliga minoritetsägare i det aktuella målbolaget. Detta ska ske inom två veckor.¹⁵

När minoritetsägarna ej kan enas om ett förslag på skiljeman går ärendet vidare till Tingsrätten som utser en god man som företräder alla minoritetsägare tillsammans. Gode mannens huvudsakliga uppgift och skyldighet är att tillvarata frånvarande minoritetsaktieägares intressen. De minoritetsaktieägare som väljer att inte föra sin egen talan i målet samt de som representerar sig själva blir likväl bundna av de överenskommelser som den gode mannen ingår.¹⁶ Ett utav de absolut första åtagandena för gode mannen är att be Tingsrätten utse en skiljeman som sedermera ska ingå i skiljenämnden. Även enskilda minoritetsaktieägare har dock rätt att föra sin egen talan i målet och ge sin syn på hur värdet av aktierna skall bestämmas. Dessa personer brukar benämnas löshästar och företräds inte av gode mannen och kan dessutom i många fall yrka ersättning för nedlagt arbete.

Skiljenämnden är den jury som ska utreda och slutligen avgöra den uppkomna tvisten. Den består totalt av tre ledamöter, varav två av dessa bestäms av Tingsrätten utifrån givna förslag från respektive parts sida. Den tredje ledamoten är ordföranden och denne utses inbördes av de andra två ledamöterna. Vad gäller skiljenämndens arbete och förhållningssätt föreligger stora krav på objektivitet. Viktigt att poängtera är att skiljenämndens tre medlemmar inte specifikt företräder någon viss part utan endast har blivit rekommenderade att ingå i nämnden av respektive part.

¹¹ Hedén & Ledunger, 1992, sid 4.

¹² Flodhammar G, "Tvångsinlösen av aktier", 1989, sid 18.

¹³ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 26-27.

¹⁴ Ibid sida 27.

¹⁵ ABL 22 Kap, 7§.

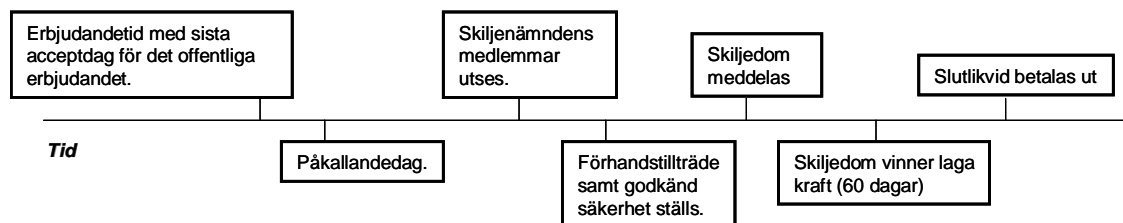
¹⁶ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 27-28.

Alla fall resulterar inte i att en skiljedom avläggs efter utredning. Detta då det finns mål där parterna förlikas under förhandlingens gång. Naturligtvis är detta ett mindre resurskrävande alternativ för båda parterna. Vad som dock är allra vanligast är att parterna ej når en överenskommelse och att tvisten måste lösas med hjälp av skiljenämnden som fastställer utgången i skiljedomen. Skiljenämnden grundar sitt beslut efter noga överväganden kring de olika parternas yrkanden samt i många fall görs också egna intervjuer och undersökningar i sakfrågan. Domen bestäms genom omröstning bland medlemmarna i skiljenämnden. Då oenighet föreligger är majoritetsbeslut avgörande.¹⁷ Det förekommer också dissens angående den beslutade domen uppstår och därmed vad gäller lösenbeloppets storlek. Detta kommer vidare att diskuteras i analysavsnittet. Efter att domen fastställts har parterna en begränsad tidsperiod inom vilken eventuell överklagan kan läggas fram.

I de fall då tvisten bara omfattar lösenbeloppets storlek och inte avser huruvida tvångsinlösen är tillämpligt eller inte, kan moderbolaget begära förhandstillträde till minoritetsaktierna. För att detta ska accepteras av skiljenämnden måste dock tillfredsställande säkerheter kunna demonstreras av moderbolaget för att säkerställa att lösenbeloppet ska kunna betalas längre fram i tiden.¹⁸

I samband med skiljemannaförfaranden uppstår kostnader och dessa ska vid tvångsinlösen av aktier generellt betalas av moderbolaget.¹⁹ Kostnaderna omfattar arvoden och ersättning för omkostnader till skiljemännen, gode mannen, löshästar samt av parterna anlitate ombud och experter.²⁰ Avvikelse från detta resonemang blir dock aktuellt då gode mannen överklagar skiljedomen till högre instans men får avslag på överklagan. I detta fall är minoriteten betalningsansvarig för de rättegångskostnader gode mannen framkallat. Däremot i de fall då moderbolaget överklagar har gode mannen rätt till kostnadsersättning även vid den högre instansen.²¹ Skiljedom vinner sedan laga kraft efter 60 dagar efter att skiljedomen har avkunnats och sedan skall slutlikviden utbetalas kontant. Lösenbeloppets storlek och metoder för att fastställa detta värde diskuteras vidare i nästföljande avsnitt.

Modell över förfarandet vid tvångsinlösen av aktier



Figur 2.1
Källa: Egen

¹⁷ Hedén & Ledunger, 1992, sid 7.

¹⁸ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 30.

¹⁹ ABL 22 Kap, 25§.

²⁰ Hedén & Ledunger, 1992, sid 10.

²¹ Börjefors & Utbult, 2000, sid 12.

2.2 Värdering

I samband med skiljedomsförfarandet uppstår ett nytt problem i form av värdering av minoritetens aktier. Givet den situation som föregått moderbolagets förvärv av aktierna finns två alternativa regler för att bestämma ersättningen för minoritetens aktier. Dessa regler, huvudregeln och särregeln, kommer att redogöras för nedan. Då det under den tidsperiod som vår studie innefattar har skapats en ny aktiebolagslag har vi valt att först presentera det legala ramverket såsom det såg ut enligt den tidigare lagen för att sedan redogöra för förändringarna i och med den nya aktiebolagslagen.

2.2.1 Särregeln

I den tidigare aktiebolagslagen från år 1975 anges endast i ett specifikt fall hur lösenbeloppet för minoritetens aktier ska bestämmas. Detta fall styrs av den så kallade särregeln i 14 kap. 31 § tredje stycket. Särregeln är tillämplig givet att följande rekvisit är uppfyllda. Dessa är att moderbolag ska förvärva en större del av sina aktier i ett dotterbolag, genom en inbjudan till förvärv utställt till en vidare krets mot ett visst vederlag. Givet att dessa rekvisit uppfylls ska, enligt särregeln, lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget.²² Således ligger marknadspriset till grund för värderingen av minoritetsaktierna.²³ Begreppet ”vidare krets” finns ej definierat i lagen, men kan i praktiken likställas med erbjudandet måste riktas till fler än ett fåtal och närstående aktieägare. Vidare anses begreppet ”en större del” av de förvärvade aktierna i praktiken vara mer än 50 procent.²⁴

Tanken med särregeln är att då en större del av dotterbolagets aktieägare accepterat moderbolagets erbjudande och moderbolaget därigenom uppnått ett ägande motsvarande 90 procent, bör detta pris anses utgöra aktiens värde.²⁵ Till grund för detta tankesätt ligger likabehandlingsprincipen där avsikten är att aktieägarna ska behandlas lika, oavsett om de sålt sina aktier i samband med det offentliga erbjudandet eller löser in dem genom tvångsinlösen.²⁶ Därigenom minskar även risken för utpressningsförsök av minoriteten mot moderbolaget.

Dock föreligger det ett antal särskilda skäl att frångå särregeln och därmed också ett lösenbelopp som motsvarar vederlaget. Som särskilda skäl ses att en längre tid har förflutit från tidpunkten för moderbolagets förvärv till att inlösenförfarandet inleds.²⁷ Vad som avses med längre tid lämnas till bedömning för skiljenämnden.²⁸ Vidare anses särskilt skäl innefatta ett ofullständigt informationsunderlag eller att nya betydelsefulla omständigheter uppkommit i efterhand.²⁹

²² SOU 1997:22, sid 278.

²³ Skog R, ”Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?”, 2003, sid 9.

²⁴ Prop 1975:103, sid 533.

²⁵ SOU 1997:22, sid 278.

²⁶ Aspenberg U, ”Likabehandling vid tvångsinlösen”, Balans 12/88, sid 43.

²⁷ SOU 1997:22, sid 278.

²⁸ Börjefors & Utbult, 2000, sid 14.

²⁹ SOU 1997:22, sid 279.

2.2.2 Analog tillämpning av särregeln

Särregeln kan även tillämpas analogt. Denna möjlighet uppkommer då särregelns rekvisit ej uppfylls fullständigt. Genom denna användning fastställs lösenbeloppet även i detta fall till priset i det offentliga erbjudandet. Det innebär att särregeln i praktiken tillämpas även om den formellt sett ej är tillämpbar. Den principiella grundtanken bakom en analog tillämpning av särregeln är att trots att kraven för en tillämpning av särregeln ej är helt uppfyllda kan situationerna ändå ses som mycket lika varför konsekvenserna av särregeln anses kunna tillämpas. Exempelvis kan detta i praktiken innebära att trots att moderbolaget ej har förvärvat en större del av sina aktier i målbolaget, det vill säga 50 procent, genom ett offentligt erbjudande kan situationen i princip ses som jämförbar med att särregelns rekvisit är uppfyllda. Det möjliggör en analog tillämpning av särregeln och därmed att lösenbeloppet fastställs enligt vederlaget i erbjudandet.

2.2.3 Huvudregeln

Den så kallade huvudregeln berör de resterande fallen då särregeln, alternativt en analog tillämpning av särregeln, ej är tillämpbar. Principerna för lösenbeloppets fastställande i dessa fall har ej preciserats i föregående aktiebolagslag. Istället överlämnades det att fastställa lösenbeloppet utifrån doktrin och rättspraxis. Då huvudregeln tillämpas ska värdet exempelvis ej utgöras av aktiens nominella belopp utan istället av ett verkligt ekonomiskt värde. Det ska ej heller tas någon hänsyn till att de aktier som ska lösas in är minoritetsaktier, där det så kallade Gimo-målet hänvisas till stöd.

Det finns huvudsakligen två olika tillvägagångssätt som hävdas vid bestämmandet av aktiens verkliga värde. Det ena tillvägagångssättet är aktierna ska värderas som en andel i bolaget och lösenbeloppet bestäms således genom en teoretisk värderingsmodell där företaget värderas. Andra hävdar istället att aktiens marknadspris ska ligga till grund för bestämmandet av lösenbeloppet.³⁰ Det finns ett antal olika typer av marknadspriser. Däribland framförs budpriset vid det offentliga uppköpserbjudandet samt börskursen, givet att företaget är noterat. Dessutom förekommer en ytterligare typ av marknadspris där ett genomsnittligt pris beräknas för förvärvade aktier i målbolaget.³¹ Givet ovan nämnda värderingsmetoder kan mycket skilda värden uppnås, vilket gör att särregeln tenderar att ge mer klara direktiv beträffande lösenbeloppets storlek jämfört med huvudregeln.

2.2.3.1 Värdering efter teoretiska värderingsmodeller

Med teoretiska värderingsmodeller menas olika typer av metoder för substans- och avkastningsvärdering.³² Skälen som framförs till varför teoretiska värderingsmodeller ska användas har sin grund i kritik mot det andra värderingsalternativet i form av marknadsvärden, där börskursen ligger till grund. Anhängare hävdar att börskursen endast visar priset för en viss dag, tillskillnad från ett beräknat företagsvärde. Dessutom framförs att börskursen styrs av flertalet andra faktorer än företagsvärdet

³⁰ SOU 1997:22, sida 279

³¹ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 60.

³² Ibid.

varför det kan anses som missvisande.³³ Vidare ifrågasätts också marknadens effektivitet i vissa fall. Speciellt där likviditeten i aktien är låg.³⁴

De huvudsakliga värderingsmetoder som förekommer är avkastningsvärdering, substansvärdering samt likvidationsvärdering.³⁵ Den så kallade avkastningsvärderingen går ut på att beräkna ett nuvärde av företagets framtida avkastning och anses vara den teoretiskt mest riktiga värderingsmetoden. Dock innehåller metoden ett flertal kritiska moment, däribland val av diskonteringsränta och prognostisering av företagets framtid, vilken gör att resultatet kan bli subjektivt och osäkert.³⁶ En annan förekommande variant på avkastningsvärdering är även multipelvärdering.³⁷ Multipelvärderingen innebär att ett företags börsvärde sätts i relation till dagens alternativt framtida prognoser av exempelvis ett företags vinst eller försäljning. Ett exempel på multipelvärdering är P/e-talet som sätter företagets börsvärde i förhållande till dess vinst. Substansvärderingen går istället ut på att skillnaden mellan företagets tillgångar och skulder beräknas. Med andra ord beräknas företagets egna kapital vid fortsatt drift av företaget. Vid likvidationsvärdering beräknas istället vilka värden som skulle kunna frigöras vid likvidation av bolaget i fråga. Givet detta är likvidationsvärderingen sällan använd vid tvångsinlösen då det sällan är förväntat att det förvärvade bolaget ska läggas ned. På grund av likvidationskostnader kommer detta värde att vara lägre än det tidigare nämnda substansvärdet.³⁸

2.2.3.2 Marknadpriser som grund för värdering

Då marknadspriser används som grund för värdering innebär det att börskursen på ett eller annat sätt är underlaget. Förespråkare av börskursen som grund för fastställandet av lösenbeloppet brukar framföra ett flertal argument till stöd. Däribland hävdas att börserna har blivit alltmer effektiv som marknadsplats och därigenom anses kurserna återspegla relevant information för företaget och dess värde. Detta stöds ytterligare i och med en ökad öppenhet i bolagens redovisning. Vidare hävdar man att börskursen, till skillnad från ett teoretiskt värde, är ett faktiskt existerande värde.³⁹ Dessutom hävdas att teoretiska värden är subjektiva och därigenom mindre exakta.⁴⁰ Även särregeln förespråkar användning av marknadspris då den hänvisar till priset i erbjudandet. Förespråkare av börskursen hänvisar även till Ala-Bergvik målet⁴¹. I Ala-Bergvik målet fattslogs att börskursen anses vara aktiens verkliga värde. I Hovrätten befästs att börskursen endast bör frångås då den styrs av onormala omständigheter.

³³ SOU 1997:22, sid 280-283.

³⁴ Hjermer L, Festskrift till L. Welamson, 1987, sid 301.

³⁵ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 41-61.

³⁶ Flodhammar G, "Företagsvärdering vid tvångsinlösen", 1980, sid 99.

