

VÄRDERING VID TVÅNGSINLÖSEN EFTER ICKE- KONTANTA BUD

Mikael Tikas

Gabriel von Malmborg

Abstract

The purpose of this Master's thesis is to investigate the legal practice of valuation in arbitration board proceedings concerning freeze-outs after non-cash take-over bids. We find that the most important method for valuing the shares offered in exchange for the shares of a target company is to take the volume-weighted average of the quoted prices of the shares offered in exchange during the acceptance period of the take-over bid. This thesis is a complement to previous studies by Peter Jennergren (1996) and by Andrea Lundqvist and Victor Ludvigsson (2007) of how the Balken case (a freeze-out case that was eventually decided by the Supreme Court of Sweden, in 1996) has affected the legal practice of valuation in freeze-out arbitration board proceedings. We have undertaken an empirical study of 48 freeze-outs between 1985 and 2006 where shares in the bidding companies were offered in exchange for shares in the target companies. The arguments before the arbitration boards of the bidding companies as well as those of the frozen-out minorities have been analyzed. Patterns before and after the Balken case have been identified. A literature review of previous studies is also included, as well as a comparison of those studies with our thesis. Our thesis suggests that there is no evidence of pattern changes in rulings by arbitration boards after the Balken case. We have identified one rather important change, though: The bidding companies have altered their claims in order to correspond better to the Balken case ruling. This is evidenced by a higher number of verdicts in favor of the bidding companies. Our thesis also suggests that the time spent by arbitration boards is mainly influenced by the bidding companies' rebuttals of the claims by the frozen-out minority owners of the target companies. We conclude that the practice of valuation in freeze-outs after non-cash bids is rather settled, and we hope that future freeze-out disputes to a larger extent will be resolved through conciliation.

Tillkännagivanden:

Vi vill främst tacka vår handledare professor Peter Jennergren vid Handelshögskolan i Stockholm för hans entusiasm och inspiration som han bistått oss med genom hela tiden för färdigställandet av denna examensuppsats.

Ett stort tack vill vi även rikta till jur. dr. h.c. Gunnar Nord för hans gästfrihet och hans tålamod med våra frågor. Tack även till Robert Ohlsson och Gustav Bergstedt vid Företagsjuridik Nord o Co. för behjälplighet med att reda ut juridiska begrepp och för inspirerande samtal.

Innehållsförteckning:

1 Inledning:	1
2 Frågeställning och syfte	1
3 Metod.....	2
4 Avgränsningar	2
5 Bakgrund.....	3
5.1 Lagar och förarbeten.....	3
5.1.1 Aktiebolagslagen 1944:705.....	3
5.1.2 NJA 1957:1 (Gimo)	4
5.1.3 Aktiebolagslagen 1975:1385.....	5
5.1.4 Bergvik & Ala	6
5.1.5 Balkenmålen.....	7
5.1.5.1 NJA 1992:872 (Balken I)	7
5.1.5.2 NJA 1996:293 (Balken 2)	8
5.1.6 Aktiebolagslagen 2005:511.....	9
5.1.7 Take over reglerna	10
5.2 Praxis - Tidigare undersökningar och doktrin	10
5.2.1 Dahlgren & Moberg	11
5.2.2 Flodhammar	11
5.2.3 Widhagen.....	12
5.2.4 Berglund.....	12
5.2.5 Bergman & Hellner.....	13
5.2.6 Börjefors & Utbult.....	14
5.2.7 Jennergren	14
5.2.8 Ludvigsson & Lundqvist.....	15
6 Resultat från vår undersökning.....	16
6.1 Moderbolagens yrkande:	16
6.1.1 Moderbolagens yrkande före Balken II.....	16
6.1.2 Moderbolagens yrkande efter Balken II.....	17
6.2 Gode människors yrkande:	18
6.2.1 Gode människors yrkande före Balken II.....	18
6.2.2 Gode människors yrkande efter Balken II.....	19
6.3 Skiljenämndernas domar:	20
6.3.1 Skiljenämndernas dom före Balken II	20
6.3.2 Skiljenämndernas dom efter Balken II	21
6.4 Överensstämmelse av yrkanden jämfört med skiljenämndens.....	22
6.4.1 Före Balken II.....	22
6.4.2 Överensstämmelse av yrkanden efter Balken II.....	22
7 Analys av resultaten:.....	23
7.1 Analys av värderingsmetodik när särregeln tillämpas	23

7.1.1 Avvikande fall – Särregeln.....	26
7.1.1.1 Värderingsmetod:	26
7.1.1.2 Värderingstidpunkt	27
7.2 Analys av värderingsmetodik när huvudregeln tillämpas.....	31
7.2.1 Avvikande fall – Huvudregeln	33
8 Slutsats	35
9 Källkritik.....	37
10 Referenser.....	38
Appendix 1	40
Appendix 2	42
Appendix 3	46
Appendix 4	48

1 Inledning:

Aktievärderingar ges ut av tidningsredaktioner och analyshus på så gott som daglig basis. Dessa värderingar sker oftast baserat på estimat av framtida värden som skapas i företaget. Det hör till vardagen att värderingar av samma företag kan skilja markant mellan olika analytiker, något som beror på olika uppfattningar av vad framtiden har att erbjuda. Privatpersoner och institutioner använder dessa värderingar för att ta informerade beslut angående sina investeringar, men vad händer när en aktieägare tvingas lämna ifrån sig sina aktier? Vid uppköp av börsnoterade bolag kvarstår i regel alltid en minoritet som inte accepterar det uppköpande bolagets bud. Till stor del beror detta på att aktieägaren anser att budet inte speglar det värde som aktien har, men givetvis finns även de aktieägare som inte svarat budgivaren i förhoppningen att få ett högre "oskäligt" lösenpris eller av andra anledningar inte accepterar budet. Lagens regelverk angående expropriationsrätten (rätten att sälja någon annans egendom) anger att löseskillingen skall utgöras av marknadsvärde i fallet att någon blir tvungen att avyttra sin egendom.¹ Bestämmandet av lösenbelopp vid tvångsinlösen har dock sitt eget lagutrymme och till relativt nyligen angav lagen att aktiens "verkliga värde" skulle utgöra lösenbeloppet. Problemet som skiljenämnder står inför när de skall tillskriva en aktie ett värde är alltså att fastställa det korrekta marknadsvärdet för en aktie. Gustav Sjöberg skriver i sin doktorsavhandling "Tvångsinlösen"(2007) att för att bestämma ett värde för en aktie måste det personliga värdet tas i beaktning. Varje aktieägare har en egen uppfattning om vad aktiens värde är.² Vid tvångsinlösen anses det inte rimligt att ge olika lösenbelopp till olika ägare, varken för det uppköpande bolaget eller för de aktieägare som har olika uppfattningar om värdet. Vad som efterfrågas är således ett objektiva värde för aktien.

Vår undersökning ämnar undersöka den praxis som utvecklats rörande värderingsfrågor vid tvångsinlösenstvist som föregåtts av offentliga bud då kontant ersättning inte utgjort ett alternativ. Således fall där vederlaget bestått helt eller delvis av aktier i det uppköpande bolaget. För det första har vi undersökt hur ett fall som avkunnades i Högsta domstolen 1992 och 1996, Balkenmålen, har påverkat resonemangen kring värderingsmetod och värderingstidpunkt. Tidigare undersökningar har visat att börskurser fått en större genomslagskraft vid bedömning av lösensummans belopp.³ Det finns dock ingen tidigare undersökning, som vi känner till, som fokuserat enbart på icke-kontanta bud. Vår förväntan vid påbörjan av undersökningen var att de principiella ställningstagandena som Högsta domstolen intog har påverkat efterföljande skiljedomsutslag. Vi har därför delat upp vårt material i tiden före och tiden efter det sista avgörandet i Balken. Detta för att belysa de eventuella effekter som Balkenmålet haft på efterföljande praxis. Materialet har också analyserats utifrån huruvida lösenbeloppet skall bedömas utifrån särregeln eller huvudregeln. Det vill säga om det är vederlaget eller målbolaget som skall värderas.

2 Frågeställning och syfte

Syftet med uppsatsen är att redogöra för den rådande praxis i tvångsinlösensmål rörande värderingsmetodiken vid fastställande av lösenbelopp vid icke kontanta bud i samband med offentliga erbjudanden. Det finns enligt vår vetskap inga tidigare undersökningar med vår valda avgränsning. De frågor som uppkommer när det rör sig om icke-kontant bytesvaluta är på många sätt specifika. Komplexiteten i exempelvis "aktie mot aktie"-bud är ofta större än i fall med kontant vederlag, varför

¹ Expropriationslag 1972:719 4 kap 1§ 1st.

² Sjöberg sid. 70f.

³ Jfr Jennergren, Ludvigsson & Lundqvist samt Börjefors & Utbult.

dessa förtjänar att analyseras närmare. Det kan exempelvis nämnas att de krav som ställs på prospekt vid icke-kontanta bud mer omfattande än de för kontanta bud.⁴

Frågorna som kommer att tas upp i uppsatsen är:

- Hur ser rådande praxis ut angående värdering vid icke-kontanta bud?
- Vilken effekt fick Balkenmålen på värdering vid icke-kontanta bud?
- På vilket sätt skiljer sig värderingen mellan kontanta och icke-kontanta bud?

Vidare kommer vi också lämna särskilt utrymme åt de fall som vi anser avviker från rådande praxis samt utreda varför skiljenämnden i dessa fall dömt på ett annat sätt. Dessa fall belyser också i mångt och mycket den komplexitet som råder vid bestämmandet av lösenbelopp.

3 Metod

Vi avser först att belysa den existerande lagstiftning som finns på området samt även redogöra för de domar som haft betydelse för utveckling av praxis inom området. Vidare avser vi redogöra för de tidigare undersökningar som genomförts av tvångsinlösenförfaranden. Dessutom kommer vi också beröra den doktrin som utvecklats på området. Detta tillsammans utgör bakgrunden till vår undersökning.

Resultaten av skiljedomsundersökningen är avdelad i lämpliga stycken. Vi kommer att presentera situationen före Balken och efter Balken genom att redovisa för respektive parts yrkanden. Parterna i en skiljedomstvist är gode mannen som representerar minoriteten, moderbolaget som representeras genom juridiskt ombud samt skiljenämnden som består av tre skiljemän. Vidare har det varit nödvändigt att kategorisera domarna utefter särregel respektive huvudregel. Detta eftersom värderingsmetodik samt värderingstidpunkt både i termer av vad lagen säger och i termer av skiljedomspraxis skiljer sig åt utifrån vilken regel som tillämpas.

Analysdelen avser redogöra för den praxis som utvecklats rörande särregeln respektive huvudregeln. Vi kommer särskilt att beröra den problematik som uppkommer vid valet av värderingsmetod samt värderingstidpunkt. Vidare kommer vi också separat analysera de skiljedomar som enligt vår mening avviker från praxis i termer av värderingsmetod eller värderingstidpunkt. Analysen kommer främst att beröra de argument rörande lösenbeloppets fastställande som uppkommit i de skiljedomar vår undersökning avser. Empirin utgörs av 48 skiljedomar, vilka vi sammanfattat och sammanställt i Appendix 4.

4 Avgränsningar

Vår undersökning avser tvångsinlösenärenden för svenska målbolag, vilka föregåtts av bud där vederlaget bestått helt eller delvis av aktier i det uppköpande bolaget. Skiljedomar där det föregående budet även bestått av ett alternativ med kontant vederlag har uteslutits ur undersökningen. Detta eftersom lösenbeloppet i dessa skiljedomar grundat sig på kontantdelen i erbjudandet.

Vi har i undersökningen analyserat yrkanden samt domskäl och domslut i 48 skiljedomar mellan åren 1985 och 2007. Med yrkanden avser vi gode mannens samt moderbolagets yrkande. Vi har således uteslutit eventuella yrkanden från löshästar, det vill säga minoritetsägare som företräder sig själva. De 48 skiljedomar som vi fokuserat på innefattar enbart fall där parterna har slitit tvist, med andra ord där

⁴ Jfr Prospektförordningen (EG) nr 809/2004.

parterna har varit oeniga om lösenbeloppets storlek. Detta medför att de fall där parterna förlikats, det vill säga enats om ett lösenbelopp har uteslutits ur undersökningen. Vidare har vi också enbart tittat på skiljedomar som föregåtts av offentliga bud, vilket innebär att det är publika bolag som studien omfattar.

Avsikten med undersökningen har varit att belysa rådande skiljedomspraxis, vilket inte kommer till uttryck då det inte tvistats om lösenbeloppet. Vidare har vi också uteslutit ett fåtal domar där det ej framgått vilket typ av bud som lösentvisten avsåg. Vår analys avgränsar sig även i den mån att vi undersökt fastställandet av lösenbelopp och då främst värderingsmetod samt värderingstidpunkt. Vi har således valt att ej fokusera på det avkastningstillägg vilket läggs på lösenbeloppet.

Det skall noteras i detta stycke att författarna är ekonomer och har som utgångspunkt för vår analys en något marknadsvänlig syn. Vi anser dock inte att detta har påverkat våra slutsatser nämnvärt. Marknadens effektivitet kommer inte att ifrågasättas eller analyseras i uppsatsen.

5 Bakgrund

Vi har i denna uppsats valt att inte ge läsaren en förklaring till hur tvångsinlösenförfarandets institution är uppbyggt och diskutera de detaljer som omgärdas av detta. För en förståelse och introduktion till vad tvångsinlösen innebär hänvisar vi till appendix 1. Vår studie diskuterar hur resonemangen kring värderingsmetodik vid tvångsinlösen har förändrats och utvecklats över tiden, varför vi anser att läsaren är i behov av en genomgång av den utveckling av lagrum, praxis och doktrin som skett sedan rätt till tvångsinlösen infördes. Denna historiska genomgång tillsammans med den institutionella beskrivningen i appendix 1, vilken inhämtats från Lundqvist och Lundbergs magisteruppsats "Tvångsinlösenpris vid kontanta bud efter Balkenmålet" (2007) bör ge läsaren en god inblick i tvångsinlöseninstitutet samt en förståelse för vad vår undersökning har att erbjuda.

Bakgrundavsnittet inleds med en introduktion till aktiebolagslagarna som utkom 1944, 1975 och 2005. Vi har här redogjort för de intressanta förändringar som skett inom området, vilka kommit till uttryck i utredningsmotiv och propositionsformuleringar. Vi har även valt att redogöra för de skiljedomstvister som har avgjorts eller överklagats till Högsta domstolen och därmed utgör rättspraxis på området. Slutligen ger vi läsaren en snabb inblick i tidigare forskning inom detta område och redogör för de, enligt vår kännedom, tidigare befintliga undersökningar av skiljedomar vilka fokuserat på värderingsmetodik.

5.1 Lagar och förarbeten

5.1.1 Aktiebolagslagen 1944:705

Det var i denna lag som rätten till tvångsinlösen infördes i svensk lag. Under fusionsregleringen lades ett stycke till som sade att då ett moderbolag äger "mer än nio tiondelar av aktierna i ett dotterbolag, vare moderbolaget att av övriga aktieägare i dotterbolaget inlösa återstående aktier".⁵ Orsaken till att dessa regleringar infördes var att fem storbolag⁶ överlämnade en skrivelse i februari 1935 där de ansökte om en rättighet att bereda skydd för majoriteten mot minoritetsmissbruk.⁷ Regleringen förordade att ett helägt dotterbolag krävdes för att kunna utnyttja de organisatoriska fördelar som koncernbildningen erbjuder samt att omständigheten av ett minoritetsägande kan innebära att ett anspråk görs på oskäligt

⁵ABL 1944:705 174§ mom2.

⁶ Skog, R sid. 21 (Bolagen i fråga var: Allmänna Elektriska Aktiebolaget, (ASEA), Aktiebolaget Svenska Kullagerfabriken (SKF), Telefonaktiebolaget L.M., Ericsson, Aktiebolaget Electrolux samt Aktiebolaget Separator (Alfa-Laval)).

⁷ SOU 1941:9 II sid. 610 f.

pris för aktierna.⁸ Vad gäller värderingsfrågan angav utredningen inför ABL 1944 att ”avser tvisten lösens belopp, skall detta bestämmas så att det motsvarar aktiens verkliga värde”.⁹ Denna formulering diskuterades inte närmare i vare sig utredningen eller propositionen¹⁰, och kvarstår ordagrant i den fastställda lagen.¹¹

5.1.2 NJA 1957:1 (Gimo)

I målet mellan Gimo och Korsnäs avgjorde Högsta Domstolen för första gången ett tvångsinlösensärende enligt ABL 1944. Fallet är av en något annorlunda karaktär då inget offentligt bud riktades till aktieägarna i Gimo. Korsnäs innehade samtliga aktier utom 245st (fördelade på 51 ägare) som de önskade lösa in genom att betala aktiernas nominella belopp (50kr). Vi har avgränsat vår undersökning till att endast behandla skiljedomsförfaranden där ett offentligt bud föregått tvisten, varpå fallets avgörande inte bör ha någon större påverkan på de fall vi undersökt. Emellertid har Gimo varit prejudicerande för både tvångsinlösensärenden och för nordisk litteratur om tvångsinlösen.¹²

Gimo värderades i fyra olika instanser och totalt genomfördes nio stycken¹³ separata värderingar av bolaget. En längre diskussion fördes i samtliga instanser om faktumet att aktierna skall värderas ”utan hänsyn till dess egenskap av minoritetsaktier”.¹⁴ Bakgrunden till detta uttalande var att då Gimo ej lämnat utdelning på sina aktier under de föregående 30 åren och ett större antal preferensaktier existerade som hade en ackumulerad skuld för de uteblivna utdelningarna, torde ingen utdelning kunna ske på aktierna under överskådlig tid.¹⁵ Detta ger att en avkastningsvärdering av minoritetsaktierna hade resulterat i ett obefintligt värde för aktierna. I domslutet till NJA 1996:293 anges att ”under sådana omständigheter måste värderingen av aktierna ske utan hänsyn till dessas egenskap av minoritetsaktier, om inte minoritetsaktierna skulle tillfalla moderbolaget vederlagsfritt eller mot den ersättning moderbolaget erbjöd, nämligen det nominella beloppet.” Fastställandet av detta faktum har haft stor dignitet för efterföljande avgöranden vid tvångsinlösen. Detta föranledde att en substansvärdering¹⁶ skulle ske av aktierna, vilket även tidigare fastslagits i hovrätten.¹⁷ Hovrättens motivation till den föreslagna värderingsmetoden var att Gimo vid tillfället inte bedrev någon rörelse och att det förekom ett arrendeförhållande mellan Korsnäs samt att tillgångarna var lätta att värdera och sälja.¹⁸ Det kan ju i ljuset av detta tyckas som om Högsta Domstolen ansett att en teoretisk värdering vid tvångsinlösen är att föredra framför vad en försäljning av aktierna hade inneburit. Högsta Domstolen slår emellertid fast ”att värderingen vid tvångsinlösen i första hand borde grundas på förekomna försäljningar av aktier, men när det nu inte gick på grund av omständigheterna i målet fick en substansvärdering av bolaget tillgripas.”¹⁹ Detta fick därmed inverkan på efterföljande praxis.²⁰

⁸ SOU 1941:9 sid. 611.

⁹ SOU 1941:9 sid. 692.

¹⁰ Prop: 1944:5.

¹¹ ABL 1944:705 §223 2 mom., st 2.

¹² Jennergren och Näslund sid. 58.

¹³ Jennergren och Näslund sid. 57, se dock Sjöberg sid 190 som anger att sju värderingar genomfördes.

¹⁴ NJA 1957 sid. 30, se även Sjöberg sid. 192 som citerar skiljenämndens domslut att vid bestämmande av minoritetaktiernas värde ”bör bortses från att de utgöra en så obetydlig del av hela aktiestocken i Gimobolagen att de icke kunna medföra något praktiskt inflytande på bolagets ågöranden”.

¹⁵ NJA 1996:293.

¹⁶ Vilken, något besynnerligt, kallades ”det matematiska värdets metod” i domslutet.

¹⁷ NJA 1957 sid. 32-33.

¹⁸ NJA 1957 sid. 30-31.

¹⁹ NJA 1957:1, detta var även de två dissidenterna Lind och Gyllenswärds åsikt, där Lind uppgav: ”uttrycket verkligt värde i lagtexten avsåg aktiernas beräknade försäljningsvärde” (en dissident har framfört dissens mot domslutet, vilket innebär att han är av en annan uppfattning).

²⁰ SOU 1997:22.

5.1.3 Aktiebolagslagen 1975:1385

Denna lag innehöll en rad nya tillämpningar vad gäller tvångsinlösen. Begreppet "verkligt värde" togs bort ur lagtexten, särregeln introducerades och rekvisiten för tvångsinlösen lättades något så att även dotterbolag till moderbolagets aktieinnehav inräknades i den gräns på 90 % ägarandel vilken krävs för rätt till inlösen av minoritetaktieägarnas aktier. Motiven till dessa ändringar redogörs för i utredningen samt propositionen till lagen.

I statens offentliga utredning 1971:15 med förslag till den vid tidpunkten nya aktiebolagslagen föreslogs följande förändringar. För det första föreslogs som sagt en förändring av rekvisiten för rätt till tvångsinlösen. De nya rekvisiten skulle möjliggöra att ägare till mer än 9/10 av aktiekapitalet även genom koncernens dotterbolag skulle inneha sagda rätt.²¹ Vad gäller värderingsmetod menade man i utredningen att det var ett verkligt ekonomiskt värde som skulle fastställas och ej något rent formellt värde, som t.ex. aktiens nominella belopp. Utredningen menade dock att denna bestämmelse var intetsägande och att den knappast gav någon ledning för hur lösenbeloppet skulle bestämmas. Grunderna för lösenbeloppets bestämmelse skulle överlämnas till doktrin och praxis. Vad gäller värderingstidpunkt framkom i utredningen "att det synes principiellt riktigast att löseskillingen fastställs med hänsyn till aktiens värde vid tiden då lösenanspråk²² i föreskriven ordning framställdes". Vidare menade utredningen att "senare inträffade omständigheter som inverkar på aktiens värde ej skall beaktas". Enligt utredningen var "det dock möjligt att aktiernas värde vid tiden då lösningsanspråket framställdes måste bedömas i ljuset av senare framkomna omständigheter". Exempel som nämndes på sådana omständigheter var att "om det under inlösningsförfarandet upptäckts att på dotterbolagets mark finns värdefulla naturtillgångar (mineraler, olja) måste det givetvis beaktas vid värderingen".²³

I propositionen till lagen formuleras att tidigare lag innebar att lösenbeloppet skall bestämmas till aktiernas "verkliga värde".²⁴ Med detta menar departementschefen att det är självklart att det är det verkliga ekonomiska värdet som åsyftas. Helt i linje med vad som framkom i utredningen. Med detta i åtanke föreslog departementschefen att begreppet "verkligt värde" skulle tas bort, då den var intetsägande.²⁵ Propositionen lämnade ingen vägledning för hur värderingen skulle gå till, men framhöll att man skall värdera aktierna utan hänsyn till att de är minoritetsaktier och att värderingsfrågan lämnades över till doktrin och praxis.²⁶

Departementschefen hänvisade i propositionen till att det förts en diskussion "på vissa håll" om att en "minoritetsaktieägare bör vara skyldig att som lösenbelopp godta det pris för aktie som moderbolaget erbjudit vid inbjudan till en vidare krets att sälja aktier i "dotterbolaget" till det blivande moderbolaget."²⁷ Tanken var att då ett erbjudande accepterats så att moderbolaget fått mer än 90 % av aktierna så skulle det te sig egendomligt om de aktieägare som inte accepterat budet hade möjlighet att få ut ett högre pris för sina aktier. Han menade att detta skulle utgöra utpressning mot bolaget. Departementschefen förordade att denna reglering skulle införas i lagen och han underströk att erbjudandet måste ha riktats till en vidare krets, samt att större delen av moderbolagets aktieinnehav skulle ha förvärvats genom erbjudandet. Han skrev även att det kan finnas särskilda skäl att frångå denna reglering, även fast ovan nämnda rekvisit är uppfyllda. De särskilda skäl han nämnde explicit är:

21 SOU 1971:15 sid. 351.

22 Det kan vara på sin plats med en förtydlig av detta ord. Med lösenanspråk åsyftas dagen då någon av parterna formellt begär att tvisten skall avgöras i skiljenämnd, d.v.s. påkallandedagen.