³⁷ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 60.

³⁸ Löfgren S, "Företagsvärdering", 1985, sid 12.

³⁹ Aspenberg U, "Likabehandling vid tvångsinlösen", Balans 12/88, sid 43-45.

⁴⁰ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 81.

⁴¹ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 43-45.

2.2.4 Värderingstidpunkt

Vid bestämmande av lösenbeloppet aktualiseras även en annan fråga, nämligen värderingstidpunkten. Då huvudregeln används och exempelvis börskursen hävdas för att bestämma aktiens verkliga värde blir valet av värderingstidpunkt av speciell vikt. Starka skäl framförs för att det ska vara vid tidpunkten för begäran att tvisten ska prövas av skiljemän som värderingen ska ske. Denna tidpunkt kallas för påkallandedagen. Till stöd för detta framförs högsta domstolens uttalande i Balkenmålet⁴². Samma tidpunkt hävdas även i propositionen till ABL 1975. Värderingstidpunkten då särregeln tillämpas blir tidpunkten för det offentliga erbjudandet⁴³.

2.2.5 Förändringar i och med den nya aktiebolagslagen

Den nya aktiebolagslagen trädde i kraft 1 januari, 2006. Bestämmelserna om fastställandet av lösenbeloppets storlek återfinns nu istället i det 22 kap. 2 §. Ett antal förändringar har skett och den nya lagen innehåller en mer omfattande reglering i denna fråga.

Stycke ett till tre i 22 kap 2 § saknar motsvarighet i den tidigare aktiebolagslagen. Det fjärde stycket motsvarar dock den så kallade särregeln i 14 kap. 31 § tredje stycket i den tidigare aktiebolagslagen. I det första stycket i den nya lagen framgår att lagen endast ska tillämpas då frågan kring lösenbeloppets storlek är tvistig. Andra stycket innehåller huvudregeln om hur lösenbeloppet ska bestämmas. Där framgår att lösenbeloppet ska fastställas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid försäljning under normala omständigheter. Det innebär att för aktier som handlas på börs, auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad ska lösenbeloppet motsvara börskursen, givet att inte särskilda skäl motiverar något annat. Särskilda skäl att frånga börskursen anges exempelvis vara dålig likviditet i aktien eller att börskursen har manipulerats eller på annat sätt påverkats av vilseledande information. Detta då sådana situationer skulle kunna innebära att börskursen ej motsvarar ett riktigt mått på aktiens värde. Beträffande aktier där sådan handel ej bedrivs får istället lösenbeloppet fastställas med aktiens verkliga eller beräknade försäljningspris som grund. Om handel har bedrivits utanför tidigare nämnda typer av marknadsplatser kan det pris som då betalats ligga till grund för lösenbeloppets bestämmande, givet att det kan ses som representativt för aktiens verkliga värde. Bedrivs ingen handel överhuvudtaget bör värderingen istället utgå från vedertagna principer för aktievärdering, vilka ofta är baserade på företagets resultat, ställning eller jämförbara bolag.⁴⁴ Det framgår således klart och tydligt i lagtexten att börskursen överlag accepteras som värdemätare för noterade bolag. I det tredje stycket berörs värderingstidpunkten och där fastslås att förhållandena på påkallandedagen ska användas som utgångspunkt för värderingen, vilket således knyter an till redan existerande rätt. Vidare gäller även att en värderingstidpunkt som ligger tidigare än påkallandedagen också godkänns. Det fjärde och sista stycket i 22 kap. 2 § innehåller den så kallade särregeln. Tillskillnad från vad som hittills gällt beträffande denna regel förutsätter den ej längre att majoritetsägaren har förvärvat en större del av

⁴² NJA 1992, sid 872.

⁴³ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 67.

⁴⁴ Prop 2004/05:85, sid 811-812.

aktierna i samband med det offentliga erbjudandet. Särregeln kan givet detta även tillämpas då majoritetsägaren innehade 50 procent eller mer redan före erbjudandet.⁴⁵

3 Balken-målet

Balken-målet blev en tio år lång tvångsinlösenprocess och år 1996 diskuterar Peter Jennergren i en artikel⁴⁶ detta uppmärksammade mål för tvångsinlösen av minoritetsaktier. Efter tio år kom den slutgiltiga domen att fastställas efter en andra omgång i Högsta domstolen (härefter HD).

Balken-målet innehåller flertalet rundor mellan olika rättsliga instanser. I stora drag berör dock målet vilken typ av värde som ska tillämpas vid tvångsinlösenärenden av minoritetsaktier. De två alternativen som förespråkats är antingen marknadspriser eller teoretiska värden. När Balken-målet avslutades genom HDs andra dom 1996 hade den på 80-talet rådande djungeln kring värderingsmetoder utkristalliserats relativt tydligt.

3.1 Situationen innan Balken-målet

Jennergren studerade 25 tidigare skiljedomar för att se vilka tendenser som rådde innan Balken-målet. Upptäckten blev att praxis på detta område föreföll mycket ”vacklande” då det förekom såväl marknadsvänliga som marknadsfientliga domar fastställda. Teoretiska värderingar som kraftigt översteg marknadspris var vanligt förekommande yrkanden från gode mannens sida medan moderbolaget alltså tenderade att yrka särregelns tillämplighet i de allra flesta fallen, det vill säga marknadspris enligt offentligt erbjudande.⁴⁷

3.2 Balken-målet⁴⁸

Det uppmärksammade målet har fått namnet efter det berörda företaget, nämligen det blandade investmentbolaget Balken. Balken ingick i ett system för korsägande tillsammans med företagen, Företagsfinans, ABV och Pronator. För att bryta upp detta system för korsägande presenterade Pronator ett uppköpserbjudande av aktierna i Balken under hösten 1985. Före uppköpserbjudandet ägde inte Pronator några aktier alls i Balken men under inlämningsperioden förvärvades 77,5 procent av dess aktier. Pronator fortsatte tiden därefter att förvärva ytterligare aktier i Balken och påkallade tvångsinlösen när innehavet uppgick till 93,7 procent i juni 1986. Pronator fick förhandstillträde till minoritetsaktierna vid årsskiftet 1986/87. Då parterna slet tvist tillsattes en skiljenämnd för vidare utredning och fastställande av lösenbelopp. Väl tillsatt initierades förhandlingarna och båda parterna framförde sina yrkanden till skiljenämnden. Moderbolaget hävdade att särregeln var tillämplig och att lösenbeloppet skulle uppgå till 27,37 kr per aktie. Gode mannen å andra sidan, bestred detta argument och framhöll att särregeln inte var tillämplig då Pronator inte ansågs ha förvärvat större delen av sitt aktieinnehav i Balken genom det offentliga

⁴⁵ Prop 2004/05:85, sid 812.

⁴⁶ Jennergren P, ”Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97.

⁴⁷ Ibid sid 63-65.

⁴⁸ NJA 1996, sid 293.

uppköpserbjudandet. Aktieförvärven från säljarna ABV och Företagsfinans ansågs ej som godkända att ta med i beräkning då dessa inte kunde klassificeras som att de ingick i en vidare krets, ett huvudkrav för särregelns tillämplighet. Vidare hävdade gode mannen särskilda skäl till att särregeln skulle frångås. Dessa var bland andra att viktiga omständigheter hade tillkommit efter budet eftersom en längre tid förlöpt mellan uppköpserbjudandet och påkallandet av tvångsinlösen. Därutöver åberopades särskilda skälet att det förelåg en avsevärd skillnad mellan priset i erbjudandet och företagets värde. Sammanfattningsvis blev skiljenämndens uppgift att utreda huruvida observerade marknadspriser eller teoretiska beräkningar skulle användas vid fastställande av lösenbeloppet.

Gode mannen hävdade ett substansvärde på 61 kr per aktie i kontrast till moderbolaget som hävdade att värdet per aktie skulle fastställas till köpkursen 35 kr per aktie från sista december 1986. Skiljenämndens domslut fastställdes till 61 kr per aktie i likhet med gode mannens yrkande. Detta ansågs vara ett exceptionellt stort påslag gentemot utfallet i många andra domar och således överklagade Pronator skiljedomen till Stockholms tingsrätt. Yrkandena som framfördes av moderbolaget i den instansen var ytterst snarlika de framförda till skiljenämnden och likaså tingsrätten avvisade särregeln med anledningen att Pronator ej hade förvärvat aktierna genom bud till en vidare krets. Därefter överklagades tingsrättens dom till Svea hovrätt som ytterligare fastställde tingsrättens dom återigen.

Nästa steg som följde i processen var att hovrättens dom överklagades till HD. HD avvisade prövning av tillämpligheten av särregeln men fann å andra sidan intressant att vidare undersöka vilken värderingstidpunkt som är korrekt att använda sig av när särregeln ej används. HDs dom fastställde att minoritetsaktiernas värde i Balken skulle grunda sig på aktiernas värde vid påkallandedagen. Efter denna doms fastställande blev fallet återigen ett fall för hovrätten som sedermera ansåg att den säkraste värdemätaren på en aktie på en viss dag ändå var dess börskurs. Efter jämförelse av beräknat substansvärde samt börskurs fann hovrätten att skäl inte fanns att hävda att marknadsvärdet inte skulle kunna återspegla aktiens ”verkliga” värde. Hovrätten fastställde således lösenbeloppet till marknadsvärdet 30 kr.

Detta accepterades inte av gode mannen som därmed överklagade hovrättens dom till HD och därmed var Balken-målet uppe för andra gången i Högsta domstolen. Denna gång kom HD fram till att det är aktiernas, inte företagets, verkliga värde som ska ersättas vid tvångsinlösen av minoritetsaktier. Verkligt värde syftar här på att värderingen ska grundas på marknadspriset. HD fastställde lösenbeloppet till börskursen vid tidpunkten för påkallande av tvångsinlösen, precis som hovrätten tidigare gjort. Visserligen påpekades att aktievärdet ej var helt opåverkat av uppköpserbjudandet men inga bevis på att kursen manipulerats på andra sätt kunde återfinnas. Börskursen ansågs spegla marknadsvärdet på ett försvarligt sätt.

3.3 Förutspådda konsekvenser av Balken-målet⁴⁹

Då diskussionen kring särregeln avslutades redan i första omgången fallet var uppe i hovrätten blev Balken-målet till slut föremål för hur det verkliga värdet enligt huvudregeln ska bestämmas. Den huvudsakliga konsekvensen av Balken-målet är att

⁴⁹ Jennergren P, ”Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 75-84.

värderingstidpunkten vid användande av huvudregeln ska vara dagen för påkallande av tvångsinlösen. Genom att använda denna princip minskar risken för att värderingen ska påverkas av åtgärder som moderbolaget företar och det efter Balken-målet blir det svårt att hävda det särskilda skälet stor värdeskillnad till följd av förlöpt tid.

En ytterligare konsekvens av Balken-målet är att det inte är själva företaget, utan aktierna i det tvångsinlösta företaget, som är mål för värdering. Jennergren framhåller dock att den absolut viktigaste konsekvensen är att större vikt kommer att läggas vid marknadspriser istället för värden framräknade från teoretiska värderingsmetoder. HDs dom fastslår även detta argument genom att säga att verkliga värdet skall baseras på marknadspris, om aktien är noterad på börs eller är föremål för liknade notering. HDs dom i andra omgången är ett stöd för särregeln analogt. Detta innebär att domen kan uppfattas som ett starkt stöd även för särregeln då särregeln analogt utgör en något mindre kraftfull etablering av ett marknadspris än särregeln.

Jennergren hävdar vidare i sin artikel att Balken-målet kommer få till följd att skiljenämndspraxis kommer att bli mer enhetlig eftersom det kommer att bli svårare att hävda avsiktliga marknadsfientliga synpunkter. Därigenom förväntas också att skiljedomarna kommer bli mer förutsägbara och mindre oberäkneliga. Teoretiska värderingar såsom substans- och avkastningsvärden anses bli svårare att ha som vinnande argument i en tvångsinlösenprocess. Därav kan också förmodas att minoritetsaktieägarnas möjligheter till att uppnå högre lösenbelopp avsevärt kommer att minska.

3.4 Oklarheter samt kritik mot Balken

Som kan ses i avsnitt 6.1 förekommer mål där praxis etablerad utifrån Balken-målet inte är heltäckande. Detta kan tolkas som en av de oklarheter som Balken-målet tycks ha lämnat efter sig. Strax efter avgörandet i Balken- domen påpekades⁵⁰ att det fanns flertalet gränsområden där just situationer av denna typ föreligger. Diskutabelt är att fundera kring hur eftersyn⁵¹ och värdering av A- och B-aktier enligt huvudregeln ska behandlas.⁵² Samtidigt som Balken-målet förväntas få stor betydelse för framtida tvångsinlösenärenden och bli mer enhetlig måste ända påpekas att vissa typer av ärenden inte komma att påverkas nämnvärt. Det finns dock ytterligare exempel som pekar på att Balken-målet har svagheter och kan berättigat bli föremål för kritik och diskussion. Detta då målet nämligen ger signaler till praxis att ej några högre krav behöver ställas på underlaget för kursbildningen. Därigenom blir HDs ställningstagande i Balken-målet ej i överensstämmelse med HDs eget krav på en välgrundad kursbildning.⁵³ HD fastställer vidare att om att om börskursen ska ligga till grund för lösenbeloppet ska denna prövas huruvida den är en tillförlitlig värdemätare av aktiens andel av företagets värde.⁵⁴ Balken-målet ger dock ingen

⁵⁰ Jennergren P, ”Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 84-86.

⁵¹ Eftersyn innebär att information som blir känd efter värderingstidpunkten tillåts påverka värderingen.

⁵² Jennergren P, ”Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet”, Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 84-85.

⁵³ Svensson L, ”Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier”, 1996, sid 59.

⁵⁴ Ibid sid 52.

klarhet i hur lösenbeloppet ska bestämmas om prövningen av börskursen som måttstock ger att den ej bör anses vara tillämpbar.⁵⁵

4 Skiljedomar i undersökningen

Vår empiriska grund i denna studie grundar sig på svenska skiljedomar beträffande tvångsinlösen av minoritetsaktier i tiden efter Balken-målet, dvs. efter 8 maj, 1996 fram till idag. Vi har utgått ifrån ett arkiv med skiljedomar som vi bedömer till största mån är komplett. Det totala antalet skiljedomar för denna period är ungefär 180 stycken. I avsnittet Avgränsningar presenterar vi följande kriterier för att sortera fram de mål som vår studie består av idag. Dessa kriterier är att bytesvalutan i det offentliga erbjudandet ska vara kontanter, parterna i skiljedomens ska slita tvist angående lösenbeloppet samt att målbolaget ska vara noterat för handel på börs. Efter att kriterierna har applicerats på de nämnda cirka 180 målen uppgår de till 31 stycken. Således har cirka 150 mål sorterats bort. Av dessa är det vanligast att ett mål har fallit bort på grund av att parterna ej sliter tvist kring lösenbeloppet eller att de under processen kommer överens om ett belopp. Näst vanligast är att bytesvalutan i det offentliga erbjudandet ej uppgår till kontanter. De mål som ingår i vår studie presenteras i en tabell i Appendix. Målen i tabellen är sorterade i kronologisk ordning med det nyaste målet först. Tabellen läses från vänster till höger och först presenteras moder- respektive dotterbolaget, vilka tvisten är emellan. Sedan följer datum för tvistens behandlande samt moderbolagets ombud. Detta är ombudet som företräder moderbolaget i inlösentvisten i liknande ordning som gode mannen företräder minoriteten. Sedan presenteras skiljenämnden som fastställer domen i tvistigheten. Dessa är presenterade i ordningen; ordförande, moderbolagets representant och dotterbolagets representant. Sedan presenteras budpriset enligt det offentliga erbjudandet samt respektive parts yrkade belopp. Efter detta följer det fastställda lösenbeloppet enligt skiljedomens samt en jämförelse av detta i relation till moderbolagets yrkande i de fall de skiljer sig åt. Sedan presenteras eventuella dissens bland skiljemännen angående lösenbelopp eller domskälen kring det fastställda lösenbeloppet. Sist i tabellen åskådliggörs domskälet samt grunderna för respektive parts yrkande.

5 Introduktion till jämförande studie av tendenserna före och efter Balken-målet

Som tidigare framgått karaktäriseras läget före Balken-målet av tvistigheter mellan huruvida lösenbeloppet ska fastställas med marknadspris eller teoretiskt värde som grund.⁵⁶ Då det i tidigare aktiebolagslagen förekom luckor där bristande⁵⁷ praxis och doktrin förväntades skapa en grund resulterade det i vacklande beslut bland skiljenämnderna⁵⁸.

⁵⁵ Svensson L, "Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier", 1996, sid 61.

⁵⁶ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 59.

⁵⁷ Skog R, "Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?", 2003, sid 66.

⁵⁸ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 64.

I kapitel 5 har vi för avsikt att jämföra utfallet efter den avkunnade domen 1996 med praxis före Balken-målets slutdom för att jämföra de rådande tendenserna i de två tidsperioderna. Vår förhoppning är därigenom att kunna påvisa vad Balken-målet har fått för konsekvenser. Jämförelsen kommer att göras genom att övergripande studera moderbolagets yrkande i förhållande till skiljenämndens beslut i de mål som vår studie omfattar. Dessa kommer sedan att jämföras med resultatet från Jennergrens studie⁵⁹ av skiljedomar före Balken-målet och på det viset möjliggöra en tolkning av huruvida lösenprispraxis vid tvångsinlösen har påverkats eller inte. Vårt att poängtera är dock att i de mål vår studie omfattar där moderbolaget framfört fler än ett yrkande, dvs. exempelvis hänvisar till andrahands- eller tredjehandsyrkanden, betraktas framgången hos ett sådant yrkande som en framgång för moderbolaget. Detta då så också tenderar att vara fallet då moderbolaget på detta vis uppnår ett yrkat lösenbelopp.

5.1 Tendenser angående fastställandet av lösenbelopp före och efter Balken-målet

Vår studie visar att efter Balken-målets slutdom har moderbolaget fått igenom sitt yrkade lösenbelopp i ungefär 85 procent av de 29 målen som ingår i vår tendensstudie⁶⁰. Detta kan jämföras med läget före Balken-målet där moderbolaget endast fick gehör för sina yrkade lösenbelopp i ungefär hälften så många fall, det vill säga drygt 40 procent i den tidigare studien. Dock innebär ej den nämnda framgången i cirka 85 procent av målen att minoriteten har fått igenom sitt yrkade belopp i den resterande andelen, motsvarande ungefär femton procent eller fyra domar⁶¹. Istället har minoriteten endast fått gehör för sitt yrkade belopp i ett av dessa fyra fall, dvs. i tre procent totalt sett. I de resterande tre målen har istället ett lösenbelopp mellan moderbolagets och gode mannens yrkanden fastställts. Detta skulle delvis kunna betraktas som en framgång för målbolaget. Även om de ej fick igenom sitt yrkade belopp blev det fastställda beloppet högre än vad moderbolaget yrkat. Detta kan vidare jämföras med situationen före Balken-målet då minoriteten fick igenom sina yrkanden i drygt tio procent av samtliga mål. Detta innebär att i de studerade målen före 1996 bestämdes lösenbeloppet till ett belopp mellan moderbolagets och gode mannens yrkanden i över 40 procent av målen jämfört med ungefär 10 procent under vår studerade elvaårsperiod efter Balken-målet.

Slutsatsen av detta är således att moderbolaget idag generellt sett får igenom sina yrkanden i en mycket större utsträckning än före Balken-målet. Som visats har detta även resulterat i att det har blivit mycket svårare för minoritetsaktieägarna att få igenom sitt yrkande belopp, alternativt få ut ett högre belopp än vad moderbolaget framfört. Det kan således tolkas som att praxis efter Balken-målets utfall tenderar att blivit mer etablerad och således mindre vacklande. En bidragande anledning som

⁵⁹ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97. Jennergrens studie motsvarar vår undersökning, men innefattar istället åren 1986-1996. Totalt innehåller studien 25 mål under denna tidsperiod.

⁶⁰ Totalt uppgår antalet mål i vår studie till 31 stycken. Två mål har dock blivit exkluderade på grund av tvetydighet i kategoriseringen av dessa.

⁶¹ Av de 31 målen var det fem mål där moderbolaget ej fick igenom sitt yrkade belopp. Ett av dessa mål, IVO Energi mot Gullspång Kraft, är ett av de två mål som ej är inkluderade i tendensstudien. Minoriteten fick dock ej heller igenom sitt yrkade belopp i detta mål utan beloppet fastställdes således till en nivå mellan de bådas yrkanden.

torde kunna förklara den påvisade situationen är att lagen primärt föreskriver användandet av särregeln och att detta också är det yrkande som moderbolagen oftast använder sig av. När särregeln ej är tillämplig förespråkas den praxis som säger att lösenbeloppet bestäms av börskurs och som etablerades i samband med Balken-målet avgörande.

Vad som vidare pekar på att praxis har blivit mer entydig är att både före och efter Balken-målet har minoriteten yrkat att lösenbeloppet ska bestämmas utifrån teoretisk värdering i merparten av antalet totala mål. Detta kan i mångt och mycket förefalla naturligt eftersom teoretiska värderingar i stor utsträckning kan påverkas utifrån valet av de parametrar som ska ingå i värderingsmodellen. På det sättet är teoretiska värderingsmetoder betydligt mer subjektiva och möjliggör för minoriteten att blåsa upp värdet i aktien med hjälp från noga utvalda värdeökande parametrar för att erhålla maximalt värde på sina aktier. Detta samtidigt som det idag, jämfört med perioden före Balken-målet, är en relativt lika fördelning av moderbolagets yrkande mellan särregeln, särregeln analogt samt börskurs. Tidigare nämnda siffror visar därmed tydligt också att praxis har blivit mer enhetlig efter Balken-målet då respektive parts yrkanden i princip är relativt lika samtidigt som utfallen skiljer sig stort åt i den mening att särregeln, särregeln analogt samt börskurs oftare får ligga till grund för lösenbeloppets bestämmande efter 1996. Att praxis har blivit mer säker och tydlig skulle kunna ligga till grund för den stora framgången moderbolagens yrkanden haft efter Balken-målet jämfört med före. Om yrkandena behandlas mer enhetligt bör det resultera i ett mer homogent utfall. Sedermera torde en mer etablerad praxis medföra att moderbolaget kan agera med hänsyn till denna i uppköpsprocessen tack vare att konsekvenserna av ett visst handlande framträder mer tydligt. Detta skulle således underlätta för moderbolagen att få igenom sina yrkanden gentemot minoriteten.

5.1.1 Åberopande av särregeln

I vår studie beträffande tiden efter Balken-målet har moderbolaget yrkat särregeln som grund för lösenbeloppet i omkring hälften av målen. Detta inkluderar dock två yrkanden där moderbolaget hävdar att särregeln med viss modifikation ska ligga till grund för lösenbeloppet. Således ska, enligt särregeln, det angivna beloppet i det offentliga erbjudandet styra fastställandet av lösenbeloppet. Dock vill moderbolaget i dessa båda fall göra avdrag för utdelningen och att lösenbeloppet således ska uppgå till erbjudandebeloppet reducerat med utdelningen. Av de mål där särregeln yrkades av moderbolaget godkändes yrkandet av skiljenämnden i knappt 80 procent av målen. I ett av målen, Simbel Investment mot N&T Argonaut, där särregeln frångås kompenseras minoriteten med ett skönhetsmässigt påslag utöver erbjudandebeloppet, det vill säga det lösenbelopp som särregeln skulle ha inneburit. Anledningen till detta var den starka utvecklingen bland jämförbara bolag efter påkallandedagen som minoritetsaktieägarna således gått miste om. Detta skulle möjligtvis kunna ses som en ny betydande omständighet som uppkommit i efterhand vilket är ett särskilt skäl att frångå särregeln. Ett annat exempel, vilket berörts ovan, är Ramböll, Hanneman & Höjlund mot Ramböll där moderbolaget hävdade särregeln med avdrag för utdelning på erbjudandebeloppet. Visserligen är detta ej ett renodlat yrkande av särregeln och yrkandet gick heller ej igenom. Skiljenämnden fastställde istället lösenbeloppet med särregeln som grund och således till hela erbjudandebeloppet. I detta exempel hävdade gode mannen att lösenbeloppet skulle bestämmas utifrån särregeln. Detta är dessutom det enda tillfället i vår studie där minoriteten fått igenom sitt yrkade belopp.

Värt att påpeka är dock att avdrag för utdelning på erbjudandebeloppet tillåts i ett annat mål, *Rexam Holdings mot Rexam Beverage Packaging*, där således vad man kan betrakta som en mer direkt tillämpning av särregeln sker. Dessa tre mål kommer även att behandlas ytterligare i kapitel 6.

Före *Balken*-målets avslut grundade moderbolaget sina yrkanden på särregeln i nästintill lika stor andel av de undersökta fallen som idag. En väsentlig skillnad är dock att särregeln endast var framgångsrik i knappt 40 procent av de mål där den yrkades.⁶² Givet detta är det således mer än dubbelt så vanligt idag att moderbolaget får igenom särregeln vid sina yrkanden. Därigenom kan hävdas att det har blivit lättare att få igenom särregeln efter *Balken*-målets utfall. I *Balken*-målet förespråkades nämligen möjligheten att tillämpa särregeln analogt, givet den då rådande situationen. Indirekt befäster således *Balken*-domen även användandet av särregeln, vilket till viss del skulle kunna förklara den ökade framgången vid användning av denna regel.

5.1.2 Moderbolaget yrkar särregeln analogt

Moderbolaget har yrkat en analog tillämpning av särregeln som grund för lösenbeloppet i ungefär tjugo procent av målen efter *Balken*-målet. I samtliga dessa mål har skiljenämnden också fastslagit analog tillämpning av särregeln. Även före *Balken*-målet hävdade moderbolaget särregeln analogt som grund för lösenbeloppet i tjugo procent av målen. Vid ett tillfälle hävdade även minoriteten särregeln analogt vilket accepterades av skiljenämnden. Ser man till den totala andelen av godkännanden av särregeln analogt så låg detta på en nivå av 50 procent av målen.⁶³ Det är betydligt lägre än för tiden efter *Balken*-målet där samtliga yrkanden av analog tillämpning av särregeln från moderbolagets sida accepterades. De gånger, före *Balken*-målet, där särregeln tillämpades analogt skedde det dessutom med viss motvilja⁶⁴. Den i dagsläget framgångsrika tillämpningen av särregeln analogt pekar på annat. Detta skulle kunna ses som en effekt av *Balken*-målet. I *Balken*-målet betonades det nämligen att marknadspriser i motsats till teoretiska beräkningar ska användas i tvångsinlösenärenden. Med marknadspriser avsåg då HD börskurser och liknande noteringar, varvid det senare alternativet inte minst avser pris enligt bud vid tillämpning av särregeln analogt⁶⁵. HD framhåller också att det ligger nära till hands att använda särregeln analogt i vissa givna situationer. Ett exempel på detta är när moderbolaget genom offentligt erbjudande till ett och samma pris har förvärvat en betydande del av sina aktier i målbolaget, men att särregeln ej är tillämplig, på grund av att moderbolaget redan före erbjudandet ägde mer än hälften av samtliga aktier⁶⁶. *Balken*-målets slutdom verkar således ha gett ytterligare tydlighet i användandet och en säkrare tillämpning av särregeln analogt.

⁶² Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter *Balken*-målet", *Juridisk Tidskrift* 1/96-97, sid 63.

⁶³ *Ibid* sid 61-63.

⁶⁴ *Ibid* sid 63.

⁶⁵ NJA 1996, sid 293.

⁶⁶ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter *Balken*-målet", *Juridisk Tidskrift* 1/96-97, sid 74.

5.1.3 Moderbolaget yrkar antingen marknadsvärde eller teoretiskt värde

Då särregeln ej tillämpas direkt eller analogt blir istället huvudregeln föremål för användning. Huvudregeln innefattar två principer för fastställande av det verkliga värdet, teoretisk beräkning alternativt marknadspris. Nedan presenteras mål där moderbolaget antingen har yrkat ett lösenbelopp baserat på marknadspris eller på teoretisk värdering.

I de senaste elva årens utfall har moderbolaget yrkat att lösenbeloppet ska fastställas utifrån marknadsvärde, här dvs. med börskursen som grund, i ungefär 25 procent av målen. Av dessa har moderbolaget fått gehör för sitt yrkande i drygt 70 procent. I de resterande målen fastställdes istället ett lösenbelopp mellan de båda parternas yrkanden. Beträffande målet mellan TBS Infrastructure och Utfors yrkade moderbolaget marknadsvärde, vilket dock ej godkändes. Istället fastställdes att en teoretisk värdering i form av multipelvärdering skulle ligga till grund för fastställandet av lösenbeloppet. Grunden till detta var det stora innehavet i Utfors som TBS innehade, vilket bör innebära en dålig likviditet i Utfors-aktien. Med detta som underlag ansåg skiljenämnden att anförda teoretiska värderingar istället skulle tas i beaktande. I ett annat mål, Proventus mot Aritmos, hävdar moderbolaget (Proventus) att börskursen på påkallandedagen ska ligga till grund för lösenbeloppet. Skiljenämndens utslag kan dock istället tolkas som att särregeln analogt ska ligga till grund för lösenbeloppet. Nämnden finner nämligen att det stora antal aktier som förvärvats i samband med erbjudandet bör tillskrivas större tyngd än det fåtal aktier som omsattes på börserna kring påkallandedagen. Förvärvspriset enligt erbjudandet bör därför ligga till grund för lösenbeloppet.