23 SOU 1971:15 sid. 369.

24 Prop. 1975:103 sid. 533ff.

25 Prop. 1975:103 sid. 533 1:a stycket.

26 Ibid. Jfr även NJA 1957:1.

27 Prop. 1975:103 sid. 533.

1. En längre tid har förflutit från moderbolagets aktieförvärv på grund av erbjudandet till dess inlösenförfarandet inleddes.
2. Informationsunderlaget är ofullständigt.
3. Nya viktiga omständigheter har framkommit.

Tidpunkten för värdering fanns före 1975 inte reglerad i lag eller diskuterad i utrednings- eller departementsförslag. Departementschefen ansåg att det "synes principiellt riktigast" att värderingen sker vid tiden för moderbolagets begäran av prövning av skiljemän (egen anmärkning: man kan anta att detta även skulle gälla i fallet att minoriteten påkallande prövning). Det tillades även att man bör ta hänsyn till faktorer som uppkommer efter påkallandedagen i de fall då det vid ett senare tillfälle uppkommer information om att värdet var högre innan påkallandedagen. Exempelvis om det framkommer att det finns värdefulla tillgångar på dotterbolagets mark. Detta var således en generalisering av vad som diskuterades i utredningen.

5.1.4 Bergvik & Ala

Detta fall är det första avgörandet som är direkt tillämpligt på vår undersökning. Vederlaget bestod av aktier i det uppköpande bolaget samt även i ett dotterbolag till Kopparbergs (KemaNord AB). Eftersom fallet har stor anknytning till den avgränsning vi gjort i vår undersökning har vi valt att ge en närmare insyn i fallet i appendix 3. Vi redogör där för skiljenämndens resonemang samt respektive parts yrkanden. Orsaken till att vi inte redovisar Tingsrätten och Hovrättens dom är att yrkanden och resonemanget kring lösenbeloppets bestämmande är mycket snarlika. Vi ger dock en inblick i de viktigaste resonemangen från domstolarna sist i detta stycke.

I skiljedomen yrkade moderbolaget att genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden skulle ligga till grund för lösenbeloppet medan gode mannen Flodhammar yrkade på en avkastningsvärdering. Detta gav en principiellt intressant diskussion där en teoretisk värdering ställdes emot aktiemarknadens värdering av aktierna. Skiljenämnden var inte enig i sin dom då en av skiljemännen uttryckte dissens. Johnson ansåg att aktiemarknaden inte kunde uteslutas ha felaktigt prissatt de båda bolagens aktier. Han menade att "aktiemarknaden ej i tillräckligt hög grad beaktat de framtidsvärden, som främst ligger i kraftinnehav. Johnson menade därför att mer utrymme kunde ha lämnats åt det av skiljemännen framräknade avkastningsvärdet.

Skiljedomen överklagades till domstol, där det fastslogs att lösenbeloppet skulle grundas på bytesvalutans börskurs enligt vad som framkommit i skiljenämnden.²⁸ Domen överklagades till hovrätten som gav ett utförligt resonemang om sambandet mellan företagsvärde och börsvärde. De ansåg att "ett framräknat företagsvärde för ett börsbolag överrensstämmer i praktiken aldrig med dess börsvärde."²⁹ De resonerar att eftersom minoritetsaktieägarna i Bergvik och Ala ägde mellan 1-5 aktier var deras investeringar att betrakta som finansiella sådana. Företagsvärdet ansågs därmed vara ointressant för minoriteten och att det därmed är orimligt att "tillerkänna minoritetsaktieägarna ett högre belopp per aktie än börskursen".³⁰ I Hovrättens slutliga bedömning anförde de: "Det "verkliga värdet" bör sålunda anses motsvara vad aktieägaren kan påräkna vid en försäljning av aktien under normala förhållanden och detta värde återspeglas av noteringarna på aktiebörsen; aktien kan sägas representera detta värde i aktieägarens hand. Börsvärden bör frångås endast om det kan påvisas att börskursen styrts av onormala omständigheter, exempelvis att dotterbolaget befunnit sig i kris vid tiden

28 Tingsrätten i Bollnäs T 27/80, T74/80 och 97/80 sid. 6.

29 Hovrätten för nedre Norrland T 121/82 sid. 9.

30 Hovrätten för nedre Norrland dom DT 45 i mål T 121/82 sid. 10.

för moderbolagets offentliga erbjudande.”³¹ I och med detta anförande fastställdes sålunda vad begreppet ”verkligt värde” innebar. Hovrätten fortsätter sedan med att fastställa principen att ”börsvärdet för aktier i börnoterat bolag, eller det normala försäljningsvärdet för aktier i icke noterat bolag, om sådant försäljningsvärde kan beräknas, alltid är av förstahandsintresse och bör frångås när särskilda förhållanden motiverar en annan värderingsmetod”. Hovrätten fastställde därefter det i både skiljenämnd och tingsrätt förda resonemanget att vederlagets värde skall fastställas genom genomsnittlig börskurs under tiden för det offentliga budet. Hovrättsdomen överklagades sedermera även till Högsta Domstolen, men beviljades ej prövningstillstånd i denna instans. Således är denna dom vägledande av bestämmande av vederlagets värde och även en indikation på att börsvärde är att föredra framför företagsvärde vid tvångsinlösenförfaranden.

5.1.5 Balkenmålen

Åren 1992 samt 1996 avkunnades två domar i Högsta Domstolen som gällde tvångsinlösenförfarande. Båda dessa domar gällde företaget Pronator AB:s inlösen av minoritetsaktier i bolaget Balken AB. Pronator lade sitt bud på Balken AB i oktober 1985 och påkallande sedan inlösen av resterande minoritetsaktier i juni 1986. Balkenmålet är väl dokumenterat och omskrivet i stor mängd litteratur och vi kommer därför inte att lägga någon vikt vid den juridiska processen. Istället hänvisar vi till Jennergren för en introduktion till målet.³² Vi ämnar här istället klargöra för den principiella förändring av praxis som skedde som följd av de två målen. Det måste här tilläggas att bytesvalutan som Pronator erbjöd aktieägarna i Balken AB bestod av två alternativt bud där både ett kontantbud och ett aktiebud erbjöds. Detta innebär att målet faller utanför vår avgränsning. Eftersom fallet behandlar den principiella frågan om både skälighetsvärderingstidpunkt och huruvida det är aktierna i ett bolag eller bolaget som helhet som skall värderas, har fallet fått stor uppmärksamhet och utgör även praxis då domen inte gick att överklaga. Detta ger dock att vi måste vara noggranna då vi drar slutsatser av utfallet i Balken. Fallet är inte direkt tillämpligt på tvångsinlösenstvister, då de exakta förutsättningarna för Balkens bud inte är uppfyllda.

5.1.5.1 NJA 1992:872 (Balken I)

I denna dom³³ tog HD ställning till frågan om vilken tidpunkt för värderingen av minoritetens aktier som skulle ge det mest rättvisa värdet. Högsta domstolen argumenterade att en tidpunkt måste väljas då ”moderbolaget ej haft möjlighet att påverka värdet av minoritetsaktierna, i vare sig värdehöjande eller värdeminskande riktning”.³⁴ Högsta domstolen tog ställning till främst två olika synsätt, där det första baserades på synsättet att eftersom minoritetsaktieägare ej skall utsättas för åtgärder som moderbolaget vidtar, var den mest rimliga tidpunkten för värdering när äganderätten av aktierna övergick till moderbolaget. Det andra synsättet såg skillnad på två olika former av värdeförändringar för minoritetsaktierna, nämligen kurspåverkande faktorer som föranletts av direkta åtgärder som moderbolaget vidtagit i det uppköpta bolaget samt kurspåverkande faktorer som ej är möjliga att påverka.³⁵ Högsta domstolen menar att då man förlägger värderingstidpunkten till påkallandedagen eliminerar man påverkan från moderbolagets sida. Högsta domstolen avkunnar i sin dom att det synsätt som har stöd i förarbeten³⁶ samt doktrin är att påkallandedagen används som tidpunkt för värdering.

31 Ibid. sid. 13.

32 Jennergren (1996) sid. 65-77.

33 NJA 1992:872.

34 NJA 1992:872, sid. 886.

35 Högsta domstolen anger förändringar i ränta, valutakurser, råvarupriser etc. som exempel på sådana.

36 Referens görs till Prop. 1975:103 s533 f.

Högsta Domstolens domslut undanröjde därmed domarna som avkunnats i skiljenämnden, tingsrätten och hovrätten, vilka samtliga fastställt att tidpunkten för värdering av minoritetsaktierna i Balken skulle vara äganderättens övergång.

I och med Balken I fanns för första gången i svensk praxis ett fastställande av en tidpunkt för värdering. Däröf kan anses att en tvistefråga i skiljenämndsprocesser vid tvångsinlösen blivit klarare.

5.1.5.2 NJA 1996:293 (Balken 2)

Tvisten kring en korrekt värdering av minoritetsaktierna i Balken AB prövades än en gång i Högsta domstolen 1996. Denna gång avsåg prövning hur en akties "verkliga värde" skulle fastställas.³⁷ Högsta domstolen ställde upp två motsatta synsätt att ta ställning till. Dessa grundades på de yrkanden som anförts i skiljenämnd, tingsrätt och hovrätt. De två synsätten var att antingen värdera bolaget eller värdera bolagets aktier. I fallet att bolaget skall värderas ansågs en substansvärdering eller avkastningsvärdering vara tillämplig, och i fallet att aktierna skall värderas är rimligen en marknadskurs på fondbörs den bästa värdemätaren. Högsta domstolen hänvisade till "uttrycket 'aktiernas verkliga värde' kan enligt lagrådets mening inte ges annan innebörd än att värderingen skall grundas på marknadspriset om aktien är noterad på börs eller föremål för liknande notering och i annat fall på bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga".³⁸ För att konstatera detta synsätt anförde de att det kan hävdas att en marknadskurs inte är representativ för ett specifikt bolag då kursställningen även baseras på hur konkurrerande bolag utvecklas. Högsta domstolen anförde dessutom att det är välkänt att endast en liten andel av ett företags aktier omsätts på aktiemarknaden. Högsta domstolen ansåg dock att detta faktum var av ringa betydelse då hänsyn även borde tas till det faktum att ett flertal börsanalytiker kontinuerligt arbetar med analys av de flesta bolagen och publicerar detta offentligt. Högsta domstolen menade att vid beräkning av substansvärden i investmentbolag och vid direktaffärer används marknadskurser som finns på börsen och sålunda görs vid dessa tillfällen bedömningen att marknaden har en korrekt och allmänt accepterad prissättning.³⁹ Ett ytterligare argument för att använda marknadspriser var att tvångsinlösenreglernas karaktär av expropriationsförfarande medför att minoritetsägarnas förmögenhetsställning skall vara densamma som innan inlösenförfarandet.

Högsta domstolen ansåg dock att det i varje enskilt fall skulle prövas om aktiekursen verkligen är en korrekt måttstock för att fastställa marknadspris och att det endast var under "mycket speciella omständigheter" som börskursen inte var en skälig värdemätare. Sådana omständigheter var när budgivare eller målbolag delgivit vilseledande information, vilket medfört att det lagda budet inte var en korrekt värdeindikation varför alternativ värdering måste ske.

Den av Högsta domstolen avkunnade domen var i enlighet med det senare synsättet, vilket därmed var ett fastställande av den dom som avkunnats i hovrätten. Principiellt innebar denna dom att vid tvångsinlösen skall aktiernas verkliga värde ersättas, där verkligt värde definierades som marknadspriset av aktien om denna var noterad. De anförde även ett uttalande om ett rimligt tillvägagångssätt för hur man skall fastställa ett marknadspris: "Ofta kan det räcka med att konstatera att den aktuella kursen nära överensstämmer med det pris moderbolaget har betalat för sina aktier i målbolaget på grund av ett offentligt uppköpserbjudande eller i anslutning till ett sådant erbjudande."⁴⁰

37 NJA 1996:293.

38 NJA 1996:293 sid. 300, hänvisar till "a prop s35".

39 Jfr även Svensson (1996), sid. 29: "Högsta domstolens huvudregel synes nu vara att lösenbeloppet skall motsvara minoritetsaktiens marknadsvärde."

40 NJA 1996:293 sid. 303.

5.1.6 Aktiebolagslagen 2005:511

2005 års aktiebolagslag, vilken utgör gällande lagstiftning på området, är tämligen tydlig i sin beskrivning av värderingen. Det fastställs här att lösenbeloppet skall motsvara vad en försäljning vid normala förhållanden hade gett. För börsnoterade aktier skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet om inte särskilda skäl motiverar något annat. Värderingstidpunkt bestäms till påkallandedagen, alternativt tidigare om det finns skäl för det. Samtidigt har rekvisiten för särregeln ändrats så att det nu framgår att lösenbeloppet ska bestämmas till vederlaget om budet föregåtts av ett offentligt erbjudande och om aktieägare till 9/10-delar av de aktier som moderbolaget inte ännu ägt accepterat erbjudandet.

I förarbetena till ABL 2005 vilka benämns SOU 1997:22 kan man finna en relativt omfattande redogörelse för resonemangen som föregått propositionen samt tolkningen av existerande lagar.⁴¹

I 1975 års ABL angavs endast för en typ av fall hur lösenbeloppet skall bestämmas. Detta fall är som tidigare nämnt när den s.k. särregeln är tillämplig. För att särregeln enligt 1975 års lagstiftning skulle tillämpas krävdes att större delen av moderbolagets aktieinnehav förvärvats genom ett offentligt erbjudande som riktats till en vidare krets, d.v.s. allmänheten.

I SOU 1997:22 menade man att det fanns två olika riktningar vad gäller fastställande av verkligt värde, marknadsvärde eller företagsvärde. Det senare hade främst förespråkats av Flodhammar som menade att börskurs enbart fastställde priset på marginalen d.v.s. det fåtal procent av aktiestocken som faktiskt omsattes på börser. Han menade därför att bolagsvärdet skulle fastställas, vilket skulle motsvara det högsta av avkastningsvärde och likvidationsvärde. Balkendomen medförde dock att marknadsvärde d.v.s. börskurser blev den vägledande värderingsmetoden.

I SOU 1997:22 fann kommittén ingen anledning att frånga de riktlinjer om att marknadsvärden skall tillämpas. Man menade att tolkningen av resonemanget om att "börskursen som måttstock ska prövas", innebar att marknadspriser kan frångås i det fall att kursen manipulerats d.v.s. svindleri⁴² enligt straffrätten eller att kursen påverkats av vilseledande information. En annan anledning att frånga marknadsvärden skulle också kunna vara att antalet avslut i aktien var för få, vilket skulle göra att den noterade kursen inte kan utgöra ett riktigt mått på verkligt värde.

Kommitténs rekommendationer sträckte sig även så pass långt att man menar att en ny särregel skall utformas. Eftersom praxis i samband med Balken förändrades så att marknadsvärden skulle tillämpas, menar man att särregeln skulle omfatta fler inlösenssituationer. Med inspiration från den engelska take-over-lagstiftningen menade kommittén att särregeln skall omfatta alla de fall där det offentliga erbjudandet medförde att moderbolaget förvärvade de resterande 90 % av bolaget. Detta betyder att särregeln skulle vara tillämplig även vid fall då moderbolaget redan innan uppköpserbjudandet en större andel av aktierna i ett bolag och lägger ett bud på återstående aktier.⁴³ Särskilda skäl för att frånga börskursen menade kommittén skulle vara att handeln i aktien är så pass begränsad att den noterade kursen inte är representativ för verkligt värde. Likaså skulle att lång tid förflutit kunna utgöra ett särskilt skäl liksom vilseledande information. Vidare menade kommittén att värderingstidpunkt skall vara påkallandedagen. På så vis undviker man att börskursen påverkas av åtgärder som moderbolaget genomför. Dessutom menade kommittén att om vederlaget bestått av annat än kontant ska värderingen av vederlaget hänföras till erbjudandetiden.

41 SOU 1997:22 sid. 278ff.

42 BB 1962:700 kap. 6a 9 § "Den som offentliggör eller eljest bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på vara, värdepapper eller annan egendom, döms för svindleri".

43 SOU 1997:22 sid. 284.

I propositionen som föregick ABL 2005:511 redovisades tydligare riktlinjer vad gäller värderingsmetod och värderingstidpunkt, både vad gäller huvudregeln och särregeln:⁴⁴

Huvudregel: Vad gäller huvudregeln fastslogs att "lösenbeloppet skall bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. För aktie som är föremål för handel vid börs, auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl motiverar något annat". Som skäl till att det är marknadsvärde som skall tillämpas hänvisades det till NJA 1996 och avsnittet rörande expropriationslagstiftning och att "lösenbeloppet bör bestämmas på ett och samma sätt oavsett om det är majoriteten eller minoriteten som tar initiativet till inlösen". I propositionen menade man att rättsläget visserligen klarnat i och med Balkenmålet, men att det fanns ett behov av generella lagregler om hur lösenbeloppet skall fastställas. Särskilda skäl att frångå börskurs i fall där huvudregeln tillämpas skulle vara om kursen manipulerats genom brottsliga förfaranden eller att kursen påverkats av vilseledande information.⁴⁵ I propositionen nämns också att det finns situationer då börskursen på påkallandedagen framstår som en olämplig värdemätare, t.ex. om börskursen vid den tidpunkten kraftigt avviker från aktiens "normala" kurs. Det bör därför i dessa fall vara möjligt att välja en annan värderingstidpunkt. Om aktien inte varit noterad eller om handeln i aktien varit begränsad bör lösenbeloppet grundas på ett beräknat försäljningsvärde, vilket kan ta sin utgångspunkt i t.ex. bolagets resultat eller ställning.⁴⁶

Särregeln: Propositionen var helt i linje med vad som diskuterades i SOU 1997:22, en intressant detalj är att regeringen ansåg att då en överväldigande majoritet accepterat budet skall detta vederlag utgöra lösenbeloppet. Detta överväldigande antal är då definierat såsom 90 % av de som erbjudandet riktades till.⁴⁷

5.1.7 Take over reglerna

Det förekommer relativt ofta i de skiljedomar vi undersökt att det hänvisas till Näringslivets börskommitté rekommendationer rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, varför vi nämner dessa här. Reglernas syfte är att säkerställa att aktieägarna i målbolaget har vissa grundläggande rättigheter och garantera dem en rättvis behandling. Det är främst likabehandlingsprincipen som är relevant vad gäller tvångsinlösen. Likabehandlingsprincipen innebär "att aktieägarna i målbolaget skall behandlas på ett likvärdigt sätt. Ingen aktieägare eller aktieägargrupp i målbolaget får på ett otillbörligt sätt gynnas i förhållande till andra aktieägare exempelvis i fråga om det erbjudna vederlaget".

Vidare finns föreskrifter om hur ett erbjudande skall utformas och riktlinjer för hur prospekt och övrig information skall utformas samt specifika regler om hur själva offentliggörandet av budet ska gå till.⁴⁸ Reglerna används i sammanhanget då någon av parterna vill belysa budets utformning eller aspekter rörande informationen i prospektet. Bland annat när någon part vill påvisa att det förekommit vilseledande information.

5.2 Praxis - Tidigare undersökningar och doktrin

Under årens lopp har ett par undersökningar gjorts där resultat av skiljedomar har undersökts. Undersökningarna sträcker sig över olika tidsperioder och har använt sig av olika avgränsningar. Den

44 Prop. 2004/05:85 sid. 446ff.

45 I linje med vad som diskuterades i SOU 1997:22.

46 Prop. 2004/05:85 sid. 447-452.

47 Prop. 2004/05:85 sid. 452f.

48 Näringslivets börskommitté – Offentliga erbjudanden om aktieförvärv ("Takeover-reglerna") 2003-09-11.

främsta skillnaden som här bör nämnas är huruvida det tydligt framgår vilken typ av bud som förelåg, d.v.s. om det rörde sig om ett kontantbud eller ett bud med annan bytesvaluta. Många av undersökningar har inte gjort någon stringent avdelning för detta kriterium. Ibland har det dock redovisats implicit. För att ge en bild över hur skiljedomspraxis har utvecklats över tiden presenteras i följande avsnitt de olika tidigare undersökningar som gjorts i kronologisk ordning. Det senaste tillskottet i doktrinen har Gustav Sjöberg bistått med genom sin doktorsavhandling "Tvångsinlösen". Sjöberg har inte själv genomfört någon egen undersökning av skiljedomar och hans slutsatser och diskussion är inte direkt tillämplig på vår undersökning. Vi har dock genomgående i uppsatsen hänvisat till Sjöbergs avhandling då den innehåller en skarpsint inblick i tvångsinlösensförfarandets komplexitet och då den är av mycket informativ karaktär.

5.2.1 Dahlgren & Moberg

Den första undersökningen genomfördes av Dahlgren och Moberg och analyserade skiljedomar under tidsintervallet 1967-1974. Undersökningen baserades på 21 skiljedomar och resultatet av undersökningen visade att i 50 % av fallen användes en avkastningsvärdering som värderingsmetod och i 20 % användes en substansvärdering. I 10 % vardera användes en likvidationsvärdering, en kombination av avkastnings- och substansvärdering och en värdering enligt börskurs.⁴⁹

5.2.2 Flodhammar

Flodhammar genomförde en undersökning av 26 fall som sträckte sig mellan åren 1948-1977. Resultatet av undersökningen visade att i elva fall användes avkastningsvärde, i två fall likvidationsvärde, i fem fall avkastningsvärde och likvidationsvärde, i tre fall avkastningsvärde- och likvidationsvärde och fem fall användes övriga metoder. Börskursen användes i två fall och rubricerade som "övrig metod".⁵⁰ Anledningen till att börskurser inte redovisades explicit i undersökningen var att Flodhammar var motståndare mot börskursvärdering som värderingsmetod vid tvångsinlösen.⁵¹ Han drog utifrån sin undersökning slutsatsen att skiljedomspraxis kunde sammanfattas i att lösenbeloppet skulle bestämmas på grundval av företagets avkastningsvärde, men med miniminivån av likvidationsvärde. Flodhammar anger i sin bok "Företagsvärdering vid tvångsinlösen" att företagsvärden och börskurs inte alltid har ett samband. Han lyfter fram ett antal olika värderingsmodeller där dock samtliga är olika former av avkastningsvärderingar eller substansvärderingar.⁵² Hans bok har i stort utgjort den doktrin som refererats i de domar som vi analyserat. Flodhammar citerar i sin bok styrelsen för Londonbörsen som i en propå skrivit att då en mindre del av aktierna omsätts vid börsen skall inte marknadspriser definieras som ett korrekt värde av företagets avkastningsförmåga och/eller substansvärde.⁵³ Flodhammar uttrycker: "Börskursen uttrycker, enligt min uppfattning, inte något annat än priset på ett värdepapper med vissa egenskaper. Anknytningen till det företag, som aktien representerar en del av, är realiteter mycket avlägsen såvitt gäller små aktieposter".⁵⁴ Detta skall även ställas i ljuset av det faktum som Gimo-målet innebar, att värderingen vid tvångsinlösen ej skall utgöras av minoritetsaktier, varför Flodhammar sålunda anger att då börskursen är prissättningen av minoritetsaktier kan denna kurs ej motsvara en godtagbar värdering vid tvångsinlösen. Flodhammar har i sin framtoning en marknadsfientlig⁵⁵ värderingsansats.⁵⁶

⁴⁹ Dahlgren & Moberg "Tvångsinlösen av aktier" 1976 sid. 18ff samt sid. 60ff.

⁵⁰ Flodhammar "Företagsvärdering vid tvångsinlösen" 1980 sid. 70.

⁵¹ Sjöberg "Tvångsinlösen" 2007 sid. 361.

⁵² Flodhammar, sid. 93ff.

⁵³ Flodhammar, sid. 126f.

⁵⁴ Flodhammar sid. 128.

⁵⁵ Jennergren (1996-1997), definierar begreppet marknadsfientliga domar där "större vikt läggs vid teoretiska värderingar än marknadspriser." (ej direkt citerat).

5.2.3 Widhagen

Widhagens undersökning baseras på 30 skiljedomar mellan 1984 och 1989. I elva av dessa fall förlikades parterna varför 19 domar har studerats närmare. Widhagen tittade bland annat på värderingstidpunkt och kom fram till att påkallandedagen användes i fem av sju fall vid tillämpandet av huvudregeln och i två fall äganderätten.⁵⁷ De särregelfall han undersökte hade alla utom ett föregåtts av ett bud där vederlaget bestått av antingen aktier eller en kombination av aktier och kontanter. I åtta av de elva fallen då bytesvalutan ej var enbart kontant användes erbjudandetiden och i tre fall påkallandedagen. Tre av de domar där Widhagen definierade erbjudandetiden som värderingstidpunkt baserade dock skiljemännen värderingen på uppgifter i det offentliga budet, då marknadspriser saknades under erbjudandetiden.⁵⁸ Widhagen anger inte kompositionen av budet då huvudregeln tillämpas, måhända eftersom att det då är målbolaget som skall värderas och därmed är budet av underordnad betydelse. Hans undersökning visade sålunda att då särregeln tillämpades och budet var icke-kontant användes vederlagsaktiens kurs under erbjudandetiden i tämligen hög grad (åtta av elva fall). Widhagen ger i sin avslutade kommentar förslag på vad som bör diskuteras inför framtida förändringar av lagrummet och nämner då att "vederlaget skall i särregelfall värderas på basis av förhållandena under erbjudandetiden enligt särskilt anvisad beräkningsmetod" och att "i de fall särregeln inte är tillämplig skall påkallandedagen gälla som värderingsdag".⁵⁹

5.2.4 Berglund

Petrus Berglund genomförde en undersökning av 47 domar där parterna slet tvist, vilken sträckte sig över tidsperioden 1978-1990. Studien hade till syfte att undersöka den praxis som utvecklats på grund av särregelns införande i ABL 1975. Berglund kom fram till att i 18 fall var särregeln formellt tillämplig, i två fall ansågs särregeln tillämplig, men särskilda skäl ledde till att huvudregeln tillämpades, i sju fall tillämpades särregeln analogt. I övriga fall tillämpades huvudregeln.⁶⁰ Undersökningen tittade främst på fyra kriterier: formell tillämplighet, särskilda skäl, värderingsmetod och värderingstidpunkt. I Berglunds studie finns även ett avsnitt som mer specifikt analyserar de fall där särregeln varit tillämplig och där vederlaget utgjorts av annat än kontanter. I dessa fall konstaterar Berglund att "skiljenämnderna synes regelmässigt fastställa ett genomsnittligt värde under perioden". Han menar vidare att i dessa skiljedomar läggs mycket kraft på att argumentera om förekomsten av särskilda skäl eller att en viss värderingstidpunkt är relevant. I nio domar användes bytesvalutans värde under erbjudandetiden för att fastställa lösenbeloppet, i tre domar användes påkallandedagen och i två domar där vederlaget bestod av konvertibler användes marknadspriser. Berglund menade i sin undersökning att det fanns två riktningar i praxis när det gäller värderingstidpunkt i fall då vederlaget består av bytesvaluta. Huvudriktningen i praxis är erbjudandetid, medan en mer perifer riktning är påkallandedagen.⁶¹ Berglund menar att det finns starka skäl som talar för att erbjudandeperiod ska användas som värderingstidpunkt. Detta då värdet i sådana fall bygger på samma förutsättningar som de som accepterat budet, då andra värderingstidpunkter innebär en risk för kursförlust samt eftersom det efter erbjudandeperioden inte finns något självklart samband mellan dotterbolagsaktien och bytesvalutan.⁶² Han slår också fast att i flertalet fall används genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden som

⁵⁶ Se även Hjerner (1987) sid. 300f. och Svensson sid. 62.

⁵⁷ Widhagen sid. 312.

⁵⁸ Widhagen sid. 313.

⁵⁹ Widhagen sid. 326.

⁶⁰ Berglund sid. 17.

⁶¹ Berglund sid. 71.

⁶² Berglund sid. 73.

värderingsmetod för bytesvalutan. I fall där bytesvalutan ej varit noterad används genomsnittligt värde under inledande handelns noteringar.⁶³

5.2.5 Bergman & Hellner

Bergman & Hellner undersökte 48 skiljedomar hänförliga till tiden 1987-1990. Författarna undersökte enbart fall där det slitits tvist. I 30 av skiljedomarna tillämpades särregeln, i 21 fall direkt och i nio fall indirekt och i 18 av fallen tillämpades huvudregeln. I de fall där huvudregeln användes fördelades de olika värderingsmetoderna på följande sätt:⁶⁴

Avkastningsvärdering, 7st. (39 %)
Substansvärdering, 6st. (33 %)
Kombinerad substans- och avkastningsvärdering, 1st. (6 %)
Likvidationsvärde, 1st. (6 %)
Börskurs, 3st (16 %)

Med dessa resultat jämförde man tidigare undersökningar (Dahlgren-Moberg, Flodhammar, Widhagen). Vad gäller värderingsmetoder konstaterade man att avkastningsvärdet liksom likvidationsvärdet fått en minskad betydelse till förmån för substansvärdering och börskursvärdering. Avkastningsvärdering tillämpades i Dahlgren-Mobergs undersökning i 50 % av fallen, i Flodhammars undersökning i 42 % av fallen och i Bergman & Hellners i 39 % av fallen. Substansvärdering förekom i Dahlgren-Mobergs undersökning i 20 % av fallen medan den i Bergman & Hellners förekom i 33 % av fallen. Likvidationsvärdet förekom i Flodhammars undersökning i 8 % av fallen, men användes i blandade former i 27 % av fallen. I Bergman & Hellner förekommer den endast i 6 % av fallen. Börskursen förekom i ca 10 % av fallen i Flodhammar samt Dahlgren-Mobergs undersökning och i 16 % av fallen hos Bergman & Hellner.⁶⁵

Man fann också att särregeln tillämpats i större utsträckning. Särskilt kom man fram till att den i större utsträckning tillämpats analogt, i 19 % av fallen jämfört med 10 % i Widhagens undersökning.⁶⁶

Bergman och Hellner sammanställde även statistik rörande värderingstidpunkt. I de fall där huvudregeln tillämpades fann man att påkallandedagen användes i 15 fall och äganderättens övergång i tre fall. I jämförelse med Flodhammar samt Dahlgren-Moberg kom man fram till att praxis ändrats i de fall där huvudregeln tillämpats, där påkallandedagen istället för äganderättens övergång användes i majoriteten av fallen.⁶⁷

Vad gäller de skiljedomar när särregeln funnits tillämpbar (30 domar) och då specifikt när vederlaget bestod av annat än kontanter (14 domar), så fann man att i tre fall användes påkallandedagen som värderingstidpunkt och i tio fall användes erbjudandetiden (i en av domarna framgick detta inte). Bergman & Hellner menar därför att praxis verkar tala för att erbjudandetiden ska användas som värderingstidpunkt vid bud när vederlaget består av annat än kontanter. Dock menar författarna att trots att man kommit fram till att erbjudandetid ska användas som värderingstidpunkt uppkommer frågan om vilken tidsperiod som ska användas. Av de fall där erbjudandetiden fann man att i sju fall användes genomsnittlig börskurs, i ett fall användes vanligaste kursen och i ett fall användes

⁶³ Berglund sid. 76.

⁶⁴ Berman & Hellner sid. 76.

⁶⁵ Bergman & Hellner sid. 75-78.

⁶⁶ Berman & Hellner sid. 75-78

⁶⁷ Berman & Hellner sid. 119.

erbjudandets sista dag. Man menar att anledningen till att erbjudandetid används är likabehandlingsprincipen, vilken innebär att minoritetsägarna inte skall behandlas sämre än de som accepterat budet.⁶⁸

I undersökningen redogörs även för de komplikationer som uppstår vid värderingsmetoder där börskursen ej används. Vad gäller avkastningsvärdering finner man att det inte finns någon vedertagen praxis och att parterna genom subjektiva värderingar försöker hävda sina egna intressen. I sju olika fall använde man fem olika värderingsmetoder. Vidare uppstod meningsskiljaktigheter om vilken skattesats som skulle användas vid avkastningsvärdering.⁶⁹ Vid beräkning av substansvärdet har vidare meningsskiljaktigheter funnits rörande beräkningar av latent skatteskuld samt utskiftningskatt.^{70, 71} I det fall när likvidationsvärdet användes, togs ett genomsnittsvärde av två olika värderingsmetoder.⁷² Man kan således sammanfatta att de teoretiska värderingsmetoderna ger komplexa och svårbegripliga resultat, där ett tydligt mönster i praxis är svårt att tyda. Bergman & Hellner sammanfattade sin studie med att "värdering vid tvångsinlösen är en djungel av oklarheter på grund av att lagen lämnat många betydelsefulla frågor till doktrin och praxis".⁷³ Detta stämmer också överens med exempelvis Sjöbergs observationer om att någon enhetlig skiljedomspraxis ej fanns innan Balkenmålen.⁷⁴

5.2.6 Börjefors & Utbult

Börjefors och Utbult gjorde 2000 en undersökning som utgick från skiljedomar mellan åren 1993 och 1999. Undersökningen berör således både tiden före och efter Balkenmålen. Börjefors och Utbults främsta slutsats var att det var mindre lönsamt att invänta tvångsinlösen efter Balken. Detta då börskursen till förmån för teoretiska värderingar i högre grad bestämmer lösenbeloppet efter Balkenmålen. Författarna fann att lösenpriset motsvarade budet i 44,2 % av fallen efter Balken mot 17,6% av fallen före Balken. Dock menar man att gode männens yrkanden efter Balken inte förändrats nämnvärt, men att dessa efter Balkenmålet fått mindre gehör för sina yrkanden.⁷⁵

5.2.7 Jennergren⁷⁶

Jennergren utförde en studie 1996 som avsåg 25 skiljedomar med avsikt att belysa den praxis som utvecklats innan Balken samt förutspå vilka effekter målet skulle få. Studien fokuserade på fall där bytesvalutan utgjordes av kontanter. Vidare avsåg Jennergrens studie fall där marknadsvärden funnits med i någondera av parternas yrkanden. Studien delar in fallen efter moderbolagets yrkanden av särregeln, särregeln analogt och huvudregeln. Vad gäller yrkanden om särregeln fick moderbolaget i fyra av elva fall gehör för sina yrkanden. När det gäller särregeln analogt fick moderbolaget gehör tre av sex gånger. När det gäller huvudregelsyrkanden hade moderbolaget yrkat på marknadspriser i fyra av åtta fall och fått gehör för detta i två fall. Jennergren drog också slutsatser rörande potentiella konsekvenser av Balkenmålen. En konsekvens som förutspåddes var att värderingstidpunkt vid användandet av huvudregeln ska vara påkallandedagen. Detta i sin tur skulle få konsekvenser för lösenpriset eftersom det nu skulle bli svårare att motivera ett högre värde eftersom det särskilda skälet "stor värdeskillnad"

⁶⁸ Berman & Hellner sid. 114.

⁶⁹ Berman & Hellner sid. 95-96.

⁷⁰ Utskiftningskatt var en skatt som aktiebolag erlade på vinster vid avyttring av tillgångar, t.ex. vid likvidation. Skatten upphörde 1990.

⁷¹ Berman & Hellner sid. 101ff.

⁷² Bergman & Hellner sid. 107.

⁷³ Bergman & Hellner sid. 125.

⁷⁴ Sjöberg sid. 357.

⁷⁵ Börjefors & Utbult sid. 49f.

⁷⁶ Jennergren (1996-97).

skulle bli svårare att hävda. Balkenmålet bidrog också till att man klarlagt att det var aktierna och inte företaget som skulle värderas, vilket skulle få konsekvensen att större vikt skulle läggas på marknadspriser än teoretisk värdering. Jennergren diskuterar även hur börskurser utpekats som värdemätare för företag efter Balkendomen och anser att Högsta domstolen därmed tar avstånd från den tidigare uppfattningen av teoretiska värderingar.⁷⁷ Han menar att även då små poster omsätts via börserna finns fog att anse att stora aktieblock även kan omsättas till rådande marknadspriser, givet normala omständigheter. Jennergren tar i sin artikel definitivt avstånd från det resonemang som Flodhammar etablerat genom sin bok som vi redovisat för i avsnitt 5.2.2.

5.2.8 Ludvigsson & Lundqvist⁷⁸

Ludvigsson och Lundqvist genomförde 2007 en studie som berörde kontantbud efter Balkenmålen. Undersökningen avsåg 29 skiljedomar mellan åren 1996-2006 och hade som syfte att komplettera den undersökning som gjorts av Jennergren 1996. Ludvigsson och Lundqvist kommer fram till att praxis blivit mer enhetlig efter Balkenmålen. Detta på grund av att lagen i högre grad förespråkar användandet av särregeln, att analog tillämpning av särregeln används i större utsträckning samtidigt som de fall där huvudregeln tillämpats även oftare använder börskurs som värderingsmetod. Undersökningen bygger på metodiken att titta på yrkanden om lösenbelopp enligt särregeln, särregeln analogt samt huvudregeln. I drygt hälften av fallen hade moderbolaget yrkat tillämpning av särregeln, vilket godkändes av skiljenämnden i ca 80 % av fallen, att jämföra med enbart 40 % av fallen innan Balkenmålet. I 20 % av de undersökta fallen yrkade moderbolaget en analog tillämpning av särregeln och i samtliga av dessa fall fick moderbolaget gehör för sina yrkanden. Detta jämför de med innan Balken då enbart 50 % av yrkandena på särregeln analogt godkändes av skiljenämnden. Ludvigsson & Lundqvist anser att utvecklingen är ett resultat av Balkenmålet där det betonats att marknadspriser till förmån för teoretiska beräkningar ska tillämpas vid bestämmandet av lösenbeloppet. I de fall där huvudregeln tillämpas fann man att moderbolaget i 25 % av fallen yrkade att börskursen skulle utgöra värderingsmetod för lösenbeloppet, vilket skiljenämnden godkände i 70 % av fallen. Detta är att jämföra med 30 % av fallen där börskurs yrkats, vilket godkändes i 50 % av fallen innan Balken. Författarna anser att detta är ett tecken på att praxis även blivit mer tydlig vid tillämpning av huvudregeln, där marknadspriser även i större utsträckning har använts som grund för att bestämma lösenbeloppet. Något som är ett resultat av Balkenmålet samt nya aktiebolagslagen.

De menar också att respektive parts yrkanden har förändrats, där moderbolagen oftast inte yrkar på teoretiska värderingar och även om dessa typer av värderingsmetoder fortfarande ofta yrkas av gode männen, så är det mer sällan som skiljenämnden fastställer lösenbeloppet på sådana grunder. Sammanfattningsvis utvisar studien att skiljedomspraxis efter Balkenmålet blivit mer enhetlig och förutsägbar, där marknadsvärden och särregeln eller särregeln analogt används i större omfattning. Särregeln godkändes i dubbelt så hög utsträckning efter Balken i jämförelse med före. Samtidigt fick moderbolaget dubbelt så ofta gehör för sitt yrkande. Gode männen yrkanden sägs inte ha förändrats i större utsträckning. Teoretiska värderingar yrkas fortfarande, men framgången för dessa yrkanden är tämligen begränsade.⁷⁹

⁷⁷ Jennergren sid. 78.

⁷⁸ Ludvigsson & Lundqvist (2007).

⁷⁹ Ludvigsson & Lundqvist "Tvångsinlösenpris vid kontantbud efter Balken-målet".

6 Resultat från vår undersökning

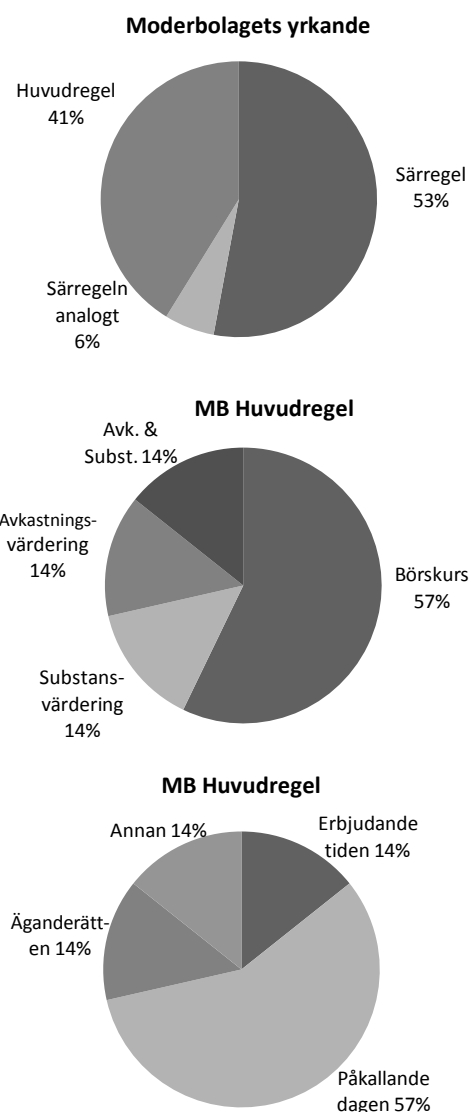
Vi har genomfört en kvalitativ analys av skiljedomar som har avkunnats under och mellan åren 1985 och 2006. Vår analys är unik i sin omfattning med avgränsningen att endast undersöka skiljedomar som har föregåtts av bud där bytesvalutan bestått av helt eller delvis av aktier i det uppköpande bolaget. Vårt material har utgjorts av en, till vår kännedom, komplett samling av domar belägna på ett juridiskt kontor i centrala Stockholm. Vi presenterar våra resultat under denna del av uppsatsen, framställningen är sådan att vi först går igenom hur moderbolagen, d.v.s. det bolag som lagt budet, har yrkat vad gäller värderingsmetod, värderingstidpunkt och värderingsobjekt. Vi redovisar även likheter och olikheter före och efter Balken I och Balken II, som avkunnades i Högsta Domstolen 1992 samt 1996. Vi kommer sedan göra en liknande analys för gode människors yrkanden, samt visa hur de två parternas yrkanden skiljer sig. Sammanfattningar av de skiljedomar som ingått i vår undersökning finns presenterade i appendix 4.

6.1 Moderbolagens yrkande:

6.1.1 Moderbolagens yrkande före Balken II

Enligt vår studie yrkade moderbolaget att särregeln var tillämplig i tio av de 17 fallen (59 %). I samtliga av dessa fall yrkades börskurs som värderingsmetod. Vi fann inga fall då särregeln och en teoretisk värdering yrkades. Moderbolagen hävdade i samtliga fall då särregeln var tillämplig att vederlaget skulle värderas, helt i linje med gällande rätt. Vad gäller värderingstidpunkten, den period som vederlagets börskurs skall utgå ifrån, var yrkanden något mindre enhetliga. I åtta av fallen (80 %) yrkade moderbolaget på antingen hela eller en del av erbjudandetiden. I två av fallen ansågs dock inte denna period vara representativ. Av de fall där erbjudandetiden inte yrkades var det första ett specialfall där två stycken bud lades med exakt samma vederlag med en längre tidsperiod mellan den första erbjudandetidens slut och det andra erbjudandets början.⁸⁰ Moderbolaget yrkade då att hela perioden, från den första erbjudandetidens början till den andra erbjudandetidens slut skulle användas. I det andra fallet var inte vederlaget noterat under erbjudandetiden. Moderbolaget yrkade då att tidpunkten för värderingen skulle vara den dag då det sist noterades en betalkurs i vederlaget.⁸¹

Huvudregeln yrkades i sju av fallen (41 %) och här föreligger även en något större variation vad gäller värderingsmetodiken. Av de sju fall då huvudregeln ansågs tillämplig yrkades börskurs i fyra fall (57 %). I de resterande tre fallen yrkades olika former av teoretiska värderingar. Två av dessa fall gällde samma moderbolag och hade samma ombud som representerade dem. Det teoretiska värde som beräknades i ett av dessa fallen var en avkastningsvärdering och i det andra en sammanvägd värdering av både substansvärdering och avkastningsvärdering. Det belopp som framkom i värderingarna var avsevärt lägre än det belopp som hade framkommit vid en värdering av målbolagets aktie under erbjudandetiden. Den tredje skiljedomen



⁸⁰ Th. Strålfors AB / Topflight AB 1987-11-25.