De två nämnda målen ovan kommer att behandlas mer utförligt i avsnitten 6.3 och 6.4 nedan. Före Balken-domens utfall yrkades marknadsvärden som grund för lösenbeloppet i drygt 30 procent av samtliga mål i undersökningen. Av dessa fick moderbolaget endast gehör för sina åberopade marknadspriser i hälften av dessa mål. Detta skedde dock ej utan avstämning mot teoretisk värdering.⁶⁷ Vi kan utifrån detta således se att efter Balken-målet har marknadspriset i allt större utsträckning fått ligga till grund för bestämmandet av lösenbeloppet. Således har praxis blivit mer säker och enhetlig även beträffande denna typ av yrkande. Detta torde kunna förklaras utifrån den fastslagna domen i Balken-målet där användande av marknadsvärden förespråkas för lösenbeloppets fastställande i de fall då särregelns grundrekvisit ej är uppfyllda eller alternativt att särskilda skäl att frångå denna föreligger. Vidare förespråkar den nya aktiebolagslagen vid tillämpning av huvudregeln användning av marknadsvärden när dessa är tillgängliga. De fall där moderbolaget har hävdat marknadsvärde efter Balken-målet har dock till större delen ägt rum fram till och med år 2002. Detta talar för att den ökade genomslaget av användandet av marknadspriser ej är en effekt av den nya aktiebolagslagen som trädde i kraft i januari 2006 utan bör, åtminstone till viss del, kunna tillskrivas slutdomen i Balken-målet.

Som tidigare nämnts är det främst minoriteten som hävdar teoretisk värdering som grund för lösenbeloppet vilket gäller både före och efter Balken-målets avgörande. Dock förekommer det i enstaka fall att moderbolaget hävdar att teoretisk värdering

⁶⁷ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 64.

ska utgöra grunden för lösenbeloppet. Detta förekommer i ett fall efter Balken-målets avgörande nämligen Invik mot Moderna Försäkringar. I målet godkänner även skiljenämnden yrkandet. Där hävdas verkligt värde på påkallandedagen, vilket framförs motsvara fastställt fundamentalt värde i form av substansvärde. Värt att påpeka är dock att det yrkade beloppet även överensstämmer med beloppet i det offentliga erbjudandet. Även före Balken-målet grundade moderbolaget sitt yrkande på teoretisk värdering vid endast ett tillfälle. Denna värdering var lägre än det tidigare erbjudna beloppet och godkändes ej av skiljenämnden. Istället fick den av minoriteten yrkade analoga tillämpningen av särregeln ligga till grund för lösenbeloppet.⁶⁸ Utifrån det ovan nämnda kan främst utläsas att moderbolagen idag inte särskilt flitigt använder teoretiska värden som grund för lösenbeloppet i sina yrkanden. Som även framgår av redogörelser i tidigare avsnitt är användningen av teoretiska värderingsmetoder för att fastställa lösenbeloppet något som endast accepteras i ett fåtal enstaka tillfällen efter Balken-målets avkunnande fastän att det tidigare accepterades vid betydligt fler tillfällen. Detta tydliga steg ifrån teoretisk värdering, som visats genom ett säkrare användande av marknadsvärden, ligger helt i linje med Balken-målets slutdom där ett tydligt avståndstagande från teoretisk värdering kungjordes. Sedermera kan detta tänkas få betydande konsekvenser för minoriteten som företräds av gode mannen. Tidigare kunde minoriteten använda mer subjektivt utvalda parametrar och därmed lättare argumentera för ett högre lösenbelopp. Möjligen kunde minoriteten, något hårt uttryckt, styra värderingen av minoritetsaktierna i önskad riktning. Idag tycks den möjligheten begränsats avsevärt. Balken-målet ser ut att ha stramat åt den djungel av värderingstekniker som fanns förut.

5.1.4 Övriga mål

Bland målen i vår studie fanns några fall där vi av en eller annan orsak hade svårt att kategorisera målen. Detta gör att dessa mål, som tidigare påpekats, faller utanför tendensstudien. Däribland finns målet mellan Broströms Rederi och United Tankers. Här hävdar moderbolaget att de kvarvarande aktieägarna ska få samma belopp som tidigare aktieägare har erhållit genom det offentliga erbjudandet. Till grund för ett sådant yrkande bör således antingen särregeln eller särregeln analogt ligga, givet att någon av dessa regler överhuvudtaget kan tillämpas. Skiljenämnden fastställer dock att marknadspriset, vilket även motsvarar erbjudandebeloppet, för aktien ska ligga till grund för lösenbeloppet. Anledningen till tillämpningen av marknadspriset var att skiljenämnden ej ansåg att särregeln kunde användas. Detta ligger helt i enlighet med Balken-målets utfall som förespråkar användandet av marknadsvärden då särregeln ej kan tillämpas analogt eller direkt. Att marknadsvärdet kom till användning innebär således att moderbolaget får igenom sitt yrkade belopp även om skiljenämndens och moderbolagets grunder ej kan ses som de samma. Detta påvisar en form av cirkelresonemang som uppstår där särregeln, särregeln analogt och marknadspriset på påkallandedagen ofta genererar samma belopp. Bakgrunden till detta är att både särregeln och särregeln analogt innebär att erbjudandebeloppet ligger till grund för lösenbeloppet samtidigt som börskursen på påkallandedagen också ofta uppgår till erbjudandebeloppet. Detta har framgått bland våra studerade fall och kan rimligtvis förklaras med att då det existerar ett erbjudande som en stor del av aktieägarna i

⁶⁸ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, Tabell 1.

målbolaget accepterat är marknaden för att handla aktien till ett pris som överstiger erbjudandebeloppet relativt begränsad. Det kan tänkas att detta cirkelresonemang har förstärkts i och med Balken-målet där börskursen på påkallandedagen förespråkas. I Balken-målet påpekas även att Balkens aktiekurs ej var helt opåverkad av uppköpserbjudandet. Börskursen ansågs emellertid spegla markandsvärdet på ett försvarligt sätt. I förlängningen innebär det som här liknats vid ett cirkelresonemang en fördel för moderbolaget som ofta på ett eller annat sätt vill att erbjudandebeloppet ska utgöra lösenbeloppet och därigenom blir en nackdel för minoriteten som genom skiljeförfarandet visar sitt missnöje med detta belopp.

Det andra målet som har varit svårt att kategorisera för användandet i tendensstudien är målet mellan IVO Energi och Gullspång Kraft. Inlösenprocessen innefattar här två aktieslag, nämligen A och B, där moderbolagets grunder för lösenbeloppen beträffande de olika aktieslagen skiljer sig åt. För A-aktierna yrkar moderbolaget att lösenbeloppet ska uppgå till ett belopp som överensstämmer med vad som utgivits vid ett tidigare förvärv av A-aktier. Det kan således liknas vid ett yrkat erbjudandebelopp. För B-aktierna hävdar moderbolaget å andra sidan att lösenbeloppet ska uppgå till börskursen på påkallandedagen. Gode mannen hävdar istället att lösenbeloppet ska fastställas i enlighet med det belopp som utgivits vid förvärv av en tidigare storägare i målbolaget. Skiljenämnden fastställer att störst vikt bör fästas på förvärvet från storägaren varför lösenbeloppet för aktierna bör bestämmas utifrån förvärvspriset, vilket nämnden gör en beräkning av. Resultatet blir att lösenbeloppen som fastställs hamnar mellan de båda parternas yrkanden.

6 Observerade fall där moderbolagets yrkade belopp har avvisats

I följande mål är det främst moderbolaget som stött på motgång i sina yrkanden till fördel för minoriteten. Värt att påpeka är dock att samtliga mål där moderbolaget ej uppnått sitt yrkade belopp inte är med i denna del av studien, även om den absoluta merparten⁶⁹ av dessa mål finns inkluderade. I de följande avsnitten har vi således syftet att med några specifika exempel belysa situationen efter Balken-domen och vilka argument som har kunnat hävdas framgångsrikt.

6.1 Skönhetsmässigt påslag på erbjudandebeloppet

I målet Simbel Investment mot N&T Argonaut från 2001 fick minoriteten 23 procent större lösenbelopp än vad som moderbolaget, Simbel Investment, ursprungligen erbjöd. Detta kan betraktas som en stor ökning då minoriteten sällan får igenom sitt yrkande idag, alternativt uppnår ett högre lösenbelopp än vad som yrkats av moderbolaget. Moderbolaget yrkade här ett lösenbelopp uppgående till 8,10 kr, vilket även motsvarar erbjudandebeloppet. Gode mannen hävdar å andra sidan ett lösenbelopp på 12 kr.

Moderbolaget yrkade särregeln samtidigt som gode mannen hävdar att särregeln ej är tillämplig och gode mannen yrkar flera olika anledningar till varför så torde vara

⁶⁹ Vi har valt att utesluta målet mellan IVO Energi och Gullspång Kraft då vi finner att dess speciella karaktär minskar dess relevans för vår studie.

fallet. Trots att minoriteten är den vinnande parten i målet måste ändå påpekas att detta till stor del inte har att göra med de argument som gode mannen framförde som skäl till att frångå särregeln. Särregeln fastslogs nämligen av skiljenämnden vara tillämplig då alla grundrekvisit för denna föreföll uppfyllda. Gode mannen hävdar att större delen av aktierna ej förvärvats vid det offentliga erbjudandet och finner därför att särregeln ej är tillämplig. Skiljenämnden å andra sidan ser inte detta som något hinder då de hänvisar till fast praxis rörande detta. Praxis säger nämligen att på grund av att huvudägare som erbjuds att sälja sina aktier accepterar erbjudandet ska inte hindra att dessa huvudägares aktier kan räknas in bland de aktier som moderbolaget ska anses ha förvärvat genom inbjudan till vidare krets. Viktigt att tillägga är dock att denna typ av argument bara tycks fungera i de fall där överlåtelsen inte ägt rum innan erbjudandet lagts fram.

Minoriteten argumenterar vidare för sin sak och hävdar att substansvärdet kraftigt överstiger det erbjudna beloppet men detta argument får heller inte gehör hos skiljenämnden. Detta kan rimligen förklaras och ses som en effekt av Balken-målet i och med att det i slutdomen fastslogs att minoritetsaktiernas värde i normalfallet skall grundas på marknadspriset för aktierna i fråga om ej särregeln eller särregeln analogt kan tillämpas. Ett eventuellt övervärde förklaras bara kunna komma minoritetsaktieägarna tillgodo om bolaget likvideras och på så sätt bör minoritetens aktier klassificeras enbart som en finansiell tillgång. Före Balken-målet var åberopandet att substansvärdet kraftigt översteg marknadspriset ett relativt lättillämpat kriterium för att frångå särregeln. Detta tycks ha förändrats det senaste decenniet då minoriteten numera tenderar att ha svårt att få gehör för denna typ av yrkande utan att särregelns syfte förbises.

Minoritetens andra huvudargument till att frångå särregeln var att ett informationsövertag ansågs föreligga från moderbolagets sida sett. Den påstådda informationsasymmetrin accepterades dock inte av skiljenämnden som en godtagbar anledning till att frångå särregeln. Vid kontanterbjudanden ställs vanligtvis inga särskilda krav avseende upplysningar om målbolaget då man förutsätter att aktieägarna, till vilka erbjudandet riktas, ska känna till förhållandena i sitt eget bolag. På det viset kan detta innebära en väsentlig fördel för det köpande bolaget och därigenom att det uppköpande företaget alltid har ett informationsövertag. Viktigt att påpeka är dock att informationen bör vara opartisk samt allsidig då denna är av stor betydelse för prisförväntningarna hos aktieägarna i målbolaget. Annars kan särskilt skäl till att frångå särregeln med all rätt anses föreligga. Om en uppköpare vill använda särregeln och argumentera för denna bör den här typen av informationsasymmetri förekommas genom att ge aktieägarna ett relativt utförligt prospekt.⁷⁰

Vad som vidare är intressant är att skiljenämnden ändå slutligen inte anser att särregeln kan tillämpas till fullo trots att dess rekvisit är uppfyllda. Detta då det skulle vara till alltför stor nackdel för minoriteten. Marknadspriset på målbolagets aktier var nämligen rejält nedpressat och en återgång till tidigare värdenivå hade påbörjats redan innan påkallelsen. Den starka utvecklingen bland jämförbara bolag efter påkalledagen som minoritetsaktieägarna således gått miste om tycks dock ha varit tillräckligt för att skiljenämnden ska ha funnit särskilda skäl till att särregeln skulle

⁷⁰ Hjermer L, Festskrift till L. Welamson, 1987, sid 290-296.

frångås. Värderingen ska enligt praxis grundas utifrån börskursen, men skiljenämnden hävdar att de skäl som talar emot en tillämpning av särregeln dessutom talar emot en börskursvärdering. Börskursen vid tidpunkten för skiljeförfarandets påkallande anses ha anpassats till det offentliga erbjudandet och till den förväntade framställningen om tvångsinlösen. Men å andra sidan godtas heller inte substansvärdering som flera minoritetsaktieägare förespråkade som en mycket enkel metod i målet. Avvikelsen från rådande praxis skulle därmed bli alltför stor enligt skiljenämnden. Detta befäster ytterligare att efter Balken-målet har användandet av teoretisk värdering som grund för fastställandet av lösenbeloppet minskat till förmån för användandet av marknadsvärde i form av börskurs. Ingen av huvudregelns två huvudprinciper anses lämpliga att använda i det här specifika fallet. Då heller ingen detaljerad information angående börskursutvecklingen på jämförbara aktier fördes fram blev möjligheten att göra en bedömning av vad börskursen vid påkallandedagen skulle ha kunnat ha uppgått till ytterst begränsad. Slutligen beslutade skiljenämnden att minoritetsaktieägarna skulle kompenseras för den uppstådda värdehöjningen genom ett skönhetsmässigt påslag på det belopp som en tillämpning av särregeln egentligen skulle ha inneburit.

I detta fall anses därför inte börskursen vara en bra värdemätare trots att särregeln ska frångås och enligt Balken-domen bör då börskursens värde i egenskap av måttstock provas. Balken-målet har på det sättet fått en direkt verkan. Dock förefaller detta vara ett mål där Balken-målets praxis inte är heltäckande. Frågan som väcks blir därmed vilket synsätt som istället är korrekt att applicera på en situation som denna. Att skiljenämnden beslutar sig för att fastställa ett skönhetsmässigt påslag torde kunna tolkas som en ”nödlösning” för en situation som rådande praxis inte (ännu) täcker in men som förhindrar att minoriteten hamnar i en alltför utsatt position. Därför tycks tolkningen kunna bli att ”nödlösningar” av detta slag ändå borde vara tacksamma från minoritetens sida sett och gynna denna part.