⁸¹ Volvo / Provendör 1987-12-17.

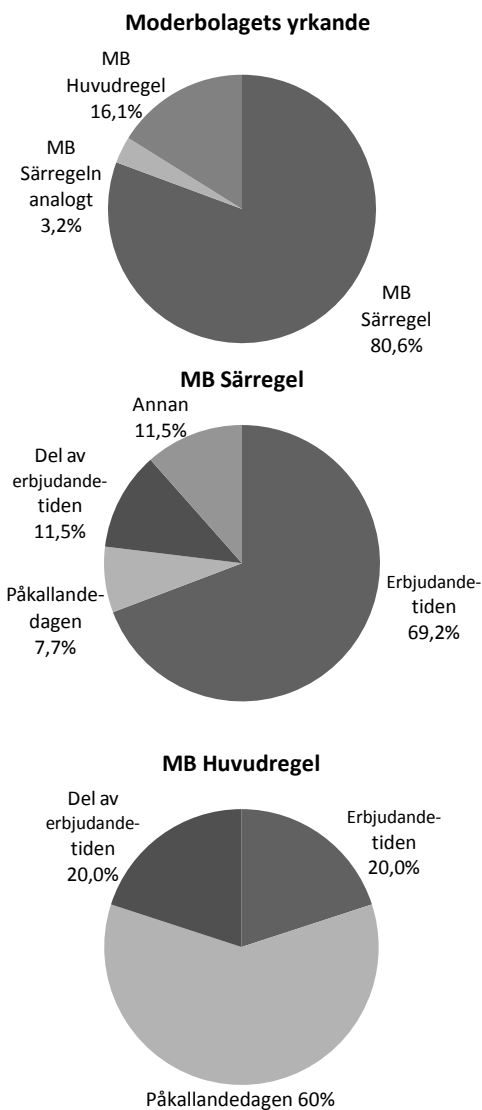
då en teoretisk värdering hävdades var ett fall då moderbolaget hävdade att börsvärdet för målbolaget inte var representativt för värdet på målbolaget. Börsvärdet ansågs överstiga aktiernas verkliga värde eftersom marknaden spekulerade i ett förnyat erbjudande.⁸²

6.1.2 Moderbolagens yrkande efter Balken II

Efter 1996 (Balken II) yrkades att särregel var tillämplig i högre andel än innan. Moderbolaget yrkade särregeln eller särregeln analogt i hela 26 av 31 (84 %) av de undersökta skiljedomarna (före Balken var siffran 59 %). I dessa fall yrkade moderbolaget i 25 stycken fall (96 %) en värdering enligt börskurs. Det var endast i ett av de 26 fall då särregeln ansetts tillämplig som en annan värdering hävdades. Moderbolaget hänvisade då till det värde som angivits i erbjudandeprospektet (något som eventuell kan ha varit ett framräknat värde av vederlaget under en period före budet).⁸³ Tidpunkten för värderingen var inte riktigt lika enhetlig. I 21 av fallen (81 %) yrkades en del av eller hela erbjudandetiden. I två av fallen (8 %) yrkades att påkallandedagen skulle utgöra värderingstidpunkt och i tre fall (11 %) ansågs en annan tidpunkt vara tillämplig. De fall då en annan värderingstidpunkt yrkades var också av en något annorlunda karaktär. I det ena fallet hänvisades till erbjudandeprospektet och i det andra yrkade moderbolaget att likviddagen för vederlaget skulle utgöra värderingstidpunkten. I detta fall yrkades å andra sidan i andra hand att påkallandedagen

skulle användas.⁸⁴ Det tredje avvikande fallet var då aktier i ett amerikanskt moderbolag utgjorde vederlag för ett svenskt målbolag och där det hävdades att första dagen efter anmälningsperiodens slut skulle användas.⁸⁵

Huvudregeln yrkades i endast 16 % av fallen efter Balken II, där det i 40 % av fallen yrkades att del av eller hela erbjudandetiden skulle användas. I de resterande fallen yrkades påkallandedagen. I samtliga av de fem fallen då huvudregeln yrkades, avsåg värderingen dotterbolagets börskurs. Det var endast i ett fall då en del av erbjudandetiden yrkades. I detta fall fortlöpte erbjudandetiden förbi påkallandedagen och då ansågs inte tiden efter påkallandedagen vara möjlig att använda med hänvisning till Balken I.⁸⁶



⁸² Gotagruppen AB / Gotabanken 1989-11-23.

⁸³ Investmentaktiebolaget Latour / Almedahl Fagerhult 1996-09-13.

⁸⁴ Investmentaktiebolaget Latour / Almedahl Fagerhult 1996-09-13 och PriFast AB / Stancia AB 1997-10-31.

⁸⁵ Sanmina Holding AB/ Sanmina Kista AB 2002-12-23.

⁸⁶ Filago Handels / Frontline AB 1999-07-14.

6.2 Gode människens yrkande:

6.2.1 Gode människens yrkande före Balken II

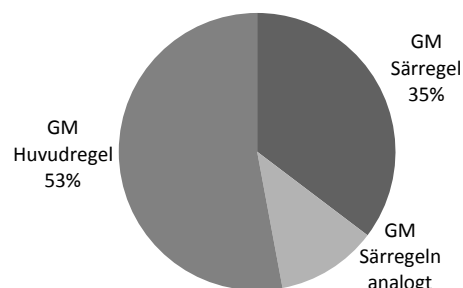
Gode människens yrkade överlag i större utsträckning på huvudregeln än vad moderbolagen gjorde. I de 17 fall före Balken som vi undersökt, yrkade gode människens på särregeln i sex fall (35 %), särregeln analogt i två fall (12 %) och huvudregeln i nio fall (53 %). I de fall där gode människens yrkade på särregeln var värderingsmetoden i samtliga fall börskurs.

Vad gäller värderingstidpunkt när gode männens yrkade på särregeln fördelar sig yrkandena enligt följande: I två fall yrkades erbjudandetiden, i tre fall påkallandedagen, i ett fall äganderättens övergång och i ett fall högsta betalkurs. I ett av fallen som bör betecknas som ett specialfall yrkas som värderingstidpunkt tidpunkten för utlämnandet av nya aktier till aktieägare som accepterat budet.⁸⁷

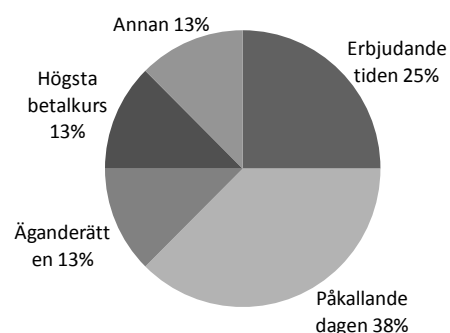
Då gode människens yrkade huvudregeln så har värderingsmetoden varierat betydande. I tre fall yrkade gode männens att värderingen bör baseras på börskurs, i tre fall att substansvärde skall ligga till grund för värderingen, i ett fall en avkastningsvärdering, i ett fall en kombination av substansvärdering och avkastningsvärdering och i ett fall har gode männens gjort en "uppskattning" av värdet. Det sistnämnda fallet var något speciellt, gode männens hävdade att han inte hade tillräcklig information för att underbygga lösenbeloppet, men resonerade sig fram till ett approximativt värde, bl.a. med hänvisning till att värdet skulle justeras upp för s.k. investmentbolagsrabatt. Fallet var komplicerat på grund av att vederlaget bestod av aktier i ett nybildat bolag.⁸⁸

När det gäller värderingstidpunkt då gode människens yrkade på huvudregeln har det i flertalet fall (fem stycken eller 56 %) yrkats på påkallandedagen. I övrigt har det i ett fall (11 %) yrkats på äganderättens övergång, i två fall (22 %) har det yrkats på tidpunkten för högsta betalkurs och i ett fall har det yrkats på tidpunkten för sista årsbokslut. Det sistnämnda fallet bör betecknas som ett specialfall. Här gjordes en substansvärdering och gode männens utgick från senast tillgängliga årsbokslut. Även i detta fall gjordes justeringar för den s.k. substansrabatten.^{89, 90}

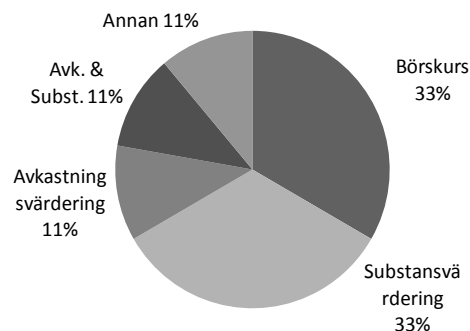
Gode människens yrkande



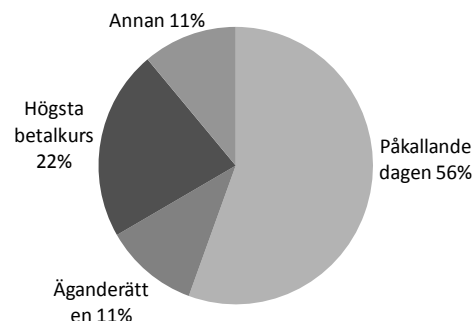
GM Särregel



GM Huvudregel



GM Huvudregel



⁸⁷ Mercurius Gruppen AB / Gyllenhammar & Partners AB 1991-05-27.

⁸⁸ Volvo/Provencor 1987-12-17.

⁸⁹ Då det totala marknadsvärdet av företagets tillgångar överstiger börsvärdet. Då motsvarande förhållande föreligger benämns denna substanspremie.

⁹⁰ Munksjö/Borås Invest 1986-12-12.

6.2.2 Gode människens yrkande efter Balken II

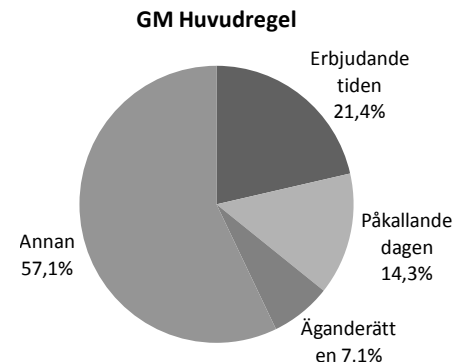
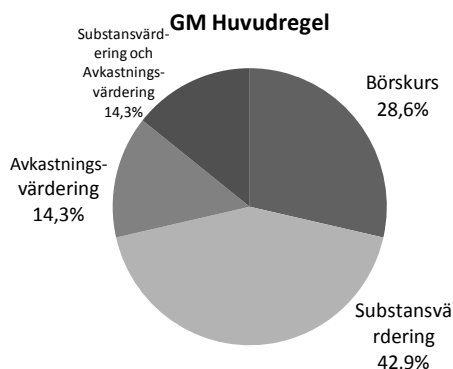
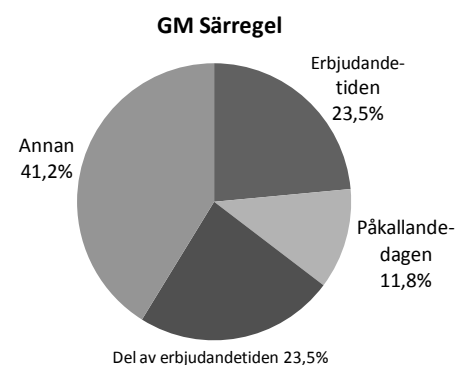
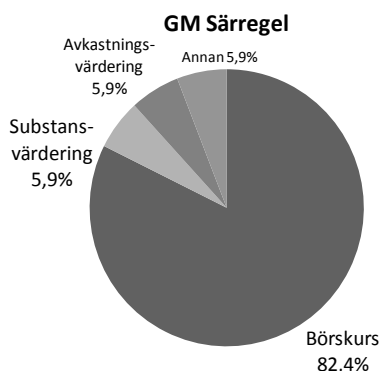
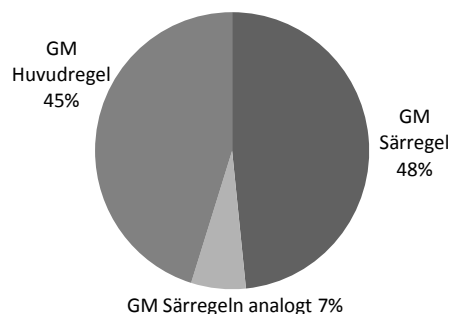
Gode männen har i de 31 fall vi undersökt efter Balken II yrkat särregeln i 15 fall (48,4%), särregeln analogt i två fall (6,5 %) och huvudregeln i 14 fall (45,2%). I 14 (82 %) av de fall där gode mannen yrkat på särregeln yrkade de även på börskurs, i ett fall på substansvärdering och i ett fall avkastningsvärdering. Ett av fallen där gode mannen yrkade på särregeln analogt faller utanför ramarna. I det fallet hävdade gode mannen att det är köpeskillingen som skall värderas, däremot anger gode mannen inte hur vederlaget skulle värderas.⁹¹ Det bör också noteras att i fyra fall yrkade gode mannen att börskursen skulle justeras för inträffade händelser i samband med budet.⁹²

Vad gäller värderings-tidpunkt när gode männen yrkade särregeln yrkades hela erbjudandetiden i fyra fall (24 %), i fyra fall del av erbjudandetiden (24 %) och i två fall påkallandedagen (12 %) och i två fall (12 %) yrkade de på högsta betalkurs

under erbjudandetiden. Det är sålunda fem fall som är något annorlunda. I två fall yrkades en tidpunkt före erbjudandet. Detta eftersom man utgått från vederlaget så som presenterat i prospektet.⁹³ I ett fall yrkade gode mannen på tidpunkten när vederlaget noterats, i sagda fall fanns vederlaget inte noterat under erbjudandetiden.⁹⁴ I ett fall yrkade gode mannen på tidpunkten då budet offentliggjordes.⁹⁵

I de fall där gode männen yrkat på huvudregeln har, vad gäller värderingsmetodik, den yrkat börskurs i fyra fall (29 %), på substansvärdering i sex fall (43 %) och på avkastningsvärdering i två fall (14 %). När gode männen yrkat på huvudregeln har man vad gäller värderingstidpunkt i tre fall yrkat på erbjudandetiden, i två fall påkallandedagen och i ett fall äganderätten. Det finns vidare åtta fall med mycket varierande ansatser vad gäller värderingstidpunkt. I ett fall har gode mannen yrkat på närmast

Gode människens yrkande



⁹¹ HIH Sweden AB / Scandic Hotels 2003-06-30.

⁹² Nordic Baltic Holding AB / Nordbanken 2000-05-26, Sanmina Holding AB / Sanmina Kista AB 2002-12-23, Cardiac Science Sweden AB / Artema Medical AB 2003-11-28, Ramirent Oyj / Altima AB 2005-01-28.

⁹³ Sanmina Holding AB / Sanmina Kista AB 2002-12-23, Ramirent Oyj / Altima AB 2005-01-28.

⁹⁴ ASEA Holding AB / ABB Participation AB 2000-05-15.

⁹⁵ LGP Allgon Holding AB / Powerwave Sweden AB 2005-04-16.

tillgängliga årsbokslut⁹⁶, i ett fall på likviddagen⁹⁷ och i ett fall på tidpunkten strax före erbjudandet offentliggjordes⁹⁸. I hela 5 fall framkommer det inte eller är mycket oklart vilken värderingstidpunkt som gode mannen åsyftar.

6.3 Skiljenämndernas domar:

6.3.1 Skiljenämndernas dom före Balken II

Skiljenämnden har i merparten av fallen bestämt lösenbeloppet enligt särregeln eller särregeln analogt. I nio av fallen (53 %) har skiljenämnden valt att bestämma lösenbeloppet enligt särregeln och i fyra av fallen (24 %) enligt särregeln analogt. Sålunda skedde alltså en värdering av vederlaget i 77 % av fallen. Detta ger att skiljenämnden tydligen föredragit en tillämpning av särregeln och därmed värdering av vederlaget. Värt att påpeka är också att detta är en högre andel än moderbolagens respektive gode männens yrkanden. Vi har alltså observerat att skiljenämnderna i allmänhet oftare dömer i enlighet med den av parterna som yrkat på särregeln eller särregeln analogt.

I fråga om värderingsmetodik har skiljenämnderna i så gott som alla de fall där särregeln funnits tillämplig beslutat att värdering ska ske

enligt börskurs (12 av 13 fall, 92 %). I det fall där man använt en annan värderingsmetod har skiljenämnden gjort en samlad bedömning. Visserligen nämndes att särregeln var tillämplig och att genomsnittlig börskurs under erbjudande perioden bör vara utgångspunkten. Samtidigt menade man att kursen varit väldigt volatil samt att det varit låg omsättning i aktien. Lösenbeloppet (50 kr) låg nära det av moderbolaget yrkade beloppet 48,93 kr, vilket är baserat på genomsnittspris under erbjudandetiden.⁹⁹ Anledningen till att vi valt att kategorisera denna dom som ett specialfall är att lösenbeloppet synes ogrundat.¹⁰⁰

Sammanfattningsvis kan man dock se att börskursen varit vägledande i samtliga av de fall där man tillämpat särregeln.

Vad gäller värderingstidpunkt i de fallen där särregeln ansetts tillämplig har tidpunkten i åtta fall (62 %) bestämts till erbjudandeperioden, i två fall (15 %) till påkallandedagen och i tre fall (9 %), vilka bör betecknas som specialfall, till en annan tidpunkt. I ett av fallen beräknades värdet på de första veckornas notering av vederlagsaktien. Anledningen var att vederlagsaktierna inte var noterade under erbjudandetiden eftersom vederlaget bestod av aktier i ett nytt bolag.¹⁰¹ De resterande två fallen är mycket likartade, där både skiljenämnden samt moderbolaget är samma i båda tvisterna. Likaså är resonemangen i domsluten i det närmaste identiska. I fallen finner man att

⁹⁶ Investmentaktiebolaget Latour/Almedahl Fagerhult 1996-06-13.

⁹⁷ PriFast AB / Stancia AB 1997-10-31.

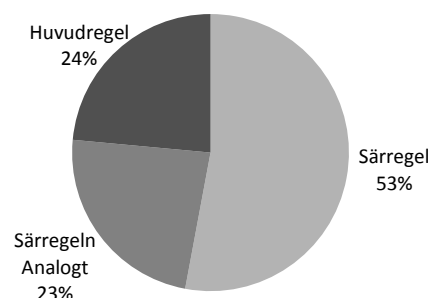
⁹⁸ N&T Argonaut / Nordström & Thulin AB 1999-09-21.

⁹⁹ Mercurius Gruppen AB / Gyllenhammar & Partners AB 1991-05-27.

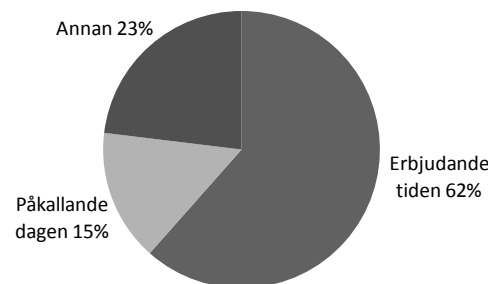
¹⁰⁰ Skiljenämnden gör en samlad bedömning.

¹⁰¹ Volvo/Provendör 1987-12-17.

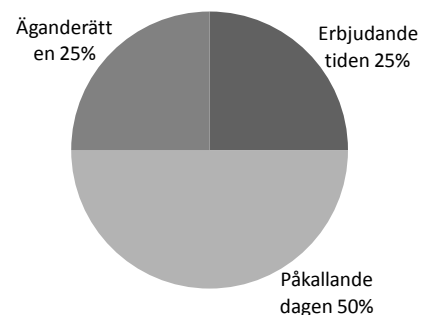
Skiljenämndernas domslut



SN Särregel



SN Huvudregel



huvudregeln är tillämplig, men att omsättningen i målbolagsaktien var för låg för att aktierna skulle representera verkligt värde. Således värderas aktierna genom vederlaget.¹⁰² Det bör nämnas att det inte explicit nämns i domskälet liksom i parternas yrkanden att särregeln skall tillämpas analogt men då vederlaget värderas anser vi att de bör kategoriseras som sådana fall. Vi tycker oss därmed se att praxis före Balken tycks peka mot att det är genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden som används när särregeln tillämpas. Detta stämmer också överens med Berglunds observationer.¹⁰³

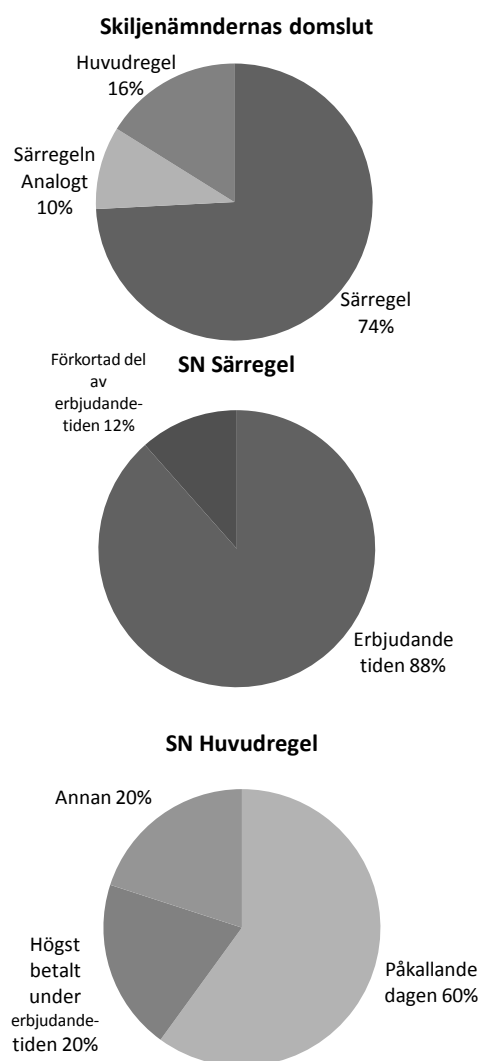
I de fyra fall där skiljenämnden funnit att huvudregeln varit tillämplig har man vad gäller värderingsmetodik beslutat att börskursen skall användas vid bestämmandet av lösenbelopp i tre fall (75 %), i ett fall (25 %) tillämpades avkastningsvärdering. Sammanfattningsvis kan vi således se att mönstret verkar vara att börskurs används som värderingsmetod i ett flertal av fallen (75 %) innan Balken II.