6.2 Hantering av utdelning vid bestämmande av lösenbelopp

I skiljedomen mellan Ramböll, Hanneman & Höjlund samt Ramböll från 2004 var aktierna i det sistnämnda företaget (Ramböll) föremål för inlösen. Detta mål är det enda i vår studie där minoriteten har fått igenom sitt yrkade belopp. I detta mål råder det inga tvivel om att särregeln är tillämpbar. Istället berör tvistigheten kring lösenbeloppet hur utdelningen i bolaget ska behandlas.

Moderbolaget hävdar ett lösenbelopp motsvarande 42 kr, där en utdelning motsvarande fem kronor har avräknats. Detta jämfört med det erbjudna beloppet motsvarande 47 kr. Till bakgrund för detta yrkande förklarar moderbolaget att de aktieägare som accepterade erbjudandet endast erhöll 47 kr och tilldelades inte någon utdelning. Den nu kvarvarande minoriteten fick däremot utdelningen om fem kronor. Skulle dessa tilldelas ett lösenbelopp på 47 kr skulle dessa således erhålla totalt 52 kr. Ett sådant utfall skulle därmed strida mot likabehandlingsprincipen, hävdar moderbolaget, varför de yrkar ett lösenbelopp motsvarande 42 kr. Gode mannen hävdar å minoritetens sida att särregeln ska tillämpas varför lösenbeloppet ska uppgå till erbjudandebeloppet dvs. 47 kr. Skiljenämnden anser att varken innehållet i det offentliga erbjudandet eller särregelns utformning ger stöd för att erbjudandebeloppet ska reduceras med utdelningen vid bestämmandet av lösenbeloppet. Istället anser de att det ter sig mer lämpligt och rimligt att istället för att minska lösenbeloppet med

utdelningen borde istället avkastningstillägget justeras för utdelningen. Grund för detta är att skiljenämnden anser att motivet för avkastningstillägget är att kompensera minoritetsaktieägarna för förlorad ränta för tiden de ej disponerade lösenbeloppet. Därigenom bör avkastningstillägget falla bort i den utsträckning som minoritetsaktieägarna har erhållit utdelning. Givet detta fastställs lösenbeloppet således till erbjudandebeloppet på 47 kr. Gode mannens yrkande ligger här således i enlighet med praxis och istället är moderbolagets yrkande därigenom något avvikande. Detta beslut kan innebära att likabehandlingsprincipen frångås om utdelningen ej kan räknas av till fullo från avkastningstillägget. Intressant är emellertid att återopande av likabehandlingsprincipen normalt sett når framgång i moderbolagens yrkanden. Målet i fråga är dessutom det enda målet efter Balkendomen där minoriteten har fått igenom sitt yrkade lösenbelopp, något som ytterligare befäster svårigheten för minoriteten att få igenom yrkade belopp i dagsläget. Eventuellt kan detta tänkas indikera att minoritetens yrkanden tenderar att vara något mer långsökta i hopp om att uppnå ett bättre pris för sina aktier.

Värt att beröra i anknytning till ovan nämnda mål är målet mellan Rexam Holdings och Rexam Beverage Packaging från 2001. Där berörs frågan om inlösen av minoritetens aktier i Rexam Beverage Packaging. Precis som i det tidigare målet mellan Ramböll, Hanneman & Höjlund och Ramböll är den centrala frågan hur utdelningen ska behandlas. Värt att påpeka beträffande detta mål är dock att moderbolaget nådde framgång med sitt yrkade lösenbelopp, till skillnad från målet ovan. I detta mål delade bolaget ut en ovanligt stor utdelning på 23 kr under skiljeförfarandet. Moderbolaget framställer följande yrkanden beträffande lösenbeloppet; i första hand yrkar de att lösenbeloppet ska fastställas till 95 kr med tillägg för avkastningstillägg. I andra hand yrkar de att lösenbeloppet ska fastställas till 118 kr, dock med rätten att avräkna ett belopp på 23 kr motsvarande utdelningen från avkastningstillägget samt även lösenbeloppet om detta skulle krävas för att uppnå en total avräkning av utdelningen. Gode mannen hävdar istället ett belopp uppgående till 118 kr, dock med tillåtelse för moderbolaget att endast räkna av storleken på det utdelade beloppet i den mån det är möjligt från avkastningsstillägget.

Skiljenämnden framför att det är allmän praxis att vid utdelning under inlösenförfarandet ska utdelningen räknas av från vad som ska tillfalla minoriteten. De framför att denna avräkning brukar i de flesta fallen ske från avkastningsstillägget och eventuellt även från den ränta som ska utgå enligt 14 kap 33 § andra stycket i den vid det tillfället rådande aktiebolagslagen. Den fråga som aktualiseras i detta mål är således huruvida då minoriteten har erhållit utdelning under skiljeförfarandet är att betrakta som ett särskilt skäl att frångå särregeln. I detta fall skulle det innebära att om avräkning endast skulle ske på avkastningstillägget skulle en fullständig avräkning ej vara möjlig. Emellertid finner skiljenämnden att detta i sig inte är ett särskilt skäl att frångå särregeln och därigenom finns ej heller anledning att frångå erbjudandebeloppet. Vid smärre skillnader anser man nämligen att det ej bör anses som särskilt skäl. Skiljenämnden anser dock att en extraordinär eller betydande utdelning bör kunna utgöra ett särskilt skäl. Detta skulle annars kunna leda till orimlig dubbelkompensation för minoritetsägarna. I detta mål, där utdelningen betraktas som extraordinär, anser skiljenämnden således att det föreligger ett särskilt skäl att frångå särregeln och därför att utdelningsbeloppet ska dras från lösenbeloppet.

Som framgick av målet Ramböll, Hanneman & Höjlund mot Ramböll, vilket även betonas av skiljenämnden i målet Rexam Holdings mot Rexam Beverage Packaging, är praxis att utdelningen ska avräknas från avkastningstillägget samt räntan och ej från lösenbeloppet. Detta blev utfallet i det först nämnda målet, varigenom minoriteten nådde framgång. I målet Rexam Holdings mot Rexam Beverage Packaging är utdelningen ungefär tio gånger större än normalt varför den, till skillnad från målet Ramböll, Hanneman & Höjlund mot Ramböll, är att betraktas som extraordinär. I och med detta frångås praxis. Denna anledning har vi ej funnit som orsak till att frångå särregeln i något av de andra målen i studien före eller efter Balken-målet. Bland de tidigare framförda skäl som är att betraktas som särskilda bör detta kunna innefattas i skälet beträffande att nya betydelsefulla omständigheter har uppkommit i efterhand, vilket då ska ligga till grund för att frångå lösenbeloppet. Sammanfattningsvis innebär detta att minoriteten kan komma att missgynnas i en sådan situation där utdelningen är att betraktas som extraordinär så att den räknas av även på erbjudandebeloppet. Detta jämfört med tidigare domar där skiljenämnden har godkänt att avräkningen av utdelningen blivit mindre än det faktiskt utdelade beloppet då avkastningstillägget inte täckte detta. Att klassificera en utdelning som extraordinär samt yrka den som särskilt skäl kan förmodas innebära en klar ökad risk att minoriteten hamnar i en sämre situation jämfört med om utdelningen hade behandlats i enlighet med vad som tidigare utgjort praxis.

6.3 Likviditetsbrist: ett framgångsrikt argument mot marknadsvärden?

Målet TBS Infrastructure mot Utfors⁷¹ var det mål i vår undersökning där den procentuella ökningen mellan fastställt lösenbelopp och moderbolagets yrkande var störst. Ökningen uppgick till drygt 270 procent. Detta trots att gode mannen inte fick igenom sitt yrkade belopp. Moderbolaget yrkar att börskursen på påkallandedagen ska ligga till grund för lösenbeloppets fastställande och hävdar att lösenbeloppet ska fastställas till 99 öre. Gode mannen hävdar dock att det har varit dålig likviditet i aktien varför aktiens pris ej kan uppfattas som en tillfredsställande måttstock. Istället hävdar han teoretisk värdering i form av multipelvärdering. I framförd värdering hävdar han att värdet på aktien var 3,39 kr och eller åtminstone 2,69 kr. I sitt framförda yrkande hävdar han 3,39 kr. Skiljenämnden påpekar dock att det ska föreligga mycket speciella omständigheter för att det offentliga erbjudandet som har accepterats av tidigare aktieägare ska frångås genom att anse det vara mindre representativt för aktiens verkliga värde än ett teoretiskt framräknat värde. Vidare framför de att Utfors-aktien bör från det tillfälle då moderbolaget uppnådde ett 90 procentigt ägande, varit beroende av vilka antaganden som gjordes rörande nivån på ett framtida bud samt utgången av en framtida inlösentvist. De hävdar också att denna situation skiljer sig från ett läge då ett bolag har väsentligt mindre än 90 procent av aktierna och sedan baserar sitt yrkande angående lösenbeloppet utifrån den börskurs som fanns vid erbjudandet alternativt den börskurs som etablerats genom detta. Givet TBS stora ägande i Utfors anser skiljenämnden således att börskursen ej kan anses vara en rättvisande måttstock för Utfors-aktiens värde. En annan grund för lösenbeloppet bör därmed fastställas. Skiljenämnden hade två teoretiska värderingar i form av multipelvärderingar, framförda från respektive part, att utgå från. Moderbolaget framförde en multipelvärdering för att styrka börskursens korrekthet

⁷¹ 2006-06-05

och menade att det inte fanns stöd för att värdet skulle vara högre än börskursen. Gode mannens multipelvärdering påvisade ett värde på 3,39 kr, eller åtminstone 2,69 kr. Dessa skillnader beror på grupperna av jämförbara bolag som respektive part har använt sig utav. Skiljenämnden anser att de jämförelseobjekt som legat till grund för ett värde på 2,69 kr är bäst överensstämmande med Utfors, varför lösenbeloppet fastställs till detta belopp.

Vi kan således konstatera att moderbolaget här klart och tydligt mötte motgång i sitt yrkande även om minoriteten emellertid ej fick igenom sitt yrkade belopp. Viktigt att påpeka är dock att grunden för skiljenämndens fastställande av lösenbeloppet överensstämmer med minoritetens yrkande även om de ej fick igenom sitt yrkade belopp. Gode mannens yrkade belopp kan dock ses som något chansartat då de väljer att yrka det högsta beloppet de fick fram i sin värdering. Det skiljenämnden framför som avgörande för att börskursen ej kan ses som en rättvisande måttstock för Utfors-aktiens verkliga värde är TBS stora innehav i Utfors. Detta torde kunna utläsas som gehör för gode mannens hävdade likviditetsbrist i Utfors-aktien då ett större innehav i en aktie som ej omsätts över börsen i själva verket medför bristande likviditet. Därmed kan den bristande likviditeten som här har framförts i detta fall ses som ett framgångsrikt argument mot marknadsvärde. Då det främst är moderbolaget som hävdar marknadsvärde bör användandet av detta argument, vilket praxis förespråkar, främst komma till användning på minoritetens sida. Värt att påpeka i detta sammanhang är dock att även före Balken-målet var detta argument inte allt för ovanligt förekommande och det har även, såväl före som efter Balken-målet, använts med både fram- och motgång. Vi har visserligen ej sett någon tydlig effekt av Balken-målet bland de andra målen i vår studie beträffande detta argument, även om så skulle kunna antas vara fallet. Värt att påpeka är dock att som t.ex. i målet ovan tar skiljenämnden ändå stöd för sitt argumenterande i Balken- domen. Det yttrar sig exempelvis i resonemanget kring hur pass väl börskursen kan anses som korrekt värdemätare. Denna möjlighet att fortfarande få igenom andra belopp än det rådande marknadspriset bör ses som en fördel för minoriteten då det innebär att det finns utrymme att få yrkanden som överstiger marknadspriset accepterade.

6.4 Börskurs förkastas för särregeln analogt

I målet mellan Proventus och Aritmos fastställdes ett lösenbelopp som uppgick till knappt en procent över moderbolagets yrkade belopp. Dock innebar utfallet att varken moderbolaget eller gode mannen fick igenom något av sina yrkade belopp. Istället fastställdes ett lösenbelopp mellan de båda yrkade beloppen. Moderbolaget hävdade ett lösenbelopp på 32,80 kr jämfört med gode mannen som hävdade att lösenbeloppet skulle fastställas till 37,12 kr. Intressant att påpeka är att moderbolaget hävdade ett lösenbelopp som understeg beloppet i det offentliga erbjudandet, dvs. 33 kr. Till grund för sitt yrkande har moderbolaget framfört att lösenbeloppet ska bestämmas till dess verkliga värde på påkallandedagen det vill säga börskursen, vilken uppgick till nämnda 32,80 kr. Gode mannen anser att det föreligger informationsbrist och grundar sitt yrkande belopp på teoretisk värdering i form av multipelvärdering. Densamme nämner också att om skiljenämnden finner att Balken-målet ska ligga till grund för lösenbeloppets bestämmande bör detta bestämmas till en summa som lägst uppgår till 33 kr, dvs. beloppet i det offentliga erbjudandet. Värt att påpeka i detta sammanhang är att skiljenämnden först fastslår att särregeln ej är användbar på grund av att moderbolaget ej har förvärvat en större andel genom det offentliga erbjudandet.

Särregeln yrkades dock aldrig av någon av parterna. Beträffande gode mannens åsikter om att det föreligger ett väsentligt informationsfel, vilket skulle ha påverkat möjligheten till bedömning av aktiernas värde, anser skiljenämnden att så ej kan anses vara fallet. Frågan berör hur ett utländskt dotterbolag har beaktats i den värdering som låg till grund för det offentliga erbjudandet. Skiljenämnden finner ej att detta kan anses som informationsbrist. Dels då värderingen som låg till grund för det offentliga erbjudandet ej är tillgänglig vilket begränsar möjligheten att granska den. Skiljenämnden menar också att det ej är ovanligt att exempelvis ett moderbolag har ett börsnoterat dotterbolag i utlandet. Det får därför antas att en sådan situation bör beaktas av en insiktsfull investerare och därmed påverka börskursen på det noterade moderbolaget i Sverige. Då det således ej får anses ha förelegat något informationsfel anser skiljenämnden att det inte kan ha påverkat värdet på Aritmos-aktien. Istället fäster skiljenämnden vikt på det stora antal aktier som Proventus förvärvat i Aritmos genom det offentliga erbjudandet, vilket dessutom skett under en kortare period. Således bör köpeskillingen i erbjudandet spegla Aritmos-aktiens verkliga värde. Det fåtal aktier som omsattes på börsen under dagarna före påkallandedagen förklaras ej ha någon "självständig betydelse" i detta avseende. Enligt det nyss anförda får således erbjudandebeloppet på 33 kr ligga till grund för lösenbeloppet. Som tidigare har framförts kan ej anses att särregeln ska ligga till grund då en för liten andel förvärvats i samband med det offentliga erbjudandet. Samtidigt betraktas förvärvet i samband med erbjudandet som stort, varför det bör tolkas som att en analog tillämpning av särregeln ligger till grund för lösenbeloppets fastställande.

Informationsbrist låg här som grund för gode mannens yrkande att avvika från användandet av marknadsvärde. Det bör nämnas att detta argument för att frångå marknadsvärden i form av börskurs som värdering har varit mycket vanligt under tidsperioden efter Balken-målet slut. Värt att poängtera är dock att dessa argument ej haft någon markant framgång. Vi kan utifrån detta samt skiljenämndens resonemang i målet mellan Proventus och Aritmos utläsa att det rimligtvis bör vara ett betydande informationsfel för att argumentet ska nå framgång. I detta mål fastställer skiljenämnden att särregeln ska förkastas, trots att denna ej har yrkats. Detta med grunden att de ej hade förvärvat en större del av sina aktier i samband med det offentliga erbjudandet. Argumentet är vanligt förekommande som argument framfört av minoriteten bland målen efter Balken-domen.

Ett liknande skeende, som ovan mellan Proventus och Aritmos, kan exemplifieras genom målet Trelleborg mot Horda där särregeln också förkastas på grund av att moderbolaget hade förvärvat en stor del av aktierna före det offentliga erbjudandet, varför förvärven genom detta ej var att betrakta som en större andel. Sett till perioden före Balken-målet var detta skäl att förkasta särregeln också vanligt förekommande⁷². Detta har också i en tidigare studie angivits vara det mest betydelsefulla skälet till att särregeln har förkastats⁷³. Även bland våra studerade mål har, som tidigare nämnts, detta argument nått framgång. Som framgått är dock vanligt att istället för tillämpandet av särregeln så tillämpas särregeln analogt, vilket medför samma resultat beträffande lösenbeloppet. I detta sammanhang kan även vara av intresse att belysa andra skäl som låg till grund för förkastandet av särregeln, vilka framförs av

⁷² Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 63.

⁷³ Bergman & Hellner, "Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie", 1992, sid 87-92.

Jennergren. Dessa var att det har förflutit för lång tid mellan uppköpserbjudandet och påkallandet av tvångsinlösen och att det är för stor skillnad mellan pris enligt bud och verkligt värde vid värderingstidpunkten⁷⁴. De nämnda särskilda skälen har dock bland våra studerade mål ej legat till grund till att särregeln har förkastats vid något tillfälle.

7 Resultatdiskussion

Som framgår av den studie av skiljedomar som vi har genomfört kan vi dra ett antal slutsatser om vilka konsekvenser Balken-målet faktiskt resulterat i samt även se hur förväntningarna på domen har infriats. Moderbolaget har i perioden efter 1996 fått igenom sitt yrkade lösenbelopp i dubbelt så stor andel av målen jämfört med perioden före Balken-målet. Emellertid är parternas yrkanden före och efter Balken-målet relativt likartade och vår undersökning tyder bland annat därigenom på att skiljedomspraxis, i linje med förväntningarna, har blivit mer enhetlig och därmed mer förutsägbar. Tydligare praxis bör även kunna utnyttjas av moderbolaget för att i förväg under uppköpsprocessen agera på ett för dem i tvistighet fördelaktigt sätt. Givet moderbolagens framgång har de mål där minoriteten fått gehör för sina yrkanden, alternativt erhållit ett högre belopp än vad moderbolaget yrkat, reducerats avsevärt. Den förutspådda svårigheten för minoriteten att uppnå högre lösenbelopp vid tvångsinlösen har således infriats. De mål där moderbolaget ej uppnått sitt yrkade belopp berör främst mål där antingen deras yrkade lösenbelopp kan anses som något mer chansartade, eller att situationen har varit annorlunda eller svårbedömd. Dessa förefaller vara specialfall, vilket bekräftar att det idag föreligger en mer omfattande och tydlig praxis.

Studien visar att praxis har blivit enhetligare genom en ökad användning av marknadsvärden samtidigt som det skett ett tydligt avsteg ifrån teoretiska värden vid bestämmandet av lösenbeloppet, vilket ligger helt i linje med förväntningarna av Balken- domen. Denna förändring torde således förklara framgången hos moderbolagen efter Balken-målet. Resultatet i studien visar en markant ökning beträffande framgången i användandet av särregeln, särregeln analogt och marknadsvärden, vilka oftast yrkas av moderbolaget. Särregeln godkänns i ungefär 80 procent av de yrkade målen, vilket är en dubbelt så hög andel jämfört med perioden före Balken- domen. Den analoga tillämpningen av särregeln accepteras i samtliga mål då den yrkats av moderbolaget efter Balken-målet, vilket är en avsevärd skillnad gentemot tidigare och visar på Balken-målets stora genomslagskraft beträffande användningen av denna tillämpning. Även moderbolagens yrkande av marknadspriser i form av börskurs har varit mycket framgångsrika.

Studien visar att efter Balken- domen, precis som före, yrkar gode mannen teoretiska värden i mycket stor utsträckning. En stor skillnad är dock att idag är gehöret ytterst begränsat hos skiljenämnderna. Efter det tydliga avsteg från teoretiska värden som Balken- domen kungjorde kan detta ej anses vara särskilt förvånande. Konsekvenserna är emellertid ytterst dramatiska eftersom minoritetens möjligheter till mer subjektivt skapade teoretiska värden, som i många fall ämnar blåsa upp aktievärdet, kraftigt reduceras. Konklusionen blir därför att Balken-målet har stramat åt tyglarna rejält i syfte att skapa en mer entydig praxis. Intressant och värt att poängtera är sedermera

⁷⁴ Jennergren P, "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet", Juridisk Tidskrift 1/96-97, sid 63.

vilka argument som minoriteten har framfört i de mål där moderbolaget ej fått igenom sitt yrkade belopp och minoriteten erhållit ett högre lösenbelopp än vad moderbolaget yrkade, alternativt fått gehör för sitt eget yrkade lösenbelopp.

I Utfors-målet⁷⁵ argumenterar minoriteten för att det var dålig likviditet i aktien då moderbolagets stora innehav i aktien ej omsattes på börsen. Moderbolaget som argumenterade för tillämpningen av marknadsvärde fick backa tillbaka när skiljenämnden fastställde att börskursen ej kunde anses som en rättvisande måttstock för det verkliga värdet på grund av det stora innehavet som ansågs försämra likviditeten i aktien. Balken-målet utfärdade riktlinjer för användandet av marknadsvärden, men genom att yrka likviditetsbrist vid speciella situationer liknande den i Utfors-målet, kan utrymme skapas för att få yrkanden som överstiger marknadspriset accepterade. Möjligheten att framgångsrikt få gehör för andra belopp än aktuella marknadspriset genom att yrka likviditetsbrist måste betraktas som positivt för minoriteten genom möjligheten att erhålla ett högre lösenbelopp än det yrkat av moderbolaget. Viktigt att poängtera är dock att detta argument är relativt vanligt förekommande både före och efter Balken-målet och det har i perioden efter ej gett några entydiga signaler om huruvida det tenderar att överlag vara framgångsrikt eller ej.

I målet Rexam Holdings mot Rexam Beverage Packaging fastslogs att en extraordinär utdelning är att betrakta som ett särskilt skäl att frångå särregeln och tillskillnad från praxis räknas utdelningen av på lösenbeloppet istället för på avkastningstillägget. Förmodligen medför särbehandlingen av en utdelning med extraordinär karaktär en ökad risk att minoriteten hamnar i en sämre situation jämfört med då utdelningen räknas av från avkastningstillägget. Detta då en utdelning som räknas av från erbjudandebeloppet oftare bör kunna räknas av till fullo än vid avdrag mot avkastningstillägget. Att det är praxis att ej godkänna en normalstor utdelning som särskilt skäl att frångå särregeln framgår tydligt i Ramböll-målet⁷⁶. Därigenom finns det goda skäl till att tro att man i normalfallet med framgång kommer att kunna argumentera för att utdelningen ska räknas av från avkastningstillägget och ej från erbjudandebeloppet. Det nyss nämnda målet är det enda i vår studie där gode mannen har fått igenom sitt yrkade belopp. Detta förklaras dock främst med att moderbolaget för en något mer chansartad argumentation, medans gode mannen argumenterar utifrån praxis. Dessa något ovanliga situationer är utmärkande för de mål där moderbolaget möts av motgång.

Informationsbrist förefaller ha varit ett mycket vanligt argument som använts i yrkandena efter Balken-målet. Det yrkas som skäl både till att frångå särregeln samt marknadsvärden. Generellt sett kan påpekas att detta argument inte fått något nämnvärt genomslag i de av vår studie berörda målen. I N&T Argonaut-målet⁷⁷ var minoritetens andra huvudargument att ett informationsövertag ansågs föreligga från moderbolagets sida. Skiljenämnden accepterade inte detta och hävdade att vid kontanterbjudanden ställs vanligtvis inga särskilda krav avseende upplysningar om målbolaget då man förutsätter att aktieägarna till vilka erbjudandet riktas ska känna till förhållandena i sitt eget bolag. Även i Aritmos-målet⁷⁸ hävdas väsentligt

⁷⁵ TBS Infrastructure AB / Utfors AB 2006-06-05

⁷⁶ Ramböll, Hanneman & Höjlund A/S / Ramböll Aktiebolag 2004-12-17

⁷⁷ Simbel Investment AB / N&T Argonaut AB 2001-12-18

⁷⁸ Proventus Handels AB / AB Aritmos 1997-09-29

informationsfel som särskilt skäl till att avvika från tillämpa marknadsvärden. Trots att utfallet i det målet var gynnsamt för minoriteten godtog inte skiljenämnden detta argument när de fastställde det slutliga lösenbeloppet. Ett viktigt skäl till att hävdandet av informationsbrist inte accepteras är att det ej kan anses föreligga informationsbrist, givet den hävdade bristens ringa omfattning. Informationsbristen bör således betraktas som betydande för att accepteras.

Ett annat vanligt skäl som hävdas i syfte att särregeln ska förkastas är att moderbolaget ej har förvärvat en större del av aktierna genom det offentliga erbjudandet. Det har i vår studie nått framgång, som i målet Trelleborg mot Horda⁷⁹, och tillämpas vanligtvis av gode mannen. Konsekvensen av särregelns förkastande blev här att analog tillämpning av särregeln istället. Då både särregeln och särregeln analogt medför att erbjudandebeloppet ligger till grund för lösenbeloppet blir argumentet därmed tandlöst.

Vidare framgår av vår studie att Balken-målets praxis ej är heltäckande. Detta hävdades även av flertalet, på området väl insatta personer, vilka efter Balken-domens avkunnande hävdade att ett par områden förmodligen skulle komma att falla emellan praxis och vad som föreskrivs i lagen. I N&T Argonaut-målet⁸⁰ tycks så vara fallet där varken särregeln eller någon av huvudregelns två principer är tillämpliga. Minoriteten kompenseras då med ett skönhetsmässigt påslag. Möjligtvis kan denna typ av luckor i praxis medföra vissa möjligheter för minoriteten att erhålla högre lösenbelopp i den till övrigt relativt enhetliga praxisen. Dessa luckor kan möjligtvis komma att framkalla bland annat de nödlösningsartade skönhetsmässiga påslagen då det saknas alternativ för att fastställa ett korrekt lösenbelopp. Detta torde kunna gynna minoriteten på liknande sätt som oklarheterna före Balken-målet gjorde kring frågan om marknads- eller teoretiska värden ska tillämpas.

8 Diskussion och självkritiskt tänkande

Vi ämnar här kommentera avsiktliga val vi gjort i denna uppsats. Ett av dessa val var upplägget av den så kallade tendensstudien. Vi valde där att gruppera de olika yrkandena som framförts av moderbolaget och sedan jämföra detta med skiljenämndens framförda grund till lösenbeloppet. Detta skedde på så sätt att vi ansåg att moderbolaget hade nått framgång om något av dess yrkade grunder accepterades av skiljenämnden, oavsett om det var ett första-, andra- eller tredjehandsyrkande. Ett alternativ hade varit att endast jämföra moderbolagets förstahandsyrkanden mot utfallet och, vilket hade medfört en något hårdare granskning och det kan även diskuteras om det hade gett ett mer tydligt resultat. Möjligtvis kan också hävdas att det även skulle ha kunnat ge en mer konsekvent jämförelse med studien som gjordes före Balken-målet. Å andra sida skulle ett sådant tillvägagångssätt bortse från andra- och tredjehandsyrkanden varför kan hävdas att resultatet från en sådan undersökning skulle bli missvisande. Detta då det dessutom inte alltid görs någon tydlig åtskillnad i hierarkin bland yrkandena. Exempelvis i fall där olika yrkade grunder resulterar i samma lösenbelopp. Vidare förekommer också att det yttrade förstahandsyrkandet inte alltid är att betrakta som det mest sannolika

⁷⁹ Trelleborg AB / Horda AB 1998-03-18

⁸⁰ Simbel Investment AB / N&T Argonaut AB 2001-12-18

yrkandet, utan snarare en chansning till att uppnå ett mer förmånligt lösenbelopp, vilket sedan kompletteras med ett mer sannolikt yrkande.

Vidare har vi i denna studie ej granskat eventuell inkonsekvens bland medlemmarna i skiljenämnden. Ej uttalat att det förekommer, men om så är fallet skulle det kunna innebära att utfallen skulle påverkas och förmodligen bli något inkonsekventa. Vi har dock bedömt att detta är av en begränsad betydelse, varför vi ej inkluderat detta i vår undersökning.

9 Referenser

Böcker

Bergman, E., & Hellner, P. (1992). *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier – en fallstudie*. Stockholm: Författarna och Juristförlaget JF AB.

Flodhammar, G. (1980). *Företagsvärdering vid tvångsinlösen*. Stockholm: P A Norstedt & Söners Förlag.

Flodhammar, G. (1989) *Tvångsinlösen av aktier*. Stockholm: Aktiespararna.

Hjerner, L. (1987). *Några frågor i samband med tvångsinlösen av aktier i dotterbolag ur Festskrift till Lars Welamson*. Stockholm: Norstedts Förlag.