6.3.2 Skiljenämndernas dom efter Balken II

Särregelns tillämplighet, analogt eller inte analogt, har fastställts i inte mindre än 84 % av samtliga skiljedomar efter att Balken II avkunnades. Att särregeln medför att vederlaget skall värderas såsom börskurs under erbjudandetiden verkar vara den gängse uppfattningen bland skiljenämnderna. I samtliga fall ansågs börskurs vara korrekt värderingsmetod och i alla fallen användes del av eller hela erbjudandetiden. Det fanns tre stycken fall då en förkortad del av erbjudandetiden utgjorde värderingstidpunkten. I ett av dessa fall var inte vederlaget noterat under hela perioden, varför värderingen hänfördes till den tid som vederlaget var noterat.¹⁰⁴ I det andra fallet framkom under erbjudandetiden att det fanns ytterligare synergivinster av sammangåendet. Värderingen hänfördes då till perioden från att den nya informationen blev känd till erbjudandetidens slut.¹⁰⁵ Det tredje fallet var ett fall då moderbolaget under erbjudandetiden utförde en utförsäljning av egna aktier som drastiskt sänkte kursen under stor omsättning. Tidpunkten för värdering hänfördes då från erbjudandetidens början till dess att utförsäljningen startade.¹⁰⁶

Skiljenämnderna har ansett huvudregeln vara tillämplig i endast 5 fall (13 %). I samtliga av dessa fall värderades lösenbeloppet enligt börskurs. Dock fanns ingen börskurs noterad för målbolaget på påkallandedagen i ett av fallen, varför skiljenämnden gjorde en bedömning av värdet baserat på dagen före och dagen efter påkallandedagen.¹⁰⁷

Tre av de av fem fallen baserade sitt värde på påkallandedagen (eller en uppskattning av värdet på påkallandedagen). Vad gäller de avvikande fallen för



¹⁰² Gota AB / Wermlandsbanken och Gota AB / Smålandsbanken 1990-12-18.

¹⁰³ Se avsnitt 5.2.4.

¹⁰⁴ Nordic Baltic Holding / Nordbanken 2000-05-26.

¹⁰⁵ Wedins Norden AB / Wilkenson Handsmakarna AB 2001-11-27.

¹⁰⁶ Ramirent Oyj / Altima AB 2005-01-28.

¹⁰⁷ Nocom AB/ I.A.R Systems AB 2006-11-23.

värderingstidpunkt var det ett fall då moderbolaget köpt aktier under erbjudandetiden och då skall, enligt Näringslivets Börskommitté, lösenbeloppet ej understiga det belopp som moderbolaget betalat.¹⁰⁸ Det andra avvikande fallet var då skiljenämnden ansåg att det var för låg omsättning av aktier på påkallandedagen (endast 150st) varför en genomsnittlig börskurs för en period som sträcker sig 20 dagar innan påkallandedagen till påkallandedagen utgjorde ett bättre värderingsunderlag.¹⁰⁹ Sammanfattningsvis kan sägas att det uppenbarligen finns ett tämligen heterogent synsätt bland de skiljenämndernas domar efter Balken II.

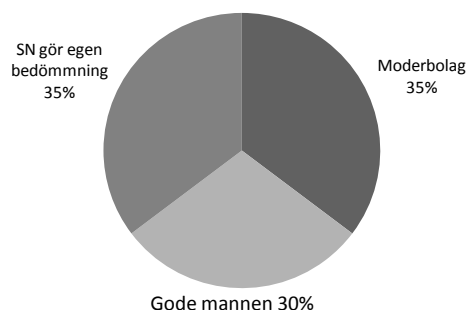
6.4 Överensstämmelse av yrkanden jämfört med skiljenämndens

6.4.1 Före Balken II

I vår resultatframställning har vi också redogjort för hur skiljenämnderna dömt i relation till respektive parts yrkande. Skiljenämndernas domslut överensstämde med respektive parts yrkande enligt följande: i sex fall (35 %) har skiljenämndens dom varit i överensstämmelse med moderbolagets yrkande, i fem fall (29 %) med gode männens och i sex fall (35 %) har skiljenämnden kommit fram till ett lösenbelopp som varken motsvarar moderbolagets eller gode mannens yrkande.

Såsom tidigare nämndes har vi även tittat på detaljnivå på överensstämmelsen med yrkanden. Vi har funnit att i 52 % av fallen har moderbolaget fått gehör för sitt yrkande om värderingsobjekt och i 48 % av fallen har gode mannen fått gehör för sitt yrkande. I fråga om värderingstidpunkt har skiljenämnden beslutat i enlighet med moderbolagen i 55 % av fallen, i 25 % av fallen har skiljenämnden beslutat i enlighet med gode mannen och i 20 % av fallen har skiljenämnden funnit att en värderingstidpunkt som varken stämmer överens med gode mannen eller moderbolaget skall användas vid bestämmandet av lösenbeloppet. Vad gäller värderingsmetod har skiljenämnden beslutat i enlighet med moderbolaget i 44 % av fallen, med gode mannen i 33 % av fallen och i 22 % av fallen har man beslutat att använda en annorlunda värderingsmetodik, alternativt gjort en avvägning mellan de båda yrkandena och gjort en samlad bedömning eller tillämpat värderingsmetoden på ett annat sätt. Vi har därmed noterat att skiljenämnden oftare beslutar i enlighet med moderbolagets yrkande än med gode mannen. Vår undersökning visar även att det ofta förekommer att skiljenämnden gör en egen bedömning vad gäller värderingstidpunkt och värderingsmetod, vilken varken stämmer överens med gode mannens eller moderbolagets yrkande.

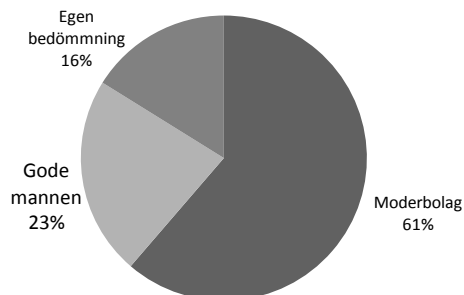
Överensstämmelse med Skiljenämnden



6.4.2 Överensstämmelse av yrkanden efter Balken II.

Vår undersökning visar att moderbolagen till tämligen stor andel får igenom sina yrkanden, i 61 % av fallen följde skiljenämnden moderbolagens yrkande efter Balken II vilket kan ställas i relation till de 35 % före Balken II. Gode mannen har endast lyckats få gehör för sina yrkanden i 23 % av fallen, vilket är mycket färre än innan Balken II. Både moderbolag och gode mannen yrkar till stor grad att marknadsvärden är en korrekt värdemätare för företagsvärdet. Den Flodhammar-ledda

Överensstämmelse med Skiljenämnden



¹⁰⁸ PriFast AB / Stancia AB 1997-10-31.

¹⁰⁹ TietoEnator / Entra 2002-03-18.

metodikerna att frånga marknadsvärden till fördel för teoretiska värderingar har således inte givits någon större tyngd.

Moderbolagens höga andel överrensstämmelse med skiljenämnderna kan förklaras i den högre andel yrkanden på särregeln som följt Balken II. Före Balken II yrkade moderbolaget i 10 fall (59 %) på särregeln, medan efter Balken II siffran steg till 26 (84 %). Skiljenämndens andel har varit tämligen statistisk före och efter Balken. Gode mannens yrkande har i 50 % av fallen varit huvudregel, men skiljenämnderna har varit restriktiv i dess tillämpning och endast ansåg den vara tillämplig i 16 % av fallen. På detaljnivå visade det sig att i 57 % av fallen har moderbolaget fått gehör för sitt yrkande om värderingsobjekt och gode mannen i 34 %. Moderbolagen fick gehör för sina yrkanden om värderingstidpunkt i 57 % av fallen och gode mannen fick igenom 46 % av sina yrkanden om tidpunkt. Vad gäller värderingsmetod har skiljenämnden beslutat i enlighet med moderbolaget i 54 % av fallen och med gode mannen i 23 %. Skiljenämnden gjorde en egen bedömning av metod, tidpunkt eller objekt i ungefär 10 % av de observerade fallen. Vår data visar därmed att skiljenämnden oftare beslutar i enlighet med moderbolagets yrkande än med gode mannen. Sammanfattningsvis kan vi säga att moderbolagens yrkanden verkar ha justerats något för att mera överrensstämma med praxis medan gode mannens yrkanden verkar vara så gott som oförändrade.

7 Analys av resultaten:

Det som påverkar skiljenämndernas värderingsansats till störst grad är huruvida särregeln eller huvudregeln skall tillämpas. Dessa två separata synsätt avgör nämligen, som tidigare påpekats, ifall målbolaget eller vederlaget skall värderas. Vi har därmed delat upp vår analys genom att presentera särregeln och huvudregeln separat, där vi diskuterar vad vår undersökning visat för respektive värderingsansats och hur detta kan förklaras av gällande rätt och praxis. Vi ämnar därmed redogöra för vilken praxis vi funnit vara tillämplig för värderingen när bytesvalutan är icke-kontant. I detta avsnitt genomförs även en analys av utvalda skiljedomar och redogör för hur dessa har förändrats före och efter Balken domarna. En jämförelse är även relevant mellan vårt utfall och utfallen i Jennergrens samt Ludvigsson och Lundqvists undersökning av domar med kontant bytesvaluta. Vi avslutar sedan detta avsnitt med att mer ingående analysera de domar som nämnvärt har avvikit ifrån den allmänna uppfattningen som vi anser oss ha funnit ibland majoriteten av skiljenämndsbesluten. De avvikande domarna kommer att jämföras med praxis och existerande lagar för att urskilja på vilket sätt de avviker.

7.1 Analys av värderingsmetodik när särregeln tillämpas

Den främsta skillnaden mellan domslut som föregåtts av kontanta eller icke-kontanta bud blir tydliga när särregeln tillämpas. Ifall huvudregeln är tillämplig skall en värdering ske av målbolaget, budets komposition är då av underordnad betydelse. Det förefaller som att skillnaden i fastställandet av lösenbelopp när skiljeförfarandet föregåtts av kontanta eller icke-kontanta bud inte är särskilt stor då huvudregeln använts. Skillnaden mellan värderingsansatsen är således betydligt mycket större i de fall där särregeln är tillämplig, detta eftersom vederlaget här skiljer sig åt. I de fall då särregeln tillämpas på kontanta bud utgår skiljenämnderna som regel från det kontanta vederlaget. I de fall där bytesvalutan utgörs av annat än kontanter, det vill säga värdepapper, måste dessa värderas. Detta betyder att man måste hitta både en lämplig värderingsmetod och en värderingstidpunkt för att fastställa ett kontant lösenbelopp utifrån vederlaget i budet.

I vår undersökning har vi inte sett någon kraftig förändring av värderingsmetoder då särregeln är tillämplig. Den vedertagna metod att fastställa lösenbelopp i de skiljedomar vi undersökt är att använda sig av genomsnittlig börskurs för vederlaget (moderbolagets aktie) under erbjudandetiden. Detta

förekommer i majoriteten av fallen, både där särregeln funnits tillämplig eller tillämpats analogt samt före och efter Balken II. Det synes ha skett en gradvis utveckling fram till rådande praxis att använda genomsnittlig viktad börskurs under hela erbjudandetiden. Efter Balken II förefaller denna praxis ligga relativt fast. Exempelvis nämns i en dom från 2005 att ”består” vederlaget av börsnoterade aktier i ett annat bolag skall enligt fast praxis lösenbeloppet bestämmas under hänsynstagande till storleken av det viktade genomsnittspriset under den anmälningssperiod, i princip inklusive eventuell förlängning av perioden, som gällt för det offentliga erbjudandet.¹¹⁰ Det förefaller visserligen som att Balkenmålen har haft en viss effekt på moderbolagens yrkanden, vilka i större utsträckning även får igenom sina yrkanden efter Balkenmålen. Den största skillnaden vi funnit i fråga om moderbolagens yrkanden är att de i större utsträckning yrkat särregeln. Skiljenämnderna verkar dock inte i någon högre grad anse särregeln tillämplig. Den fastställs i ungefär samma utsträckning före och efter Balken II.¹¹¹ Måhända eftersom Balkendomarna avsåg en värdering enligt huvudregeln efter ett kontant bud. Balken II-domen ger visserligen ytterligare ett argument för skiljenämnden att döma enligt börskurs, men det vår undersökning visar är att skiljenämnden inte nämnvärt fastställer börskurs i högre grad efter Balken II. Detta framgår i vår statistik rörande värderingsmetod när särregeln tillämpas, där det i 92 % av fallen före Balken II och 100 % av fallen efter Balken II är börskurs som används av skiljenämnderna.

Erbjudandetiden som värderingstidpunkt när särregeln är tillämplig eller tillämpas analogt, förekommer i majoriteten av fallen både före och efter Balken. Före Balken II användes erbjudandetiden i 73 % av fallen och efter Balken II användes i 82 % av fallen hela erbjudandetiden och i 11 % av fallen del av erbjudandetiden. Totalt hänförde sig värderingen alltså till erbjudandetiden i 93 % av fallen efter Balken. Det förefaller dock inte vara så att det är Balkenmålet i sig som förändrar praxis i den riktningen, utan det sker som sagt en gradvis utveckling mot en relativt fast praxis i frågan. I NJA 1996:293 anges heller inga explicita riktlinjer för värderingstidpunkten vid värdering av vederlag.

Första gången som det nämns i ett officiellt uttalande att värderingen av vederlaget, när detta består av annat än kontanter, skall hänföras till erbjudandetiden är i SOU 1997:22.¹¹² I proposition 2005:511, som föregick ABL 2004/05, fastslås även detta förslag.¹¹³ Trots det har skiljenämnderna långt innan denna tidpunkt uttalat att praxis utgörs av att erbjudandetiden skall användas som värderingstidpunkt. Hänvisningar till att fast praxis talar för att den nämnda värderingsmetoden, förekommer redan under de tidigare skiljedomar vi undersökt.¹¹⁴ Det bör också påpekas att i fallet Bergvik & Ala (1979) beslutade Hovrätten att lösenbeloppet skulle baseras på bytesvalutan, vilken skulle värderas genom genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden.¹¹⁵ Det förefaller således som att det är domen mellan Bergvik & Ala som haft främst inverkan på praxis vid tillämpandet av särregeln när det är frågan om icke-kontanta bud. Domen i Hovrätten överklagades även till Högsta Domstolen som ej gav prövningstillstånd, vilket ger domslutet stor bärning.

En effekt av att erbjudandetiden används som värderingstidpunkt i flertalet fall är att mycket utrymme i skiljedomarna ägnas åt att presentera olika anledningar till varför man t.ex. bör frångå att hela erbjudandetiden används. I ett antal fall har någon av parterna fått gehör för att endast en del av erbjudandetiden skall användas vid värderingen.¹¹⁶ Det förefaller som det vanligast förekommande är

¹¹⁰ Ramirent Oyj / Altima AB 2005-01-28 se även SAS AB / SAS Sverige AB 2003-03-14.

¹¹¹ 76 % före Balken II och 84 % efter.

¹¹² SOU 1997:22 sid. 280f.

¹¹³ Prop. 2005:11 sid. 452.

¹¹⁴ Se exempelvis Th. Strålfors AB / Topflight AB 1987-11-25.

¹¹⁵ Skiljedom mellan Stora Kopparbergs Bergslags AB och Bergvik & Ala meddelad i Stockholm 1979-12-10.

¹¹⁶ Se avsnitt 7.2.4.

att erbjudandetiden används, men det finns fortfarande en flexibilitet för att använda en del av erbjudandetiden i de fall omständigheterna för detta är tillräckligt påvisbara. Vidare förekommer det t.ex. fall där vederlagsaktien inte fanns noterad under erbjudandetiden utan noterades vid ett senare tillfälle. Skiljenämnden har då utgått från en tidpunkt då vederlagsaktien varit noterad vid marknadsplats.¹¹⁷ Värderingstidpunkten verkar således i viss mån anpassas till enskilda fall om än ganska restriktivt. Trots det kan vi konstatera att erbjudandetiden som värderingstidpunkt är väl förankrat i praxis.

Som vi konstaterat tidigare används börskurs som värderingsunderlag i de allra flesta fall där vederlaget skall värderas enligt särregeln. Praxis på området verkar vara att använda volymviktad börskurs. Även här tycks praxis ha utvecklats kontinuerlig mot detta tillvägagångssätt. Det förefaller som att enigheten hos skiljenämnderna kring frågan om hur börskursen skall användas vid värderingen är större mot slutet av vår analysperiod. I ett fall använder man ovägd börskurs¹¹⁸, men i övrigt tycks konsensus råda om att volymviktad, ofta benämnd vägd genomsnittskurs, som skall användas vid värderingen.

Problematiken med värderingen av vederlagsaktien uppstår eftersom att det är ett kontantbelopp som skall fastställas, således måste lösenbeloppet baseras värdet på vederlaget vid en viss tidpunkt. Det har tvistats om marknadens börskurs som lämplig värdemätare. Flodhammar framhöll exempelvis flera anledningar till varför börskurs ej är en representativ värdemätare. Den främsta anledningen som framhölls var att endast små poster omsätts på daglig basis. Det verkar dock som att skiljenämnderna under perioden som vi studerat, blivit mer och mer övertygade om att det är börskurser som skall användas. Detta är i linje med Jennergrens invändning mot Flodhammar, där Jennergren menar att stora poster faktiskt kan omsättas under normala omständigheter via börser.¹¹⁹ Ett annat sätt att lösa problematiken vore att minoritetsaktieägare som var föremål för tvångsinlösen skall erhålla det vederlag som erbjöds i budet (sålunda ej ett kontant belopp). I exempelvis brittisk lagstiftning på området har minoritetsaktieägarna rätt att välja det vederlag som de vill erhålla när det är fråga om flera alternativa vederlag. Om det var aktier i moderbolaget som var vederlag, så har aktieägarna möjlighet att få dessa i ersättning vid tvångsinlösen enligt samma premisser som budet.¹²⁰ Eftersom så inte är fallet i svensk rätt, uppkommer problemet med att fastställa ett kontant lösenbelopp från ett icke-kontant bud.

En annan förändring i praxis som vi sett är att andelen fall där huvudregeln tillämpas är fler innan Balkenmålet än efter. Innan Balkenmålet var det 24 % av fallen där huvudregeln tillämpades och efter Balken var det 16 %. Det går att tänka sig flera anledningar. En anledning skulle kunna vara att det i Balkenmålet slogs fast att det skulle vara börskurs som skulle användas i fall där huvudregeln tillämpas. Skillnaden mellan värderingen av målbolagsaktien och vederlagsaktien om man i båda fallen använder börskurs skulle kunna tänkas bli mindre eftersom målbolagsaktien bör variera med värdet på vederlaget, så tillvida marknaden inte spekulerar i ett högre bud. Med andra ord bör målbolagsaktiens börskurs fluktuera med vederlagsaktien, vilket skulle medföra att det inte skulle vara särskilt stor skillnad på det lösenbelopp man kom fram till. Detta skulle kunna medföra att man vid de fall som man tidigare ansåg tveksamma, ändå kom fram till att särregeln skulle tillämpas (enligt lagtextens uppställda rekvisit eller en analog tillämpning). En annan orsak skulle kunna vara att det är vanligare idag med bud där den köpande parten inte hade något aktieinnehav eller ett mindre innehav innan budet lades. Det är till exempel idag vanligare med ett spritt ägande i organisationer där ett flertal större institutioner innehar minoritetsposter. Således skulle det kunna vara oftare som särregelns rekvisit är uppfyllda.

¹¹⁷ Volvo / Provendor 1987-12-17.

¹¹⁸ Stora / Papyrus 1988-10-04.

¹¹⁹ Jennergren sid. 78.

¹²⁰ Sjöberg sid. 167.

Vad som också bör nämnas i sammanhanget är de förändringar som skett vad gäller särregeln, vilka finns i den nya ABL 2004/05 och som trädde i kraft från och med 1 januari, 2006.¹²¹ Särregeln tillämpas nu även om moderbolaget innan budet hade över 50 %, men däremot måste ägare av 9/10 av de aktier som budet omfattade acceptera budet. Då endast ett av våra fall omfattas av den nya lagstiftningen är det svårt att förutsäga vilka konsekvenser de nya rekvisiten får.

Det förefaller också vara relativt sällan som skiljenämnden finner att det finns särskilda skäl för att frångå särregeln. De särskilda skäl som finns nämnda är få. I förarbetena till 1975 års ABL nämns tre särskilda skäl, som vi förut redogjort för, nämligen att en längre tid förflutit sedan erbjudandet till inlösenförfarandet, att informationsunderlaget varit ofullständigt eller att nya viktiga omständigheter tillkommit. Det förefaller således som att särskilda skäl definieras snävt i lagen och tillämpningen i praxis förefaller likaledes som snäv.

Vi förklarade tidigare att det skett en ändring ibland moderbolagens yrkanden efter Balken II. De har homogeniserat sina yrkanden i högre grad med den praxis bland domslut som följt i kölvattnet från Balken II:s utfall. En orsak till denna utveckling kan vara att Balken II infört en klarare definition av praxis samt att moderbolagens incitament att avsluta tvångsinlösenförfarandet, så att de kan fortsätta med sin verksamhet, måhända är större än gode männens. Gode männen har nämligen flera målsäganden vilka han för talan för och ifall han inte för sin talan på det sätt som maximerar minoritetens ersättning riskerar han att hamna i en prekär situation där en eventuell klagan kan ställas emot honom av minoriteten. Givetvis har moderbolagen incitament att minimera den ersättning de måste betala för de resterande aktierna, vilket bör ges uttryck i att de vill att processen blir så pass tidseffektiv som möjligt, eftersom hela processen de facto betalas av moderbolaget. Gode männen har i sin tur personliga incitament att fördröja processen.¹²² En längre process medför att de kan ta ut fler timmar i arvode, samtidigt som de inte får samma klagomål gällande denna sak från sina klienter (minoritetsägarna) som inte betalar arvodet i slutändan i alla fall.

7.1.1 Avvikande fall – Särregeln

Vi har tidigare nämnt att det finns fall som avviker från den rådande praxis som vi anser gäller när särregeln är tillämplig, där vederlaget värderas som viktad genomsnittlig börskurs under hela erbjudandetiden. Det finns flera anledningar till varför man har dömt något annorlunda i dessa domar. Ett fall avviker vad gäller värderingsmetod och vi kommer att göra en kort redogörelse om varför man beslutade sig för en annan metod. Sju fall avviker vad gäller värderingstidpunkt. Ofta handlar det om händelser som inträffat under erbjudandetiden eller att budet varit utformat på ett sådant sätt att det finns flera erbjudandetider alternativt att vederlaget inte funnits noterat under erbjudandetiden.

7.1.1.1 Värderingsmetod:

Mercurius Gruppen AB / Gyllenhammar & Partners AB – Uppskattning av värdet

I fallet Mercurius Gruppen /Gyllenhammar & Partners yrkade båda parter på att särregeln skulle tillämpas. Moderbolaget yrkade att genomsnittlig börskurs under hela erbjudandetiden skulle tillämpas medan gode mannen yrkade i första hand på högsta betalkurs vid tidpunkten då nya aktier i Mercurius började utlämnas till f.d. aktieägare i målbolaget.

¹²¹ Lag om införande om ny aktiebolag 2005:552, § 1.

¹²² Se t.ex. Trustor 1997-01-24 sid 117, där moderbolaget framför kritik mot yrkanden som inte hade stöd i praxis varför argumentationen "saknar fog" och moderbolaget blivit tvunget att ta fram motargument "vilket har ökat Trustors kostnader för processen liksom förorsakat tidsutdräkt".

Skiljenämnden ansåg att det skulle ligga nära till hands att beräkna genomsnittskurs under hela erbjudandeperioden, eftersom denna varit relativt lång. De ansåg dock att kursen i vederlagsaktien under denna period varit mycket varierande. Aktiepriset under perioden låg mellan 45kr och 54kr. Skiljenämnden menade därför att det inte var givet att värdet på Mercurius-aktien skulle baseras på en vägd genomsnittskurs under hela den förlängda erbjudandetiden. Skiljenämnden fann därför efter "en sammanvägning av de olika omständigheterna, däribland även den omständigheten att kursen under erbjudandetidens senare del – med tanke på aktieägarens beslutssituation – kan anses särskilt intressant, det skäligt att utgå från en kurs på 50 kr per Mercuriusaktie". Det redovisas således inte någon närmare förklaring om vilken exakt beräkningsmetod som tillämpats. Det förefaller helt enkelt inte finnas någon beräkningsmetod. Beloppet låg dock mycket nära det av moderbolaget yrkade lösenbeloppet 48,93. Således har man i domen tagit hänsyn till den praxis som vi tidigare påvisat.

7.1.1.2 Värderingstidpunkt

Th. Strålfors AB/Topflight AB – Sista av två erbjudandetider

I fallet Strålfors-Topflight hade båda parter kommit fram till att särregeln skulle tillämpas analogt. Skiljedomen i fråga omfattade egentligen två separata bud vid olika tidpunkter, men som var identiska i termer av vederlag. Med andra ord var utbytesrelationen mellan aktierna den samma i båda buden. Vidare förflöt det drygt 7 månader mellan det ena erbjudandets slut och det andra erbjudandets början.

Moderbolaget hade yrkat att värderingen skulle grundas på ett genomsnitt av aktiekursen under perioden från det ena erbjudandets början till det andra erbjudandets slut, det vill säga även inklusive den tid emellan då inget erbjudande fanns tillgängligt för aktieägarna. Gode mannen yrkade i sin tur på att dagen för äganderättens övergång skulle användas. Skiljenämnden menade visserligen att särregeln inte var tillämplig, men tog hänsyn till parternas yrkanden. Med hänvisning till den praxis som växt fram beträffande tidpunkten för vederlagsvärdering skulle värderingen baseras på erbjudandetiden. När det nu var fråga om två erbjudandetider fann skiljenämnden det närmare till hands att basera vederlagets värde till den andra erbjudandetiden. Detta eftersom 20 % av aktiekapitalet förvärvades under denna period. Värdet på budet var även högre under den andra perioden än den första och skiljenämnden menade dessutom att det var detta erbjudande som så att säga ledde fram till att tvångsinlösen blev möjlig. Situationen går exempelvis att jämföra med när ett separat bud med ett högre belopp riktats mot vissa aktieägare då skiljenämnden regelmässigt baserar lösenbeloppet på det högre budet.¹²³

Volvo / Provendor – Första noterade kurs

I fallet Volvo-Provendor fanns vederlagsaktien inte noterad vid tiden för erbjudandet. Erbjudandet gick ut den 21 mars 1986 och aktien i det nybildade aktiebolaget Investment AB Cardo börsnoterades den 24 mars samma år. Moderbolaget yrkade på särregeln och att lösenbeloppet skulle grundas på första betalkurs dagen då Cardo-aktien noterades. Gode mannen i sin tur yrkade på huvudregeln och att företagsvärde för målbolag skulle fastställas till grund för lösenbeloppet. I det fall särregeln ansågs tillämplig skulle företagsvärde för det nystartade bolaget fastställas.

Skiljenämnden fann att särregeln skulle tillämpas och att lösenbeloppet skulle grundas på börsnoteringen av vederlaget. Man menade att för börsnoterade aktier med rimlig omsättning är börskursen en riktig värdemätare, detta med hänvisning till fallet Bergvik & Ala. Man ansåg dock att en dag, så som moderbolaget yrkat, var för kort tid att grunda lösenbeloppet på, varför man tillämpade

¹²³ Jfr exempelvis skiljedom mellan HIH / Scandic Hotels 2003-06-30.

genomsnittlig börskurs under de första veckornas notering (1-25 april). Genomsnittsvärdet justerades dessutom med generalindex från Affärsvärlden.

Nordic Baltic Holding AB (NBH)/Nordbanken - Erbjudandetiden, förkortad

I fallet NBH/Nordbanken fanns vederlagsaktien inte noterad under hela erbjudandetiden. Moderbolaget yrkade att ett genomsnittsvärde skulle beräknas på de fem första veckornas notering av aktien. Gode mannen anslöt vad gäller värderingstidpunkt till moderbolagets yrkande. Skiljenämnden dömde i enlighet med moderbolagets yrkande. Det framkommer dock inte i domen om budet under dessa fem veckor löpte hela tiden eller om perioden även inkluderade tid efter erbjudandets löpt ut.

Vi kan här se en skiljenämnd åter igen tog hänsyn till att vederlagsaktien ej funnits noterad under hela erbjudandetiden, men trots det värderat vederlaget baserat på en tidpunkt när detta fanns noterat. Skälet till detta menade skiljenämnden vara först och främst att det i praxis var vanligast att ett erbjudet vederlag som består av finansiella instrument värderas med anledning av kursställningen under anmälningstiden. Vidare menade man att det i skiljedomspraxis förekommit fall då målbolagets aktier inte varit noterade och vederlaget bestått av aktier som inte heller varit föremål för notering under erbjudandetiden men däremot noterats i nära anslutning till dess utgång. Vederlagsaktien kurs under viss tid efter noteringen har då ansetts utgöra en representativ värdemätare även vid tillämpning av särregeln.

Wedins Norden AB/Wilkenson Handskmakarna AB – Erbjudandetiden, förkortad

I skiljedomens mellan Wedins och Handskmakarna var parterna överens om att särregeln skulle tillämpas. Moderbolaget yrkade att hela erbjudandetiden skulle användas som värderingstidpunkt, medan gode mannen yrkade på en del av erbjudandetiden. Under erbjudandetiden hade Wedins VD meddelat att större synergivinster än tidigare skulle kunna realiseras i och med affären. Den nya informationen medförde att börskursen i Wedins aktie (vederlagsaktien) steg relativt markant. Gode mannen menade därför att det endast var den del av erbjudandetiden efter att den nya informationen kommit ut som skulle användas för att beräkna genomsnittlig börskurs. Skiljenämnden konstaterade att praxis samt SOU 1997:22 förespråkar att erbjudandetiden används eftersom ett säkrare värde erhålls om en längre period läggs till grund för beräkningen, men att det från en teoretisk synvinkel inte är den enda tänkbara. Skiljenämnden menar också att det inte är ovanligt förekommande i praxis att man tar hänsyn till specifika skäl i det enskilda fallet och därför frångår principen om att vederlaget skall bestämmas till genomsnittligt värde under erbjudandetiden. Skiljenämnden jämförde kursförändringen i Wedins med generalindex för att undersöka ifall kursförändringen var specifik, varpå de dömde i enlighet med gode mannens yrkande.

Sveaskog/AssiDomän – Erbjudandetiden fram till påkallande

I fallet Sveaskog-AssiDomän löpte erbjudandetiden ännu då Sveaskog påkallade tvångsinlösen. Moderbolaget yrkade att genomsnittlig börskurs under den ursprungliga erbjudandetiden skulle användas. Gode mannen yrkade å sin sida i första hand att huvudregeln skulle tillämpas efter ett långt resonemang om att staten var ägare, vilket skulle utgöra ett särskilt skäl då staten har lagstiftande makt. I andra hand yrkade gode mannen på att hela erbjudandetiden inklusive förlängning skulle användas för att beräkna ett genomsnittsvärde av vederlagsaktien. Skiljenämnden fann att särregeln skulle tillämpas och ansåg att den värderingstidpunkt som skulle användas var erbjudandetiden fram till påkallandedagen, som skäl till detta nämndes för det första att även erbjudanden som riktats till allmänheten efter att moderbolaget uppnått över 90 % betraktats som offentliga erbjudanden i den mening som avses i Näringslivets Börskommittés rekommendation. Vidare menar man "att värderingen

av vederlag enligt ett offentligt erbjudande ej bör hänföras till annan tid än sådan som infaller före påkallandetiden”, med hänvisning till NJA 1992:872 (Balken I) där värderingstidpunkten förlades till påkallandedagen i syfte att eliminera senare värdepåverkan från moderbolagets sida. Fallet mellan Sveaskog och AssiDomän är ovanligt eftersom moderbolaget ofta brukar vänta med att påkalla tvångsinlösen tills erbjudandetiden är slut. I detta fall skedde påkallande som sagt under erbjudandets löptid.

Ramirent Oyj / Altima Aktiebolag - Erbjudande tiden förkortad p.g.a. kurspåverkande åtgärd

I fallet Ramirent-Altima hade Ramirent under erbjudandetiden offentliggjort ett förenklat erbjudande. Erbjudandet medförde att moderbolaget genom fullmakt från de tidigare aktieägarna i Altima avyttrade vederlagsaktien på Helsingforsbörsen, vilket gjorde att det blev en hög omsättning av aktien samt att kursen drastiskt sjönk. Moderbolaget yrkade på att genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden skulle tillämpas. Gode mannen yrkade på att beloppet som presenterades i prospektet skulle tillämpas, dels p.g.a. att det förenklade budet drivit ner kursen i Ramirentaktien och dels eftersom man ansåg att omständigheten att Ramirent fanns noterat på Helsingforsbörsen försvårade för aktieägarna i Altima att få översikt över kursrörelserna i vederlagsaktien. Skiljenämnden bortsåg från det senare av gode mannens påståenden, men tog hänsyn till det förenklade budförfarandet i domen. Skiljenämnden menade att det förenklade budet medfört en abnorm kursförändring, vilket man justerade för vid beräkning av lösenbeloppet. Syftet med att nyttja börskurserna under anmälningsperioden är att få ett så rättvisande besked om vederlagets värde som möjligt menade skiljenämnden, vilket inte uppnås om det förenklade försäljningsförfarandet beaktades.

STIAB/Parlamentet och Nordström & Thulin/ RM Marininvest - Påkallandedagen

I två av de tidigare domarna som vi undersökt fann skiljenämnden att särregeln var tillämplig, men att påkallandedagen skulle användas som värderingstidpunkt. Domarna är avvikande från dåvarande och nuvarande praxis, vilket tydliggörs då det under samma år som de domarna föll, hänvisats till att praxis är att värderingen av vederlaget hänförs till erbjudandetiden.¹²⁴ Inga lagrum existerade vid tillfället (båda domarna är från 1987) där det framgick att värderingen skulle hänföras till erbjudandetiden. I proposition 1975:103 framgick det ju att det var påkallandedagen som skulle vara värderingstidpunkt. Vad som fanns att tillgå var hovrättsdomen Bergvik & Ala, där erbjudandetiden användes.

I domen mellan STIAB/Parlamentet hade moderbolaget hävdade att om de kvarvarande minoritetsägarna skulle erhålla ett belopp som grundats på påkallandedagen så skulle de komma i en avsevärt bättre ställning än de aktieägare som accepterat budet vilka erhållit likvid vid senare tillfälle när vederlagets värde sjunkit. Skiljenämnden fann då att det vore stötande om kvarstående minoritetsaktieägare skulle erhålla ett högre lösenbelopp än huvuddelen av de aktieägare som accepterat budet. Skiljenämnden fann därför att anledning förelåg för att reducera lösenbeloppet i förhållande till det genomsnittliga värdet under erbjudandetiden. Man grundade således lösenbeloppet på börskursen i vederlagsaktien per påkallandedagen.

I domen mellan Nordström & Thulin och var båda parter ense om att särregeln skulle tillämpas, man var däremot oense om vilken värderingstidpunkt som skulle användas. Moderbolaget yrkade på att lösenbeloppet skulle grundas på vederlagets värde under erbjudandetiden, medan gode mannen yrkade på påkallandedagen. Skiljenämnden hänvisar i domskälet till proposition 1975:103, där föredragande stadsrådet hade uttryckt att påkallandedagen som skulle användas som tidpunkt. Nämnden konstaterade visserligen att det uttalandet avsåg värdering av dotterbolaget, men att även särregeln är

¹²⁴ Th. Strålfors AB / Topflight AB 1987-11-25.

avsedd att ge minoritetsägaren en ersättning som motsvarar värdet av dotterbolagsaktien vid påkallande. Av detta drog skiljenämnden slutsatsen att när särregeln är tillämplig står det i full överensstämmelse med aktiebolagslagen att hänföra värderingen till påkallandedagen när vederlaget består av annat än kontanter. Man menar att erbjudandetiden i åtskilliga fall kan vara lämplig när vederlaget vid den tiden är representativ för dotterbolagsaktiens värde också vid påkallandedagen.

I det första fallet mellan STIAB och Parlamentet förefaller det vara någon slags tillämpning av likabehandlingsprincipen som ligger till grund för att man använder påkallandedagen om man ser till resonemanget. I fallet Nordström & Thulin förefaller det som man ser enbart till lagtexten och förbiser praxis på området. I proposition 1975:103 står visserligen att det är principiellt riktigast att som värderingstidpunkt använda påkallandedagen.¹²⁵ Däremot står det också att principerna för lösenbeloppets bestämmande lämpligen bör överlämnas till doktrin och rättspraxis. Det förefaller således som att man i fallet tar mer i beaktande lagtexten än vad som förefaller vara praxis på området, om man ser till t.ex. Bergvik & Ala, men även till andra skiljedomar. Som vi tidigare sagt förefaller praxis utvecklas mot att det är erbjudandetiden som skall användas, dock tycks denna praxis inte ligga lika fast i början av vår undersökningsperiod. Detta stämmer också överens med Berglunds konklusioner om fall när vederlaget utgjordes av annat än kontanter. Berglund menade i sin undersökning att det fanns två riktningar i praxis när det gäller värderingstidpunkt i fall då vederlaget består av bytesvaluta. Huvudriktningen i praxis ansåg han vara erbjudandetid, medan en mer perifer riktning är påkallandedagen.¹²⁶

Stora Kopparbergs/Papyrus – Ovägd genomsnittskurs

I fallet Stora Kopparbergs/Papyrus fastslår skiljenämnden att lösenbeloppet skall grundas på genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden. Fallet avviker i den mån att man använder ovägd genomsnittskurs. Man menar att vederlagsaktien under erbjudandetiden varit representativ i den mening att det funnits en godtagbar marknad och därmed en fungerande prisbild. Vid sådana förhållanden finns, enligt skiljenämndens mening, skäl för att man bör använda en ovägd kurs.

Gotabanken/Wermlandsbanken och Gotabanken/Skaraborgsbanken

De två fallen där Gotabanken är moderbolag kan benämnas under ett och samma fall. Detta då yrkandena, parterna och tidpunkten för skiljeförfarandet är de samma. I de två fallen har moderbolaget yrkat på att lösenbeloppet skall grundas enligt huvudregel och enligt börskurs per påkallandedagen. Gode mannen har yrkat på att lösenbeloppet skall grundas på högsta betalkurs av vederlaget under erbjudandetiden. Gode mannen menade att särregeln inte var tillämplig, men att man trots det skulle värdera målbolaget genom vederlaget och mer specifikt genom högsta betalkurs under erbjudandetiden. Gode mannen ansåg att denna värdering skulle tillämpas eftersom börskursen i målbolagsaktien varit missvisande.

Skiljenämnden menade att omsättningen i målbolagsaktien varit låg, varför man i enlighet med gode mannen ansåg att en värdering av vederlagsaktien var lämplig. Som värderingstidpunkt användes tidpunkten från påkallande till sista dagen för accept av budet. Då börskursen på vederlagsaktien pendlat mellan 120 och 125 kr, ansåg skiljenämnden att 123 kr skulle utgöra ett rimligt belopp. Detta då den största mängden aktier omsattes till denna kurs. Lösenbeloppet fastställdes således enligt sagda belopp gånger utbytesration.

¹²⁵ Prop. 1975:103 sid. 533-534.

¹²⁶ Berglund sid. 71.

De två nämnda fallen avviker på en rad punkter. För det första menar samtliga parter att särregeln ej är tillämplig, men man finner trots det att vederlaget skall värderas. Det nämns inte att det är en analog tillämpning av särregeln, vilket gode mannen eller skiljenämnden avser. Istället menar man att målbolagsaktien skall värderas genom vederlaget. I vår resultatsammanställning har vi kategoriserat fallet som särregeln analogt, trots det vill vi påpeka att det är en principiell skillnad mellan att värdera målbolaget genom vederlaget mot att basera lösenbeloppet på vederlaget. Fallet avviker vidare både vad gäller värderingsmetod samt värderingstidpunkt. Som vi tidigare hävdade förefaller det vedertagna sättet att beräkna vederlagets värde vara att använda sig av genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden. I detta fall använder man sig av ett belopp till vilket störst mängd aktier använts. Vidare används tid från påkallande till sista dagen av accept, vilket inte påträffats i några andra fall samt vilket både avviker från lagen samt rådande praxis.

7.2 Analys av värderingsmetodik när huvudregeln tillämpas

Vilka aspekter som skiljenämnderna diskuterar då huvudregeln ansetts tillämplig är något som vi redogör för i detta avsnitt. Vi söker även reda ut ifall det är någon egentlig skillnad före och efter Balkendomarna, samt om det är någon större skillnad ifall budet har bestått av kontanter eller inte. Det kan ju tyckas intuitivt att då huvudregeln anses tillämplig bör inte någon skillnad föreligga mellan kontanta och icke-kontanta bud. Detta eftersom när målbolaget värderas har inte vederlaget någon bäring. Å andra sidan kan ju också hävdas att ifall budet är kontant bör målbolagets aktie fixeras på motsvarande nivå (justerat för tidsskillnaden för likvid), medan målbolagets aktie bör fluktueras med moderbolagets aktie vid ett aktiebud. Med förbehåll för att omsättning finns för målbolagsaktien och att inga spekulationer om höjt bud existerar.¹²⁷ Vad gäller förändringen mellan tiden före och tiden efter Balken så har vi redovisat detta i vårt resultatavsnitt, det kan dock finnas fog för att repetera den skillnad som vi observerat. Före Balken II ansåg skiljenämnden att huvudregeln var tillämplig i 4 fall, efter Balken II hände detta i 5 fall. Ställs detta i relation till hur många fall vi undersökt så motsvarar dessa siffror 24 % före och 16 % efter. Skillnaden är inte stor, men ändå befintlig, en förklaring till att antalet huvudregelsfall minskat diskuterade vi i särregelsavsnittet.

Det finns däremot en diskrepans mellan situationerna då buden varit kontanta eller icke kontanta. Jennergrens kom i sin undersökning fram till att huvudregeln blev beslutad i 32 % av de fall han undersökte vilket motsvarade 8 av de 25 undersökta domarna.¹²⁸ Huvudregeln ansågs tillämplig i 10 av 31 fall 32,5% i Lundqvist och Lundbergs undersökning.¹²⁹ Det ter sig sålunda som huvudregeln används mer flitigt i de fall då ett kontant bud har erbjudits. En förklaring till detta kan vara att kontantbud är vanligare vid uppköp då företaget redan äger en större del av företaget. Vid köp av mindre aktieposter kan kapitalbehovet antas vara lägre och bolaget har således större möjlighet att finansiera budet genom kassa eller lånefinansiering istället för egna aktier, varför kontanta bud kan antas vara vanligare vid sådana tillfällen. Då vi jämför de resonemang då huvudregeln tillämpats i de domar vi undersökt med de slutsatser som ovan nämnda författare funnit i sina undersökningar, har vi inte identifierat någon skillnad i värderingsmetodiken (målbolagets volymvägda aktiekurs på påkallandedagen). Jennergrens samt Lundqvist och Lundbergs undersökningar avgränsades till att endast gälla kontanta bud.

I fallet att huvudregeln anses tillämplig skall alltså inte vederlaget värderas, varpå målbolaget skall värderas. Aktiebolagslagen från 1975 har ingen uttrycklig värderingsmetodik för detta fall, men nuvarande lagstiftning är i linje med det synsätt som även har genomsyrat de domar vi har undersökt

¹²⁷ Se dock Jennergren s 79, "en minoritetsaktie utgör vid tidpunkten bl.a. en chansning på utgången av en eventuell efterföljande tvångsinlösen".

¹²⁸ "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösensärenden före och efter Balkenmålet", Juridisk tidskrift, 96-97 nr 1.