Löfgren, S. (1985). *Företagsvärdering*. Stockholm: Hagström & Sillén AB.

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

Svensson, L. (1999). *Om tvångsinlösen av aktier*. Trelleborg: Berlings Skogs AB.

Svensson, L. (1996). *Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier*. Trelleborg: Skogs Boktryckeri AB.

Offentligt tryck

NJA 1992 (Balken I-målet).

NJA 1996 (Balken II-målet).

Proposition 1975:103 Med förslag till ny aktiebolagslag mm.

Proposition 2004/05:85 Ny aktiebolagslag Del 2 Författningskommentar.

SOU. (1997:22), *Aktiebolagets kapital – Delbetänkande av Aktiebolagskommittén*, 1997:22, Göteborg.

Tidsskrifter

Aspenberg, U. (1988). Likabehandling vid tvångsinlösen. *Balans*, Nr 12, 43-46.

Jennergren, P. (1996-97). Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet. *Juridisk Tidsskrift*, Nr 1, 59-91.

Uppsatser

Börjefors, A., & Utbult, D. (2000). *Tvångsinlösen av aktier – ur ett investeringsperspektiv*. Stockholm: Handelshögskolan, Institutionen för finansiell ekonomi.

Hedén, J., & Ledunger, M. (1992). *Skiljedomsförfarandet vid tvångsinlösen av aktier*. Stockholm: Handelshögskolan, Institutionen för redovisning och finansiering.

Appendix: Skiljedomar i undersökningen

Twistens ingående parter (Moderbolag / Dotterbolag)	Datum	Moderbolagets ombud	God man	Skiljenämnd ¹⁾	Budpris	Moderbolagets yrkande ²⁾	Gode manns yrkande ³⁾	Lösenbelopp enligt skiljedom	Lösenbelopp enligt skiljedom jämfört med moderbolagets yrkande	Dissens angående lösenbelopp eller domskäl	Utfall samt yrkanden ²⁾
TBS Infrastructure AB / Utfors AB	6/5/2006	Fredrik Lindqvist	Lars Milberg	Torgny Håstad Jan Ljungar Peter Haglund	0.99 kr	0.99 kr	3.39 kr	2.69 kr	+ 271%	Ja (Jan Ljungar)	Fastställt belopp blev 2,69 kr, ej i enlighet med MBS ³⁾ yrkande. Slutliga lösenbeloppet grundades på teoretisk värdering (multipelvärdering) då sättningsrekvisit ej uppfylldes. MB yrkar att lösenbeloppet skall sättas till marknadspriset, dvs. börskursen, på påkallandedagen. Riktigheten i denna kurs styrks med teoretisk värdering. Gode mannen hävdar att denna kurs ej utgör en tillfredsställande mätstock pga. dålig likviditet och hävdar annan värdering med stöd i Balken-målet. Gode mannen framför en jämförande multipelvärdering som grund för yrkat belopp.
Straumann Holding Sweden AB / Biora AB	3/30/2006	Tomas Moll Martin Jönsson	Magnus Ramberg	Johan Munck Magnus Nedström Stefan Kamlin	17 kr	17 kr	1) 20 kr 2) 17 kr eller högre fastställt lösenbelopp	17 kr		Ja (Stefan Kamlin)	Lösenbeloppet fastställdes till 17 kr i enlighet med MBS yrkande. Till grund för lösenbeloppet låg särregeln. Moderbolaget hävdade direkt eller analog tillämpning av särregeln, vilket stöder likabehandlingsprincipen. Gode mannen hävdar att särregeln ej är tillämplig då en större del av aktierna ej förvärvades genom det offentliga erbjudandet. Denne hävdar istället huvudregeln och att verkligt värde vilket, pga. avsaknad av marknadspris, ska grundas på bolagets förmogenhetsställning och avkastningsförmåga.
Cognos AB / Frango Aktiebolag	12/14/2005	Anders Söderlind	Carl Stefan Christensson	Johan Munck Rolf Skog Magnus Björk	85.50 kr	85.50 kr	99.50 kr	85.50 kr		Nej	Fastställt lösenbelopp blev 85,50 kr i enlighet med MBS yrkande. Särregeln var till grund för fastställt lösenbelopp. MB yrkar särregeln. Gode mannen bestrider särregeln och ifrågasätter om en större del av aktierna har förvärvats genom erbjudandet. Denne yrkar istället huvudregeln och refererar till Balken-målet. Hävdar dock att börskursen speglar budet och det verkliga värdet istället uppgår till 99,50 kr.
APES Holding Aktiebolag / Pandox Aktiebolag	11/2/2005	Anders Lindblad	Stefan Sandén	Torkel Gregow Jan Ljungar Stefan Lindskog	108 kr	108 kr	1) 123 kr 2) 121 kr	108 kr		Nej	Fastställt i likhet med MBS yrkade belopp på 108 kr. Särregeln ligger till grund för fastställt lösenbelopp. MB hävdar särregeln med stöd från Balken-målet. Framhåller dessutom likabehandlingsprincipen. Gode mannen bestrider särregeln och hävdar att erbjudandet ej skett till en vidare krets. Han hävdar istället verkligt värde i form av substansvärdet minus beräknad uppskjuten skatt.
Ljungberggruppen Aktiebolag / Fastighetsbolaget Celtica	10/3/2005	Jörgen S. Axelsson	Peter Haglund	Stefan Lindskog Rolf Skog Stefan Kamlin	58 kr	58 kr	64 kr	58 kr		Ja (Stefan Kamlin)	Slutligen fastställt belopp, 58 kr, i enlighet med MBS yrkande. Lösenbeloppet fastställdes med särregeln som grund. MB yrkade tillämpning av särregeln. Gode mannen hävdar att särregeln ej är tillämplig då informationsasymmetri förekommit samt en större del av målbolaget ej blivit förvärvat i samband med erbjudandet. Hävdar således att lösenbeloppet ska bestämmas till substansvärdet då börskurs ej finns.
Ramböll, Hanneman & Höjlund A/S / Ramböll Aktiebolag	12/17/2004	Otto Rydbeck Anders Söderlind	Peter Haglund	Jan Ljungar Karl-Erik Danielsson Lena Frånstedt Lofalk	47 kr	42 kr	47 kr	47 kr	+ 12%	Nej	Slutgiltigt fastställt belopp blev 47 kr och är således ej i enlighet med MBS yrkande. Lösenbelopp fastställt med särregeln som grund. Inget avdrag för utdelning tilläts. MB hävdar särregeln och således offentligt erbjudet belopp. Dock med avdrag för beslutad utdelning. Gode mannen yrkar särregeln då särskilda skäl ej tycks föreligga och därav yrkas vederlag enligt offentliga erbjudandet.
Raisio Life Sciences Sweden AB / Diffchamb Aktiebolag	3/8/2004	Olle Flygt	Ann-Christin Hemsedahl	Jan Ljungar Göran Nyström Jan Erik Lund	42 kr	42 kr	56 kr	42 kr		Nej	Fastställt belopp blev slutligen 42 kr, överensstämmande med MBS yrkande. Beloppet grundades på särregeln. MB hävdar särregeln. Gode mannen anser att större delen av aktierna i målbolaget ej har förvärvats. Denne hävdar att det finns särskilda skäl att frånga särregeln då aktiens verkliga värde, enligt gode mannen, är högre erbjudandet. Det yrkade beloppet grundas i ett skönhetsmässigt påslag som kompensation.
Livförsäkringsbolaget Skandia Fastighetsinvesteringar AB / Diligentia	12/19/2003	Olle Flygt Marcus Axelryd	Stefan Sandén	Leif Thorsson Lena Frånstedt Lofalk Ingemar Nilsson	90 kr	90 kr	1) 150; 143,50; 149 kr 2) 147,75; 135,50; 114 kr 3) 120,96; 107,69 kr 4) 111,15; 107,69 kr	90 kr		Nej	Fastställt belopp blev 90 kr i enlighet med MBS yrkande. Skiljenämnden grundade detta på särregeln. MB yrkade särregeln. Gode mannen yrkar att substansvärdet skall gälla då särskilda skäl att frånga särregeln anses föreligga. Detta då det verkliga värdet anses överskrida det erbjudna beloppet markant.

Appendix: Skiljedomar i undersökningen

Twistens ingående parter (Moderbolag / Dotterbolag)	Datum	Moderbolagets ombud	God man	Skiljenämnd ¹⁾	Budpris	Moderbolagets yrkande ²⁾	Gode manns yrkande ³⁾	Lösenbelopp enligt skiljedom	Lösenbelopp enligt skiljedom jämfört med moderbolagets yrkande	Dissens angående lösenbelopp eller domskäl	Utfall samt yrkanden ²⁾
Humlegården International AB / Humlegården Stureplan AB	3/12/2003	Per Sundin Erik Swartling	Stefan Sandén	Jan Heuman Karl-Erik Danielsson Jan Lombach	91,75 kr per A-aktie 90,75 kr per B-aktie	91,75 kr per A-aktie 90,75 kr per B-aktie	1) 105,90 kr 2) 103,70 kr 3) 100,90 kr 4) 99 kr Samtliga yrkanden ovan gäller oavsett aktieslag 5) 91,75 kr per A-aktie 90,75 kr per B-aktie	91,75 kr per A-aktie 90,75 kr per B-aktie		Nej	Fastställt belopp blev 91,75 kr per A-aktie och 90,75 kr per B-aktie, i enlighet med MBs yrkande. Lösenbelopp grundades på särregeln. MB hävdar särregeln, alternativt analog tillämpning av särregeln. Gode mannen finner ej särregeln tillämplig då en större del av aktierna ej förvärvades genom erbjudandet. Denne hävdar vidare att erbjudandet ej motsvarade aktiens verkliga värde och yrkar istället ett lösenbelopp baserat på ett reellt marknadsvärde.
Schenker International AB / BTL Aktiebolag	1/16/2003	Klaes Edhall	Axel Weibull	Jan Heuman Gunnar Widhagen Stefan Kamlin	45 kr	45 kr	65 kr	45 kr		Ja (Stefan Kamlin)	Lösenbeloppet fastställdes till 45 kr i enlighet med MBs yrkade lösenbelopp. Beloppet fastställdes med analog tillämpning av särregeln som grund. Moderbolaget hävdade analog tillämpning av särregeln. Gode mannen hävdar istället att särregeln ej kan tillämpas analogt och yrkar på värderingar gjorda av anlitad värderingsman.
Stiga Intressenter AB / Stiga Industrier Aktiebolag	9/17/2002	Sigbjörn Olsson	Lars Milberg	Jan Heuman Karl-Erik Danielsson Göran Ramberg	46 kr	46 kr	63,51 kr	46 kr		Nej	Fastställt belopp blev 46 kr i enlighet med MBs yrkade lösenbelopp. Till grund bör lösenbeloppet ligga på börskursen. MB yrkar analog tillämpning av särregeln. Annars yrkas huvudregeln där de hävdar marknadsvärde i form av börskurs. Gode mannen yrkar att särregeln ej kan tillämpas varför verkligt värde ska fastställas. Pga. asymmetrisk information är börskursen ej tillämplig och istället hävdas företagsvärderingsmetoder baserade på bolagets avkastningsförmåga och förmögenhetsställning.
Carl Bennet AB / Lifco AB	9/5/2002	Jesper Ottergren	Peter Haglund	Jan Ljungar Karl-Erik Danielsson Anders Lindblad	42 kr	42 kr	84 kr	42 kr		Nej	Utfallet blev i enlighet med MBs yrkade belopp, 42 kr. Detta med tillämpning av särregeln som grund. MB yrkar användning av särregeln medan gode mannen hävdar att den ej är tillämplig pga. informationsbrist alternativt att nya och viktiga omständigheter uppkommit i efterhand.
Partek Holding Sverige AB / Kalmar Industries AB	7/2/2002	Sören Druve Hans Forssen	Lars Milberg	Johan Lind Karl-Erik Danielsson Erik Nerep	126 kr	126 kr	160 kr	126 kr		Nej	Fastställt belopp blev 126 kr, i enlighet med MBs yrkande. Lösenbeloppet bestämdes utifrån börskursen på påkallandedagen. MB hävdar sitt belopp med stöd i Balken-målet då större ägare i målbolaget sått till detta pris samt att beloppet också motsvarar börskursen på påkallandedagen. Gode mannen hävdar dock att denna kurs ej motsvarar verkliga värdet pga. informationsbrist samt dålig likviditet i aktien. Yrkar istället på värdering från revisor.
Simbel Investment AB / N&T Argonaut AB	12/18/2001	John Kadelburger Ulf Mellqvist	Jan Lombach	Johan Munck Stefan Lindskog Peter Haglund	8.10 kr	8.10 kr	12 kr	10 kr	+ 23%	Ja (Stefan Lindskog)	Fastställt belopp 10 kr. Ej i enlighet med MBs yrkande. Lösenbeloppet bygger på ett skönhetsmässigt påslag på börskursen pga. värdestegring bland jämförbara bolag. MB yrkade särregeln. Gode mannen hävdar att särregeln ej är tillämplig pga. informationsasymmetri samt att en större del av aktierna ej förvärvades i samband med erbjudandet. Yrkat pris motiveras med en stark kursstegring bland jämförbara bolag samt att substansvärdet översteg börskurs med 50-100 procent på påkallandedagen.
Drott AB / Fastighets AB Balder	10/23/2001	Anders Lindblad Urban Bävestam	Björn Schultz	Johan Munck Jan Ljungar Johan Gernandt	140 kr	136.50 kr	200 kr	136.50 kr		Nej	Utfall blev 136,50 kr i enlighet med MBs yrkan. Lösenbeloppet grundades på särregeln. MB hävdade särregeln och yrkade erbjudandets belopp minus utdelningen. Gode mannen hävdar att informationsbrist på marknaden gjorde att målbolaget ej handlades till rimlig värdering på börsen. Yrkandet baseras på detta samt med hänsyn tagen till rimlig budpremie och börsutvecklingen bland jämförbara bolag efter erbjudandet.
Investeringsällskapet 1999 AB / Bravida AB	9/30/2001	Maths Heuman	Peter Haglund	Johan Munck Jan Ljungar Lars Milberg	30,50 kr per A-aktie 28 kr per B-aktie	30,50 kr per A-aktie 28 kr per B-aktie	1) 45 kr 2) 40 kr (Oavsett aktieslag)	30,50 kr per A-aktie 28 kr per B-aktie		Ja (Lars Milberg)	Fastställt belopp överensstämmer med moderbolagets yrkande på 30,50 kr per A- respektive 28 kr per B-aktie. Lösenbelopp är grundat på analog tolkning av särregeln. MB yrkar analog tillämpning av särregeln. Tar även stöd i Balken att marknadspris ska ligga till grund för lösenbelopp, varför högre pris ej kan komma i fråga. Gode mannen grundar sitt yrkande utifrån en multipelvärdering (P/E-tal).