¹²⁹ Lundberg och Lundqvist.

och där fastställs att lösenbeloppet skall motsvara vad en försäljning av målbolagsaktien under normala omständigheter skulle innebära. Vid värderingen har Gimo målet viss bäring där det sägs att man inte skall ta hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier vid värderingen. Detta innebär alltså att man bör beräkna hela värdet på företaget och sedan dela upp värdet på antalet aktier. Balken II var ett fall då huvudregeln ansågs vara tillämplig och därmed är dess utfall direkt tillämplig på inlösenärenden då huvudregeln används. Sålunda bör lösenbeloppet utgöras av börskursen (under förutsättningen att den anses representativ efter prövning skett) på påkallandedagen. Jennergren gör en intressant observation där han menar att en värderingstidpunkt före budet har lagts inte kan anses ge ett rimligt värde för aktierna. Bortsett från faktumet att värdet då måste diskonteras till tidpunkt då försäljningen av aktierna anses föreligga, är det ologiskt för ett moderbolag att hävda att värdet före budet lades är ett korrekt värde för aktierna. Detta då den budpremie på ungefär 20 % som moderbolaget betalar skulle ses som tämligen onödig, om de anser att värdet på företaget de facto inte motsvarar budet.¹³⁰

Att tidpunkten efter att påkallandedagen inte skall anses som korrekt är väl utrett redan i SOU från 1971.¹³¹ Frågan som kan diskuteras är då om en tidpunkt från att budet har lagts till att påkallande sker skall vara underlag för värderingen, alternativt endast påkallandedagen. Hovrätten ansåg i Bergvik och Ala-fallet att värderingen av vederlaget skulle hänföras till erbjudandetiden. Eftersom särregeln tillämpades i detta fall, bör inte utfallet för detta mål ha någon bäring då vi diskuterar värderingsmetodik när huvudregeln är tillämplig. I Balken I fastslås att tidpunkten för värderingen skall ske per påkallandedagen. Ingen diskussion förs angående att förlägga tidpunkten till ett tidigare tillfälle än påkallandedagen. Måhända ses detta som en självklarhet då aktieägarna fritt haft möjlighet att avyttra sina aktier vid tidpunkter före påkallandedagen. Sålunda bör alltså vår undersökning visa att värderingen då huvudregeln är tillämplig i fall efter Balken II ske till börskurs för målbolaget på påkallandedagen, vilket vi kan konstatera även gös.¹³² Före Balken II var situationen något annorlunda. Vi har tidigare påpekat att intentionen fanns att förlägga värderingen till påkallandedagen redan i motiven till ABL 1975. Dessutom uppkom frågan om att använda börskurs redan i Gimo-målet där det sades att "marknadens pris för målbolaget skall läggas till grund för lösenbeloppet vid tvångsinlösen".¹³³ Vår undersökning visar att före Balken II användes börskurs i tre av fyra domar. I det fjärde fallet, Rottneros Bruks uppköp av Swanboard Masonite, gör skiljenämnden en samlad bedömning baserad på en avkastningsvärdering. Vi kommer att närmare analysera resonemangen i den domen senare i uppsatsen. Tidpunkten för värderingen har i två av fyra fall gjorts per påkallandedagen. I ett fall ansågs hela erbjudandetiden utgöra en korrekt värderingstidpunkt och i det fjärde fallet då en avkastningsvärdering gjordes utgick skiljenämnden ifrån dagen för äganderättens övergång. Intressant är att domen då erbjudandetiden användes för värdering fastslog skedde efter att Balken I var avkunnad. Vi kommer att närmare förklara hur de resonerade i fallet då NK köpte NCC.

Efter Balken II tillämpades huvudregeln i fem tvister, där börskurs användes i fyra och påkallandedagen i tre. Två fall betraktar vi som specialfall där det ena var då Nocom köpte I.A.R. Systems. Det fanns då ingen börskurs att tillgå varför en samlad bedömning av värdet på påkallandedagen gjordes. Det andra fallet var då PriFast köpte Stancia. Här användes den högsta betalda kursen för målbolaget för fastställandet av börskursen. För att förklara närmare vad som orsakade att dessa domar frångick vad som kan omnämnas praxis ger vi nu en närmare inblick i dessa domar:

¹³⁰ "Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balkenmålet", Juridisk tidskrift, 96-97 nr 1. sid. 80.

¹³¹ Proposition 1975:103 sid. 533.

¹³² Vår undersökning visar att de enda fall då inte börskursen på påkallandedagen utgjort lösenbeloppet är då en sådan värdering inte varit möjlig p.g.a. att aktien inte omsattes under den dagen.

¹³³ NJA 1957:1, jämför NJA 1996:293 sid. 301.

7.2.1 Avvikande fall – Huvudregeln

Rottneros köper upp Swanboard - Avkastningsvärdering

Moderbolaget Rottneros ansåg till en början att genomsnittskursen för aktierna i Rottneros under tiden för det offentliga budet skulle utgöra lösenbeloppet. Detta motsvarar sålunda en tillämpning av särregeln enligt praxis.¹³⁴ Lösenbeloppet uppgick då till 124,6kr, men moderbolaget frångår sedan detta resonemang och anser istället att man bör utgå från en avkastningsvärdering av målbolaget, vilket motsvarar det värderingsobjekt som både moderbolaget och gode mannen därmed är överens om. Eftersom båda parter utför varsin avkastningsvärdering består parternas tvist i huvudsak av olika åsikter om företagets framtida vinstnivåer. Resonemangen förs kring hur t.ex. importen från Östeuropa kommer att påverka försäljningen, hur förlustavdragsrätter, inflation och skattenivåer kommer utvecklas i framtiden. Skiljenämnden väljer att sammanfatta värderingsansatsen såsom "det värde en erfaren och sakkunnig bedömare med god insikt i företagets förhållande skulle åsätta aktierna".

Även tidpunkten för värderingen blir föremål för diskussion. Detta eftersom gode mannen anser att den formulering i propositionen till ABL1975 där värderingstidpunkten omtalas endast gäller fall då särregeln är tillämplig. Skiljenämnden förkastar detta resonemang och anser att man även bör ta hänsyn till sådana omständigheter som uppkommit efter "värderingstidpunkten"¹³⁵ så till vida att värdet inte har skapats efter tidpunkten, utan att det endast framkommit att värdet existerade innan värderingstidpunkten. Vad det är som föranleder att skiljenämnden sedan gör en bedömning av vad för typ av värdering som skall göras är ej dokumenterat i domen. Det fastställs endast att "värdet av aktierna i Swanboard i första hand skall bestämmas på grundval av en avkastningsvärdering av bolaget". Då skiljenämnden tagit detta beslut hänger de sig sedan åt att diskutera rimlighet och storlek på de antaganden av framtida omständigheter som påverkar vinsten. Med avkastningsvärdering åsyftas i detta fall en diskontering av kassaflöde till aktieägarna (årets resultat efter skatt) till ett uppskattat avkastningskrav om 12 %. Avkastningskravet är baserat på "börsbolagens p/e-tal börsdagen den 12 maj". Detta antas vara en beräkning av relationen mellan historisk vinst per aktie relativt till börsvärde, där de antagit att den genomsnittliga avkastningen som aktieägare får på börsen motsvarar deras avkastningskrav. Den 12 maj valdes som värderingstidpunkt av skiljenämnden och var dagen då äganderätten övergick till moderbolaget. Det faktum att praxis samt tidigare lagutredningar, enligt vår uppfattning, varit tämligen klar över att värderingen skall ske till påkallandedagen gavs ingen bäring av skiljenämnden. De fastställer, utan att redovisa sitt resonemang, dagen då äganderätten av aktierna övergick till moderbolaget som korrekt värderingstidpunkt. Deras slutsats för värderingen grundade sig sedan på en samlad bedömning. Efter att ha redovisat det teoretiska värde som en avkastningsvärdering gav justerade de för sina egna antaganden om framtida förhållanden. I denna skiljedom verkar alltså inte den praxis och doktrin som lagen hänvisar till ligga till grund för skiljenämndens resonemang. Moderbolaget yrkade på ett belopp om 75kr, gode mannen på 184kr och skiljenämnden fastslog i sin tur 130kr. Måhända ansåg parterna att lösenbeloppet var en rättvis kompromiss givet deras yrkanden då ingen part överklagade domen. Enligt vår uppfattning borde kursen för målbolaget ha använts, då denna siffra ej är redovisat i domen kan vi inte precisera det värde vi anser vara korrekt.

Nocom köper upp I.A.R. Systems – Marknadspris saknas

Hur det kommer sig att detta fall avviker från vad som utvecklats till praxis är att moderbolaget (vars hela yrkande sedan fastställdes av skiljenämnden) ansåg att då huvudregeln är tillämplig skall Balkens utfall följas. ABL 2005 anger att huvudregeln kan frångås ifall den noterade börskursen har manipulerats

¹³⁴ Jfr. Bergvik & Ala 1979-12-10.

¹³⁵ I propositionen står dock "tiden för moderbolagens begäran om tvistens prövning", vilket alltså motsvarar påkallandedagen och inte någon annan tidpunkt.

eller i annat fall påverkats av vilseledande eller otillräcklig information. Huvudregeln kan även frångås ifall majoritetsaktieägarens agerande eller position kan antas ha påverkat kursen till nackdel för minoriteten. Inga av dessa förhållanden ansågs vara gällande så påkallandedagen yrkades utgöra värderingstidpunkt. Eftersom ingen betalkurs fanns registrerad för IAR aktien på påkallandedagen fördes följande resonemang: Då köp och säljkursen var 4,43kr mot 4,48kr och snittet 10 dagar före och efter påkallandedagen uppgick till 4,30kr samt att närmaste betalkursen efter påkallandedagen var 4,44kr, uppskattar moderbolaget värdet till 4,45kr. Man resonerade vidare att då ingen betalkurs under den månad då aktien avnoterades översteg detta pris kunde det ses som skäligt. Uppenbarligen var moderbolagets och skiljenämndens intention att följa praxis där målbolagets börskurs på påkallandedagen motsvarar lösenbeloppet, men då ingen betalkurs fanns att tillgå var detta synsätt det närmaste som var möjligt. Vi är även av uppfattningen att då en samlad bedömning skall göras bör en utestående köporder ha större bäring än vad en säljorder bör, detta då lagen uttrycker att beloppet skall motsvara en försäljning under normala omständigheter och en försäljning bör innebära att man möter en köpare i marknaden.

PriFast förvärvar Stancia – Aktieförvärv under anmälningstid

Det som gör att denna dom avviker från praxis är att moderbolaget har förvärvat aktier i målbolaget under erbjudandetiden till en kurs överstigande vad som var värdet på vederlaget. Det var dock egentligen inte moderbolaget som förvärvade aktierna, utan tre stycken huvudägare i PriFast. De förvärvade aktierna lämnades sedan in i PriFasts erbjudande. Oavsett om detta skedde i samråd med PriFast eller inte, anses inte spela någon roll, då det var tre huvudägare vars handlande innebar att PriFast blev ägare av 90 % av aktierna. I enlighet med Balkendomarna utesluter detta agerande särregelns tillämplighet. Skiljenämnden menade att detta stred mot Näringslivets börskommittés rekommendationer kring likabehandling och avsnittet om att en person som försålt sina aktier via marknadsplatsen haft möjlighet att få högre ersättning än vad någon som accepterade budet fick. Detta kan ses som särskilda skäl och man frångick då särregeln till förmån för en värdering av målbolaget. De tre skiljemännen var dock oense om detta synsätt. En skiljeman framförde dissens och ansåg att särregelns rekvisit var uppfyllt och att frånga särregeln kan endast komma ifråga om "om förvärven ... skett i sådan betydande omfattning och på så pass från det offentliga erbjudandet avvikande villkor att erbjudandeverderlagets representativitet för aktiens verkliga värde med fog kan ifrågasättas". Värderingen av målbolagets aktie grundas sedan på det högsta belopp som huvudägarna i PriFast betalat för Stancia-aktierna under erbjudandetiden.

Vår bedömning av denna situation är i linje med den avvikande skiljemännens dissens, eftersom särregelns rekvisit att en större del av aktieägarna accepterat budet är uppfyllt bör det vederlag som de erhållit bättre motsvara Stancia-aktiens verkliga värde än det belopp som det mindre antalet aktieägare som sålde sina aktier till huvudägarna erhöll (0,7 % av totala antalet aktier). De särskilda skäl som framförs i propositionen 1975:103 gäller fall då informationsunderlaget varit ofullständigt eller att nya viktiga omständigheter tillkommit, något som uppenbarligen varit aktuellt i detta fall.

Avslutande kommentar huvudregeln

Både Jennergren och Ludvigsson och Lundqvists kommer i sina uppsatser fram till att det har skett en förändring av värderingen efter Balken II, något vi inte kan se vad gäller huvudregelns tillämpning. Det må vara så att Balken I och II har klargjort vad som bör gälla i de fall huvudregeln är tillämplig, men vi har inte observerat denna effekt. En skillnad föreligger mellan kontanta och icke kontanta bud i fråga om antalet gånger då huvudregeln har ansetts tillämplig, något vi tror beror på att kontanta bud i större utsträckning erbjuds då moderbolaget redan ägt mer än 50 % före budet. När det kommer till värderingsmetod och tidpunkt föreligger ingen skillnad ifall det är ett kontant bud eller ett icke kontant bud.

8 Slutsats

Det förefaller som att praxis när det gäller värderingsmetod och värderingstidpunkt vid tillämpandet av särregeln ligger relativt fast. I dessa fall värderas som regel vederlaget genom att använda viktad genomsnittlig börskurs under hela erbjudandetiden. Denna värderingsmetod kan härledas från hovrättsdomen mellan Bergvik & Ala och Stora Kopparbergs Bergslags. Enligt vår mening har praxis gradvis utvecklats till den sagda metoden och tidpunkten. Det råder en större oenighet i början av vår undersökningsperiod. Visserligen tillämpas börskurs i alla fall där särregeln tillämpas eller tillämpas analogt. Dock råder en viss oenighet kring värderingstidpunkt. Det förekommer exempelvis bland de tidigare fallen att man värderar per påkallandedagen. Berglunds studie omfattade slutet av 1970-talet och hela 1980-talet och konkluderade att huvudriktningen är att utgå från erbjudandetiden, men att det existerade fall då påkallandedagen fastställdes, vilket då är i linje med vad vi observerade i de tidigare fallen i vår undersökning. I de senare fallen används erbjudandetiden mer frekvent och det hänvisas också i domar till att praxis utgörs av genomsnittlig viktad börskurs under hela erbjudandetiden. Detta är även vad Bergman och Hellners undersökning visade som fann att 10 av 13 domslut fastställde erbjudandetiden och de drog därmed slutsatsen att detta var praxis. Vad gäller vilken typ av börskurs, det vill säga om den ska vara viktad eller oviktad förefaller praxis utvecklas mot viktad börskurs. Ett flertal domar har vi ansett avviker från praxis. De främsta anledningarna till att man avviker från praxis är dels att vederlaget inte funnits noterat under erbjudandetiden och dels att det inträffat händelser under erbjudandetiden, vilket gjort att man ansett att hela erbjudandetiden inte varit representativ. I det senare fallet har man ofta använt en del av erbjudandetiden.

När det gäller Balkenmålets inverkan på efterföljande domar, anser vi att målet främst har haft en inverkan på de fall där huvudregeln tillämpats. Detta eftersom den slutgiltiga domen i Balken II tillämpade huvudregeln. Vidare anser vi att domen lett till att särregeln tillämpas mer frekvent. Både genom att det oftare yrkas på särregeln av respektive parter, men också att skiljenämnderna i högre utsträckning dömer enligt särregeln. Vid icke kontanta bud synes etablerad praxis redan innan Balkenmålen ha utvecklats mot börskurs under erbjudandetiden.

Vid jämförelse med kontanta bud förefaller den främsta skillnaden framträda när särregeln är tillämplig. I fallen med kontanta vederlag sker som regel ingen värdering eftersom lösenbeloppet kan bestämmas utifrån kontantbeloppet. När det är fråga om icke-kontanta vederlag behöver en värdering ske av de värdepapper vilka ingår i vederlaget. Sålunda måste både en metod och en tidpunkt fastställas för att komma fram till ett lösenbelopp. Denna metod har som sagt utvecklats i praxis till att bli genomsnittlig viktad börskurs under hela erbjudandetiden. Vad gäller huvudregelsfall finns egentligen ingen skillnad mellan fastställandet av lösenbelopp när budet varit kontant eller icke-kontant. I dessa fall är det målbolaget som skall värderas och detta avviker inte beroende på vederlagets komposition. I Balkenmålet fastställdes värdet enligt börskurs per påkallandedagen. Vi har alltså funnit att Balken II haft en påverkan på huvudregelsfall, oavsett om vederlaget i erbjudandet varit kontant eller icke kontant.

Det är intressant att antalet gånger då huvudregeln anses tillämplig har minskat efter Balken, effekten är tämligen begränsad men observerbar. Mer markant är skillnaden mellan huvudregelns tillämpning beroende på vad för typ av vederlag som erbjudits. Lundqvist och Lundberg drar slutsatsen att särregeln tillämpas till större utsträckning efter Balken än innan, vilket alltså är i linje med vad vi funnit. En orsak till en sådan utveckling är något svår att förklara utifrån den praxis som utvecklats, måhända beror detta på att Näringslivets börskommittés rekommendationer (sedermera "Take Over"-reglerna) har fått ett större inflytande där likabehandlingsprincipen fått större fotfäste. Detta var något som Högsta domstolen diskuterade i Balken II målet, att de som accepterade budet inte skall behöva tåla att

moderbolaget betalar ett högre pris till andra aktieägare. Detta skulle förklara att det finns motiv till att anse att särregeln är tillämplig även fast rekvisiten inte är helt uppfyllda. Den nya aktiebolagslagen (ABL 2005:511) har även öppnat upp möjligheten att frångå huvudregeln ifall särskilda skäl föreligger. Vi tror att detta kommer att innebära att särregeln kommer att tillämpas i ytterligare högre grad än tidigare. Särregeln skärps också genom att 90 % av de aktieägare som erbjudandet är riktat till måste acceptera budet. Detta faktum gör att särregeln teoretiskt är applicerbar ifall moderbolaget äger mer än 50 % innan dess att budet offentliggörs. Dock måste i sådana fall den utestående andelen som moderbolaget inte äger acceptera budet till 90 %, vilket alltså betyder att om exempelvis moderbolaget äger 50 % före budet, måste ägarandelen uppgå till 95 % efter budet. Anledningen till att huvudregeln används oftare när ett kontant vederlag erbjudits tror vi delvis beror på att kontanta bud oftare erbjuds när moderbolaget redan äger en större del av målbolaget före erbjudandet. Detta är dock något vi tror kan ändras i och med omformuleringen av särregelns rekvisit eftersom särregeln även kommer innefatta fall där moderbolaget innehaft en majoritetspost innan budet.

Motiven för att använda marknadsvärden, enligt författarna som är ekonomer, ses som övertygande och det finns fog att diskutera marknadens effektivitet i fallet att man argumenterar att marknadsvärden inte skall användas. Det har dock ingen större bäring i tvångsinlösensärenden då lösenbeloppet skall motsvara vad en försäljning enligt normala omständigheter hade inbringat. I fallet att vederlaget är börsnoterade aktier och vederlaget skall värderas så ter det sig rimligt att börskursen skall användas för värderingen, eftersom det är den enda objektiva prissättningen som finns att tillgå.

Värderingsmetodiken är enligt oss tämligen utredd. Börskurs har varit något som diskuterats redan i Gimomålet 1957 och är idag lagstadgad genom nya aktiebolagslagen. En utveckling som ter sig ganska uppenbar genom vår undersökning. Vi kan förvänta oss att moderbolag och gode män i högre grad kan förlikas kring lösenbeloppet i framtiden. Detta eftersom det anses av oss ganska utrett att yrkanden som avviker från vad som är utredd praxis endast förlänger tvångsinlösensärendet och oftast till nackdel för minoriteten. Det åligger även skiljenämnderna att i den mån det går, vara konsekvent i sina resonemang så att den praxis som föreligger fortsätter ge ledning för skiljenämndernas domslut.

Vår förhoppning är att denna uppsats kan klargöra hur utvecklingen av skiljedomsärenden sett ut under de senaste dryga 20 åren och att skiljedomar i framtiden kan effektiviseras på så sätt att mindre fokus läggs på att motbevisa yrkanden som inte grundas på praxis. Vi hoppas även att förlikning kan ske i högre grad då vi har visat att det ter sig fruklöst att driva ett inlösensärende ifall inte särskilda skäl föreligger att frångå praxis.

9 Källkritik

Undersökningen baseras på skiljedomar vilka inhämtats från en privat samling hos en på området ledande juristfirma i Stockholm. Samlingen är så vitt vi vet komplett. Undersökningen bör betraktas som kvalitativ i den mån att det är våra egna analyser och slutsatser angående domarna som presenteras. För att kunna presentera materialet i kvantitativa termer har vi varit tvungna att kategorisera domarna enligt valda parametrar. Kategoriseringen av domar är en bedömningsfråga ifrån uppsatsförfattarna, varför undersökningen bör betecknas som kvalitativ. I uppsatsen presenterar vi också tidigare undersökningar på området för att ge en allomfattande bild av utvecklingen i skiljedomspraxis.

10 Referenser

Böcker:

- Berglund, P.** (1992), *En inventering av skiljedomar sprungna ur särregeln*, Stockholm, Juristförlaget.
- Bergman, E., och 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.
- 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.
- Sjöberg, G.** (2007). *Tvångsinlösen*. Stockholm: Jure Förlag AB.
- Skog, R.** (2003). *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?*. Uppsala: Iustus Förlag AB.
- Svensson, L.** (1996). *Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier*. Trelleborg: Skogs Boktryckeri AB.
- Widhagen, G.** (1990), *”Om tvångsinlösen av aktier – några reflektioner”*. I Leif Thorsson och Sven Unger (redaktörer, Festskrift till Gotthard Calissen-dorff. Stockholm, Nordstedts.

Offentligt tryck:

- Aktiebolagslag 1944:705.
- Aktiebolagslag 1975:1385.
- Aktiebolagslag 2005:502.
- Brottsbalk 1962:700.
- Expropriationslag 1972:719.
- Offentligt erbjudande om aktieförvärv (Take over reglerna), Näringslivets börskommitté, 2003
- Proposition 1975:103 *Med förslag till ny aktiebolagslag mm.*
- Proposition 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag Del 2 Författningskommentar.*
- Prospektförordningen (EG) nr 809/2004.
- SOU 1941:9, *Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m. Motiv.*
- SOU 1971:15, *Förslag till aktiebolagslag m.m. Betänkande avgivet av aktiebolagsutredningen.*
- SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital – Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.*

Rättsfallsförteckning:

- Hovrätten för Nedre Norrland 1983-12-23, dom i mål T121/82 (Bergvik-Ala).
- NJA 1957 sid. 1 (Gimo-målet).
- NJA 1992 sid. 872 (Balken I-målet).
- NJA 1996 sid. 293 (Balken II-målet).
- Tingsrätten i Bollnäs 1982-10-21, dom i mål T27/80, T74/80 och 97/80 (Bergvik-Ala).

Tidsskrifter:

- Jennergren, P.** (1996-97). Marknadpriser och teoretiska värden i tvångsinlösensärenden före och efter Balkenmålet. *Juridisk Tidsskrift, Nr 1*, sid. 59-91.
- Jennergren och Näslund** (1996). The Gimo Corporation revisited: A Case Study in Firm Valuation, *CEMS Business review 1*. sid. 57-75.

Uppsatser:

Börjefors, A., & Utbult, D. (2000). *Tvångsinlösen av aktier – ur ett investeringsperspektiv.*

Stockholm: Handelshögskolan, Institutionen för finansiell ekonomi.