Appendix: Skiljedomar i undersökningen

Tvistens ingående parter (Moderbolag / Dotterbolag)	Datum	Moderbolagets ombud	God man	Skiljenämnd ¹⁾	Budpris	Moderbolagets yrkande ²⁾	Gode manns yrkande ³⁾	Lösenbelopp enligt skiljedom	Lösenbelopp enligt skiljedom jämfört med moderbolagets yrkande	Dissens angående lösenbelopp eller domskäl	Utfall samt yrkanden ²⁾
Rexam Holdings AB / Rexam Beverage Packaging Aktiebolag	5/4/2001	Jan Lombach Olle Flygt	Magnus Nedström	Johan Munck Peter Traung Per-Ivar Svensson	118 kr	1) 95 kr 2) 118 kr	118 kr	95 kr		Ja (Peter Traung)	Slutligt belopp 95 kr i enlighet med MBS yrkande. Skiljenämnden fann den stora utdelningen att vara ett särskilt skäl att frånga särregeln. Lösenbelopp fastställs till erbjudet belopp minskat med utdelning. MB yrkar i första hand särregeln, men att erbjudandebeloppet minskas med utdelningen, vilken var avvikande hög. I andra hand yrkas särregeln och att utdelning avräknas på avkastningstillägget. Gode mannen yrkar att särregeln ej skall frångås och att utdelningen endast får avräknas från avkastningstillägget.
Invik & Co AB / Moderna Försäkringar AB	1/30/2001	Berndt Fürst Catarina Olsson	Axel Weibull	Lars Nycander Anders Norlander Lennart Svensson	80 kr	80 kr	1) 122 kr 2) 106 kr	80 kr		Nej	Fastställt belopp i enlighet med MBS yrkande, 80 kr. Till grund för lösenbeloppet lades en teoretisk värdering (substansvärdering). MB hävdar verkligt värde på påkallandedagen där erbjudandets värde är helt i linje med målbolagets fundamentala värde, baserat på teoretiska värderingsmetoder. Gode mannen hävdar i första hand en uppräknig av erbjudandebeloppet med värdestegring i jämförbart index. I andra hand hävdas substansvärdering.
Fastighets AB Balder / PriFast AB	1/24/2001	Lars Pettersson	Lars Milberg	Jan Ljungar Karl-Erik Danielsson Lennart Svensson	73 kr	73 kr	1) 105 kr 2) 90 kr	73 kr		Ja (Lennart Svensson)	Utfallet blev 73 kr i enlighet med MBS yrkande. Lösenbeloppet grundades på börskurs. MB hävdade i första hand tillämpning av särregeln. I andra hand hävdas huvudregeln där de hänvisar till Balken-målet och yrkar på börskursen vid påkallandedagen. Gode mannen hävdar informationsbrist och anser att det hämmat aktiekursen. I jämförbara transaktioner har dessutom pris i förhållande till substansvärde varit högre. Gode mannen hävdar i första hand substansvärdet och i andra hand substansvärdet minskat med latent skatt.
Broströms Rederi AB / United Tankers AB	4/17/2000	Lars Rahmn	Stefan Kamlin	Allan Lindén Jon Mannheimer Lennart Svensson	60 kr	60 kr	66 kr	60 kr		Nej	Fastställt belopp 60 kr i enlighet med MBS yrkande. Skiljenämnden fastställer att särregeln ej är tillämplig och marknadspriset, vilket även motsvarar erbjudandebeloppet, ska således uppgå till lösenbeloppet. MB hävdar att kvarvarande aktieägare ska få samma belopp som tidigare aktieägare fått genom erbjudandet. Gode mannen hävdar att särregeln ej är tillämplig då frång tid förfyllit från tidpunkten vid moderbolagets offentliga erbjudande fram till påkallandedagen. Vidare anses att verkligt värde väsentligt avviker från erbjudandet. Hänvisar till Balken-målet att verkligt värde här bör beräknas som avkastnings- eller substansvärde då börskurs ej finns att tillgå. I brist på underlag hävdas att belopp ska fastställas genom uppräknig av erbjudandet.
Aktiebolaget Bonnierföretagen / Tidnings AB Marieberg	3/17/2000	Lena Frånstedt Lofalk	Lars Milberg	Jan Heuman Karl-Erik Danielsson Lennart Svensson	240 kr per A-aktie 264 kr per C-aktie	240 kr per A-aktie 264 kr per C-aktie	264 kr oavsett aktieslag.	240 kr per A-aktie 264 kr per C-aktie		Nej	Fastställt belopp i enlighet med MBS yrkade belopp, 240 kr per A- och 264 kr per C-aktie. Lösenbelopp är grundat på särregeln. MB yrkar särregeln medan gode mannen hänvisar till ett externt hämtat värderingsutlåtande. (Där värderas aktierna lika oavsett aktieslag då de berättigar samma förmögenhetsmassa.)
Grimaldi Industri Aktiebolag / VenCap Industrier AB	1/27/2000	Sigbjörn Olsson	Lars Milberg	Hans-G Sölarud Gunnar Nord Göran Ramberg	68 kr	68 kr	125 kr	68 kr		Nej	Fastställt lösenbelopp var 68 kr i enlighet med moderbolagets yrkan. Börskurs låg till grund för fastställt lösenbelopp. MB hävdade analog tillämpning av särregeln i första hand. I andra hand hävdas att lösenbeloppet ska bestämmas till samma belopp som tidigare, men med huvudregeln som grund. I detta fall hävdas att börskursen vid värderingstidpunkten ska ligga till grund. Gode mannen anser att särregeln ej är tillämplig då en större del av aktierna ej förvärvats genom erbjudandet. Förvärvet kan ej heller ses som betydande varför en analog tillämpning också bör falla bort. Dessutom menar denne att det föreligger informationsbrist och det således finns särskilda skäl till varför särregeln ej ska tillämpas. Gode mannen hävdar istället huvudregeln och verkligt värde. Pga. ofullständig information och dålig likviditet anses börskursen ej lämplig och istället hävdas värdering gjord av anlitad värderingsman.

Appendix: Skiljedomar i undersökningen

Tvistens ingående parter (Moderbolag / Dotterbolag)	Datum	Moderbolagets ombud	God man	Skiljenämnd ¹⁾	Budpris	Moderbolagets yrkande ²⁾	Gode manns yrkande ³⁾	Lösenbelopp enligt skiljedom	Lösenbelopp enligt skiljedom jämfört med moderbolagets yrkande	Dissens angående lösenbelopp eller domskäl	Utfall samt yrkanden ²⁾
IVO Energi AB / Gullspång Kraft AB	12/21/1999	Anders Wallén	Lars Milberg	Lars Welamson Jan Ljungar Lennart Svensson	140 kr per A-aktie 126 kr per B-aktie	140 kr per A-aktie 126 kr per B-aktie	1) 165 kr per aktie, oavsett aktieslag 2) 165 kr per A-aktie 146 kr per B-aktie	158 kr per A-aktie 140 kr per B-aktie	+ 13% per A-aktie + 11% per B-aktie	Ja (Jan Ljungar)	Fastställt lösenbelopp blev 158 kr per A- och 140 kr per B-aktie, ej i enlighet med MBs yrkande. Skiljenämnden fastställde lösenbeloppen baserat på en beräkning av erlagda beloppen för aktierna vid förvärvet av Lidköpings kommun. Beträffande A-aktierna yrkar moderbolaget att lösenbeloppet ska motsvara det pris som utgivits vid tidigare förvärv av A-aktier. Angående B-aktierna hävdar moderbolaget att lösenbeloppet ska uppågå till börskursen på påkallandedagen. Gode mannen yrkar att lösenbelopp ska motsvara priset vid förvärv av Lidköpings kommun, som var storägare i bolaget. Detta förvärvspris har beräknats av externt kontrakterade parter.
Trelleborg AB / Horda AB	3/18/1998	Anders Wallén	Jörgen Hoolmé	Johan Lind Jan Ljungar Erik Nerep	62.50 kr	62.50 kr	90 kr	62.50 kr		Nej	Fastställt belopp blev enligt skiljedom 62,50 kr, i enlighet med MBs yrkande. Belopp grundat på analog tillämpning av särregeln. (Särregeln förkastades då en större andel ej ansågs ha förvärvats genom det offentliga erbjudandet.). MB yrkar tillämpning av särregeln, alternativt särregeln analogt. I andra hand yrkar MB marknadspriset för aktien på påkallandedagen dvs. det pris som kan påräknas vid försäljning under normala omständigheter. Gode mannen hävdar att det förekommer särskilda skäl, i form av informationsbrist, till att ej tillämpa särregeln. Godemannen anser dessutom att en större del av aktierna ej har förvärvats i samband med erbjudandet. Vidare yrkas att en mer utförlig värdering skulle ge högre värde per aktie.
Incentive AB / Gambro AB	12/5/1997	Göran Nyström	Lars Milberg	Jan Ljungar Ingvar Gullnäs Lennart Svensson	155 kr	155 kr	316 kr	155 kr		Nej	Slutligen fastställt belopp blev 155 kr, överensstämmande med MBs yrkande. Till grund för beslutet låg särregeln. MB yrkar särregeln. Gode mannen hävdar att börskursens riktighet kan ifrågasättas på grund av bristande information och tar stöd i Balkenmålet att den därmed ej kan användas. Använder istället rörelsevärdering och jämförelsevärdering där sistnämnd metod ligger som grund för yrkat belopp.
Proventus Handels AB / AB Arntmos	9/29/1997	Gustav Bergstedt	Göran Ramberg	Lars Rahmn Gunnar Widhagen Stefan Sandén	33 kr	32.80 kr	37,12 kr (Dock ej lägre än erbjudandebeloppet)	33 kr	+ 1%	Nej	Lösenbeloppet fastställdes till 33 kr, ej överensstämmande med MBs yrkande. Till grund för fastställt lösenbelopp låg särregeln analogt. MB yrkar lösenbelopp motsvarande verkligt värde på påkallandedagen vilket, med stöd i Balken-målet, hävdas är börskursen. Gode mannen hävdar informationsbrist och grundar sitt yrkade belopp på multipelvärdering. Denne tillägger inte även att lösenbeloppet inte bör fastställas till ett lägre belopp än det offentliga budet.
Atle AB / KapN	4/8/1997	Mats Hultman	Lars Milberg	Jan Ljungar Ingvar Boman Göran Ramberg	43,50 kr (Inkluderat utdelning)	1) 43,50 kr 2) 45,80 kr	53-60 kr	43,50 kr		Ja (Göran Ramberg)	Fastställt belopp uppgår till 43,50 kr, i enlighet med MBs yrkande. Till grund för lösenbeloppet låg analog tillämpning av särregeln. MB yrkar särregeln analogt och att lösenbeloppet ska motsvara vederlaget. Annars verkligt värde som fastställs utifrån börskursen. I tredje hand hävdas fristående värdering av värderingsman på 45,80 kr. Gode mannen hävdar dock att verkliga värdet ska användas och bestämmas genom substansvärdering då börskursen ej anses ge uttryck för det verkliga värdet.
Atle AB / AB Procura Capital	4/8/1997	Mats Hultman	Lars Milberg	Jan Ljungar Ingvar Boman Göran Ramberg	48 kr (Inkluderat utdelning)	1) 48 kr 2) 46-51 kr	60 kr	48 kr		Ja (Göran Ramberg)	Utfallet fastställdes till 48 kr, överensstämmande med MBs yrkande. Lösenbeloppet grundades på analog tillämpning av särregeln. MB åberopar i första hand analog tillämpning av särregeln. I andra hand hävdas verkligt värde i form av aktiens marknadsvärde. I sista hand yrkas teoretisk värdering utförd av KPMG Corporate Finance, 46-51 kr. Gode mannen hävdar verkligt värde beräknat på framtida avkastning.
Outdoor Technologies Group Sweden AB / Abu Garcia	3/26/1997	Sigbjörn Olsson	Jan Lombach	Jan Ljungar Karl-Erik Danielsson Erik Nerep	18 kr	18 kr	30.40 kr	18 kr		Nej	Slutgiltigt fastställt belopp överensstämmer med MBs yrkande, 18 kr. Lösenbeloppet grundades på särregeln. MB yrkar särregeln. Gode mannen yrkar att särregeln ej är tillämplig pga. särskilda skäl i form av informationsbrist, värdet på målbolag översteg erbjudandet samt att en större del ej förvärvades vid erbjudandet. Hävdar istället huvudregeln och multipelvärdering läggs till grund för yrkat belopp.

Appendix: Skiljedomar i undersökningen

Tvistens ingående parter (Moderbolag / Dotterbolag)	Datum	Moderbolagets ombud	God man	Skiljenämnd ¹⁾	Budpris	Moderbolagets yrkande ²⁾	Gode mannens yrkande ³⁾	Lösenbelopp enligt skiljedom	Lösenbelopp enligt skiljedom jämfört med moderbolagets yrkande	Dissens angående lösenbelopp eller domskäl	Utfall samt yrkanden ³⁾
Stena AB / Stena Fastigheter AB	1/24/1997	Anne-Marie Pouteaux	Stefan Kamlin	Johan Lind Pontus Kägerman Jan Ljungar	87 kr	87 kr	1) 102 kr 2) 89,10 kr 3) 86,50 kr	87 kr		Nej	Fastställt belopp i enlighet med MBs yrkande. 87 kr. Börskurs låg till grund för bestämmandet av lösenbeloppet. MB yrkar i första hand särregeln; i andra hand verkligt värde i form av börskurs vid påkallandedagen. Gode mannen motsätter sig direkt såväl som analog tillämpning av särregeln. Detta då en större del av aktierna ej anses ha förvärvats genom erbjudandet samt stora delar av aktierna i målbolaget har förvärvats till andra priser än priset i erbjudandet. Yrkar istället substansvärdering.
Investment AB Latour / Swegon AB	10/24/1996	Jörgen Ekström	Lars Milberg	Jan Ljungar Beritl Henriques Lennart Svensson	44 kr	44 kr	52 kr	44 kr		Ja (Lennart Svensson)	Lösenbeloppet fastställdes till 44 kr, i enlighet med moderbolagets yrkande. Lösenbeloppet fastställdes med analog tillämpning av särregeln som grund. Moderbolaget hävdar analog tillämpning av särregeln. God man hävdar istället värdering utförd av extern värderingsman.

Noter
1) Anges i följande ordning:
Ordförande,
moderbolagets representant,
dotterbolagets representant
2) Preciserar ej eventuellt avkastningstillägg
3) "MBs", förkortning av "moderbolagets"