Ludvigsson, V & Lundqvist, A. (2007). *Tvångsinlösenpris vid kontantbud efter Balken-målet.* Stockholm:

Handelshögskolan; institutionen för redovisning och rättsvetenskap.

Appendix 1

Utdrag ur "Tvångsinlösenpris vid kontantbud efter Balken-målet" av Ludvigsson & Lundqvist, sid 5-7.

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 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 skiljemennd 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 skiljemennden. 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.

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

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.

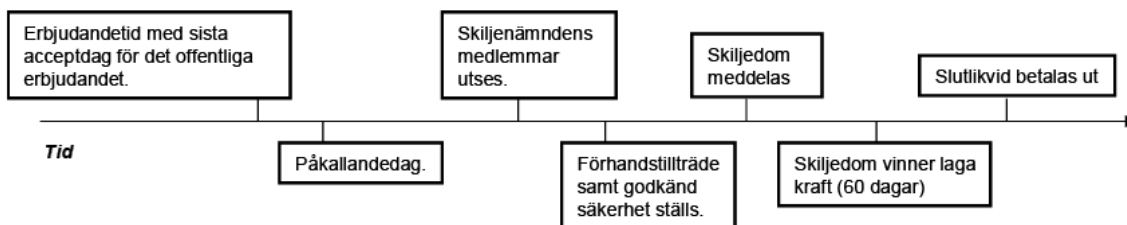
¹⁵ ABL 22 Kap, 7§.

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

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.

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 anlidade 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.

Appendix 2

Före Balken II

Yrkanden

Totalt	17
MB Särregel	9
MB Särregeln analogt	1
MB Huvudregel	7
GM Särregel	6
GM Särregeln analogt	2
GM Huvudregel	9

Värderingsmetodik	Börskurs	Substansvärdering	Avkastningsvärdering	Avk. & Subst.	Annan	Totalt:
MB Särregel	10	0	0	0	0	10
MB Huvudregel	4	1	1	1	0	7
GM Särregel	8	0	0	0	0	8
GM Huvudregel	3	3	1	1	1	9

Värderingstidpunkt	Erbjudandetiden	Påkallandedagen	Äganderätten	Högsta betalkurs	Annan	Totalt:
MB Särregel	8	0	0	0	2	10
MB Huvudregel	1	4	1	0	1	7
GM Särregel	2	3	1	1	1	8
GM Huvudregel	0	5	1	2	1	9

Domslut

Totalt	17
Särregel	9
Särregeln Analogt	4
Huvudregel	4

Värderingsmetodik	Börskurs	Substansvärdering	Avkastningsvärdering	Annan	Totalt:
SN Särregel	12	0	0	1	13
SN Huvudregel	3	0	1	0	4

Värderingstidpunkt	Erbjudandetiden	Påkallandedagen	Äganderätten	Annan	Totalt:
SN Särregel	8	2	0	3	13
SN Huvudregel	1	2	1	0	4

Överensstämmelse	
Totalt	17
Moderbolag	6
Gode mannen	5
Annan	6

Överensstämmelse	Värderingobjekt	Värderingstidpunkt	Värderingsmetod
Moderbolag	14	11	8
Gode mannen	13	5	6
Annan	0	4	4
Totalt:	27	20	18

Efter Balken 2

Yrkanden

Totalt	31
MB Särregel	25
MB Särregeln analogt	1
MB Huvudregel	5
GM Särregel	15
GM Särregeln analogt	2
GM Huvudregel	14

Värderingsmetodik	Börskurs	Substansvärdering	Avkastningsvärdering	Avk. & Subst.	Annan	Totalt:
MB Särregel	25	0	0	0	1	26
MB Huvudregel	5	0	0	0	0	5
GM Särregel	14	1	1	0	1	17
GM Huvudregel	4	6	2	2	0	14

Värderingstidpunkt	Erbjudandetiden	Påkallandedagen	Äganderätten	Annan	Del av erbjudandetiden	Totalt:
MB Särregel	18	2	0	3	3	26
MB Huvudregel	1	3	0	0	1	5
GM Särregel	4	2	0	7	4	17
GM Huvudregel	3	2	1	8	0	14

Domslut

Totalt	
Särregel	23
Särregeln Analogt	3
Huvudregel	5
Totalt	31

Värderingsmetodik	Börskurs	Substansvärdering	Avkastningsvärdering	Annan	Totalt:
SN Särregel	26	0	0	0	26
SN Huvudregel	5	0	0	0	5

					Högst betalt under	Förkortad del av	
Värderingstidpunkt	Erbjudandetiden	Påkallandedagen	Äganderätten	Annan	erbjudandetiden	erbjudande tiden	Totalt:
SN Särregel	23	0	0	0	0	3	26
SN Huvudregel	0	3	0	1	1	0	5

Totalt	
<i>Överensstämmelse</i>	
Moderbolag	19
Gode mannen	7
Annan	5
Totalt	31

Överensstämmelse	Värderingsobjekt	Värderingstidpunkt	Värderingsmetod
Moderbolag	20	20	19
Gode mannen	12	16	8
Annan	3	3	4
Totalt	35	39	31

Appendix 3

Stora Kopparbergs Bergslags AB / Bergvik och Ala AB

1979-12-10

Moderbolagets ombud: Torbjörn Fergenius m.fl.

God man: Gunnar Flodhammar

Skiljenämnd: Ordf. Knut Rodhe, MB¹³⁶: Sigurd Löfgren och DB¹³⁷: Sten K Johnson

Bud: För varje aktie i Bergvik och Ala erhöles 1 aktie i Stora Kopparbergs, 1 aktie i KemaNord AB samt 100kr kontant.

Erbjudandetid: 10 december 1975 – 16 januari 1976

Påkallandedag: 9 april 1976

Andel ägande i DB före påkallande: 98,4%

Moderbolagets yrkande:

Stora Kopparbergs yrkar att särregeln är tillämplig och att lösenbeloppet skall motsvara värdet av vederlaget. Moderbolaget anger att vederlaget skall värderas genom genomsnittlig börskurs för de två bolagens aktier under tiden för det offentliga erbjudandet. Stora Kopparbergs värde anges till 209,05kr och KemaNords till 214,85kr. Vilket sammantaget utgör 523,9kr inklusive det kontanta beloppet, justerat för lämnande utdelningar om 36kr blir beloppet, exklusive avkastningstillägg, 487,9kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Den gode mannen anser att dotterbolaget skall värderas genom en avkastningsvärdering, varpå en diskussion utbryter angående de antagna värdena om framtida avkastning. Gode mannen baserar sin värdering på ett korrigerat genomsnittresultat under åren 1972 – 1976. Bergvik och Ala består av tre separata verksamhetsområden bestående av industri, skog och kraft. Gode mannen anger ett sammanlagt avkastningsvärde för de tre delarna till 2205 mkr, givet en diskonteringsränta på 13,3 % och en skattesats på 25 %. Vilket ger ett värde per aktie om 2845,16kr.

Värderingstidpunkt: 31 december 1976

Värderingsobjekt: Dotterbolaget

Värderingsmetod: Avkastningsvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 487,9kr

Skiljenämnden inleder med att diskutera den avkastningsvärdering som gode mannen presenterat. De behandlar tämligen ingående de separata antagandena och delger sin egen uppfattning vilket resulterar i ett avkastningsvärde på 1060 mkr. Detta ger ett värde per aktie om 1368kr. Skiljenämnden har sedan framkommit till olika meningar om lösenbeloppets fastställande. Rodhe och Löfgren anser att bytesvalutans värde skall ligga till grund för löseskillningens beräkning. Stora Kopparbergs, KemaNobel och Bergvik och Ala har samtliga varit noterade vid aktiemarknad och aktiehandeln i respektive bolag har inte varit av ringa omfattning. De anser att moderbolagets beräkning av bytesvalutans värde ej bör frångås då inte tillräckliga skäl att frångå den framkommit. De sammanfattar att löseskillningen bör uppgå till 523,9kr justerat för lämnande utdelningar om 36kr.

136 Skiljeman utnämnd av moderbolaget.

137 Skiljeman utnämnd av dotterbolaget.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs
Särregel eller huvudregel: Särregel analogt

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:
I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Majoriteten av skiljenämnden anser att den öppna redovisning som svenska bolag tillämpar ger utomstående möjlighet att ta del av den relevanta fakta som påverkar börskurserna. Det har inte gjorts gällande att någon av de tre bolagens redovisningar har varit mindre informativa än rådande standard. De anser även att det är allmänt känt att börsvärdet av aktier i bolag med stora skogsinnehav avsevärt understiger avkastningsvärdet av bolagets aktier.¹³⁸ Majoriteten anser även att det teoretiska övervärde som finns i skogsinnehavet under normala omständigheter är oåtkomligt såvida inte marknaden beaktar den framtida utdelningstillväxt som innehavet rimligen bör ge upphov till. De anser att det är orimligt att den grupp aktieägare som tvångsinlösningsförfarandet berör skall ha möjlighet att ta del av detta överbelopp eftersom att de aktieägare som accepterade budet inte ansett att detta värde var relevant.

Dissens:

Johnson anser att eftersom skiljenämnden framkommit till ett avkastningsvärde om 1368kr per aktie kan han inte utesluta att aktiemarknaden ej i tillräckligt hög grad beaktat de framtidsvärden som existerar i bolaget. Han har därmed gjort en vägning av bytesvalutans värde och det avkastningsvärde som skiljenämnden beräknat. Detta ger 805kr per aktie (han ger bytesvalutan dubbelt så stort genomslag) och han anser att detta är ett mer rimligt värde givet marknadens eventuellt felaktiga prisbild.

Överklagande:

Skiljenämndens dom överklagades till domstol där både tingsrätten och hovrätten ansåg löseskillingen bör utgöra värdet av vederlaget under erbjudandetiden. Hovrätten angav även att i lagtextens ordalydelse "aktiernas verkliga värde" – låg närmast till hand att anknyta till börskursen.¹³⁹ Hovrätten angav även att det verkliga värdet ej kunde visas överstiga bytesvalutans värde varför ytterligare grund fanns för att vederlagets värde skulle utgöra lösenbeloppet. Hovrättens dom överklagades till Högsta Domstolen som inte beviljade prövningstillstånd.

138 De uttrycker avkastningsvärdering som "ett matematiskt värde av bolagets aktier", vår uppfattning är att börskursen i bolag med stora skogsinnehav understiger substansvärdet av bolagets tillgångar. I NJA 1957:1 (Gimo) angav Högsta Domstolen en värdering enligt matematiska värdets princip, som då avsåg en substansvärdering. Måhända är detta även vad skiljenämnden i Bergvik och Ala avsåg.

139 Se även Sjöberg sid. 221.

Appendix 4

Sammanställning av domarna i undersökningen:

Introduktion till Appendix 4	50
Kanthal / Bulten-Kanthal 1985-03-01	51
Papyrus / Nymölla 1986-09-11	52
Munksjö / Borås Invest 1986-12-12	52
STIAB / Parlamentet 1987-03-25	54
Argonaut / Monitor Shipping 1987-04-27	55
Nordström & Thulin / Rederiaktiebolaget RM Marininvest 1987-05-18	56
Th. Strålfors / Topflight 1987-11-25	57
Volvo / Provendor 1987-12-17	59
Stora / Papyrus 1988-10-04	60
Rottneros Bruk / Rockhammars Bruk 1989-04-04	61
Gotagruppen / Gotabanken 1989-11-23	63
Rottneros Bruk / Swanboard Masonite 1990-08-15	64
Gota / Wermlandsbanken 1990-12-18	67
Gota / Skaraborgsbanken 1990-12-18	68
Skandia Holding / Skandia International Holding 1991-03-18	70
Mercurius Gruppen / Gyllenhammar & Partners 1991-05-27	71
Nordiska Kompaniet / NCC 1996-01-25	73
Cardo / Ghorton Invest 1996-06-20	74
Latour / Almedahl Fagerhult 1996-09-13	75
Trustor / Trustor Components 1997-01-24	76
Spira / Vide Invest 1997-08-27	78
PriFast / Stancia 1997-10-31	80
Assidomän / NCB 1997-12-22	81
Hexagon / SwePart 1998-12-23	82
Humlegården Fastigheter / VBB gruppen 1999-02-08	83
Filago Handels / Frontline 1999-07-14	85
N&T Argonaut / Nordström & Thulin 1999-09-21	86
Fastighets Tornet / SIFAB Fastighets 2000-04-04	87
Asea Holding / ABB Participation 2000-05-15	88
Nordic Baltic Holding / Nordbanken 2000-05-26	89
Hufudstaden / NK Cityfastigheter 2000-06-20	90
Wihlborgs Fastigheter / Wihlborgs Fastigheter i Stockholm 2000-06-30	92

Stattum / Sveaskog	2001-04-06	93
AstraZeneca Holding / AstraZeneca	2001-08-03	94
Wedins Norden / Wilkenson Handsmakarna	2001-11-27	96
TietoEnator / Entra	2002-03-18	97
Turn IT / Arete	2002-05-16	98
Affärsstrategerna / IM InnovationsMäklarna	2002-08-19	99
Klövern / Adcore Stockholm	2002-10-15	100
Sanmina Holding / Sanmina Kista	2002-12-23	101
SAS / SAS Sverige	2003-03-14	102
HIH Sweden / Scandic Hotels	2003-06-30	104
Cardiac Science Sweden / Artema Medical	2003-11-28	105
Sveaskog / Assidomän	2004-03-29	106
Ramirent Oyj / Altima Aktiebolag	2005-01-28	108
LGP Allgon Holding / Powerwave Sweden	2005-04-16	109
Realia / Realia Fastigheter	2005-06-13	111
Nocom / I.A.R. Systems	2006-11-23	112

Introduktion till appendix 4:

Vi har i detta appendix sammanställt de skiljedomar som vi har behandlat i vår undersökning.

Skiljedomarna är sammanfattade tämligen kortfattat där vi redogjort för moderbolagets och gode mannens yrkande. Vi har sedan redogjort hur skiljenämnden har beslutat och mer ingående angett de resonemang som skiljenämnden fört.

Några klargöranden angående vår uppställning kan dock vara på sin plats:

Parterna i respektive skiljedom är angiven i rubriken i följande ordning: Moderbolag / Dotterbolag.

Skiljenämnden består av tre personer, där en person utnämns av moderbolaget och en person utnämns av tingsrätten (efter nominering av gode mannen alternativt någon av aktieägarna) som representant för dotterbolaget. I sammanställningen nedan har vi noterat moderbolagets representant genom att skriva "MB" framför namnet och dotterbolagets representant genom att först skriva "DB". Dessa båda skiljemän har i sin tur utnämnt den tredje skiljemannen som också är ordförande för nämnden.

I de fall någon av ledamöterna haft en avvikande mening har vi redovisat detta under rubriken "dissens".

Sist i sammanställningen har vi redovisat ifall domen överklagades till domstol, vi vill dock reservera oss mot att det kan föreligga överklaganden som vi ej redovisat. Den datamängd vi baserat vår undersökning på är en samling av skiljedomar, överklaganden till domstol sker inom 60 dagar efter att skiljedomen avkunnats.

Det finns situationer då viss information inte redovisats i skiljedomen, vi har då angivit "framgår ej".

Moderbolagets ombud: Anders Lindblad

God man: Bertil Henriques

Skiljenämnd: Ordf. Knut Rodhe, MB: Sigurd Löfgren och DB: Sigvard Lövgren

Bud: För varje femtal aktier i Bulten-Kanthal erbjöds sex nyemitterade aktier i Kanthal och 450 kr kontant. (A-aktie mot A-aktie, B-aktie mot B-aktie).

Erbjudandetid: Erbjudandet lämnades augusti 1983 och löpte till 5 november 1983

Påkallandedag: 15 januari 1984

Andel ägande före påkallande: Framgår ej, enbart över 90 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar att särregeln är tillämplig och att genomsnittlig börskurs under erbjudandetid för vederlaget (Kanthal-aktien) skall tillämpas. Detta ger ett värde på 258,50 kr summerat med kontantdelen på 450 kr blir värdet 2001 kr, vilket ger ett belopp om 400,20 kr per aktie i Bulten-Kanthal $((258,5 \cdot 6 + 450) / 5)$.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig vägd börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar också att lösenbeloppet skall grundas på särregeln, d.v.s. vederlagets värde. Dock yrkar gode mannen att påkallandedagen skall användas som värderingstidpunkt i första hand. Betalkursen i Kanthal var då 325 kr, vilket ger ett lösenbelopp på 480 kr. I andra hand yrkar gode mannen på av Riksskatteverket fastställda värdet 425 kr. Värderingstidpunkt är då den dag moderbolaget godkände erbjudandet.

Värderingstidpunkt: 1:a hand påkallandedagen, 2:a hand då styrelsen i Kanthal godkände erbjudandet

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: 1:a hand börskurs per påkallandedagen, 2:a hand Riksskatteverkets fastställda värde

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 400,20 kr

Skiljenämnden finner, liksom parterna, att särregeln skall tillämpas. Kanthal-aktien fanns noterad på C-listan, vilket innebar att de bara var noterade en gång i veckan, samt att omsättningsvolym inte fanns att tillgå. De konstaterade dock att vederlaget ändå skall ligga till grund för lösenbeloppet. Med hänvisning till tidigare skiljedomar fastställer man att genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden skall tillämpas. Lösenbeloppet fastställs sålunda i enlighet med moderbolagets yrkande, 400,20 kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig vägd börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Eftersom noteringen på C-listan innebar att aktien enbart fanns noterad en gång i veckan samt att omsättningsvolym ej redovisats, diskuterades Kanthalaktiens tillförlitlighet som värdemätare. Skiljenämnden hänvisar till att praxis föreligger att använda genomsnittlig börskurs för fastställande av lösenbelopp.

Papyrus/Nymölla

1986-09-11

Moderbolagets ombud: Framgår ej

God man: Bertil Henriques

Skiljenämnd: Ordf. Knut Rodhe, MB: Gunnar Widhagen och DB: Sune Karlsson.

Bud: För varje två-tal aktier i Nymölla erbjöds tre aktier Papyrus samt 400 kr kontant.

Erbjudandetid: Framgår ej

Påkallandedag: 24 april 1985

Andel ägande i DB före påkallande: 92,9%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar en analog tillämpning av särregeln och genomsnittlig (ovägd) börskurs under erbjudandetiden, minus den föreslagna utdelningen (diskonterad) vilken ej de som accepterat erbjudandet erhöll, men vilka kvarvarande minoritetsägarna efter budet erhöll. Yrkat lösenbelopp för aktierna är 211,3 kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig ovägd börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen har godtagit moderbolagets yrkande om att särregeln bör tillämpas analogt. Dock hävdar den gode mannen att det är den viktade genomsnittskursen under erbjudandetiden som skall tillämpas. Gode mannen accepterar även avdragen utdelning från lösenbeloppet. Yrkat lösenbelopp för aktierna är 221,2 kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig vägd börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 217,33 kr

Lösenbeloppet bestäms i enlighet med gode mannens yrkande, vilket ger ett värde om 217 kr och 33 öre, inkl. kontantvederlag och avkastningstillägg 553,5 kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig vägd börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregeln analogt

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med gode mannens yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang om vilken typ av genomsnittskurs som skall användas, där skiljenämnden finner att om en vägd genomsnittskurs finns att tillgå bör den användas.

Munksjö/Borås Invest

1986-12-12

Moderbolagets ombud: Framgår ej

God man: Lars Hasselgren

Skiljenämnd: Ordf. Lars Persson, MB: Lars-Göran Nilsson och DB: Sture Larsson

Bud: Varje aktie i Borås Invest gav sju nyemitterade A-aktier i Munksjö AB, ett kontantbelopp om 75 kr samt en inköpsrätt att teckna en aktie vid en planerad börsintroduktion av Borås Wäfveri.

Erbjudandetid: 13 maj - 7 juni 1985

Påkallandedag: 4 december 1985

Andel ägande i DB före påkallande: 93,8%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar på att särregeln ska tillämpas och att värdet av vederlaget skall baseras på den genomsnittliga börskursen under erbjudandetiden multiplicerat med sju och plus det kontanta vederlagsbeloppet. Detta ger ett värde om 204,50 kr, vilket också överensstämmer med Riksskatteverkets avyttringsvärde. Vidare hävdar man att omsättningen i Boråsaktien varit låg efter erbjudandet och att det föreslagna lösenbeloppet är högre än den genomsnittliga börskursen för denna aktie under året efter budet.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen menar att existerande lagstiftning ej är avsedd för uppköp av investmentbolag. Investmentbolag handlas till rabatt p.g.a. av den latenta skatteskulden. Gode mannen anser att huvudregeln skall tillämpas i första hand och att en substansvärdering tillämpas. Värdet av aktierna i investmentbolaget skall räknas upp med 30 % skatt för att kompensera för substansrabatten. Börsportföljens värde ska därför räknas upp från 232 Mkr till 318 Mkr, Borås Wäfveri värderas till 35 Mkr, Sävsjö Fälgar till 36 Mkr samt ett aktieägartillskott om 16 Mkr. Totalt 373 Mkr vilket ger ett aktievärde om 266,43 kr. I det fall särregeln skulle tillämpas anser gode mannen att erbjudandetiden på 3 veckor är en för kort tid. Ifall särregeln ska tillämpas ska istället genomsnittet av börskursen under ett år i Munksjö användas. Under åren 1985-86 anges högsta betalkurs vara 27 kr och lägsta 16,50 kr. Genomsnittet blir således 21,75 kr, vilket resulterar i ett lösenbelopp om 227,25 kr.

Värderingstidpunkt: 1:a hand, senaste årsbokslut d.v.s. 1984-12-31. 2:a hand, 1985-1986

Värderingsobjekt: 1:a hand, dotterbolagets företagsvärde. 2:a hand, vederlaget

Värderingsmetod: 1:a hand, substansvärde uppräknat med latent skatteskuld s.k. investmentbolagsrabatt. 2:a hand, genomsnittet av högsta och lägsta betalkurs.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 204,50 kr

Skiljenämnden finner att särregeln är tillämplig och att lösenbeloppet ska baseras på det erbjudna vederlaget. Skiljenämnden finner också att den av gode mannen hävdade latenta skatteskulden inte vållat några fördelar för Munksjö. De diskuterar även huruvida hänsyn till aktiens värde vid påkallande ska tas. De finner här inte särskilt stora skillnader mellan börskurs vid påkallande och erbjudandetid. Således föreligger inga särskilda skäl. Skiljenämnden finner därför att vederlagets värde bör bestämmas med utgångspunkt i Munksjöaktiens kurs under erbjudandetiden. Lösenbeloppet blir således 204,50 kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Hänvisning till praxis och doktrin samt litteratur som anger att genomsnittlig börskurs skall användas. Även diskussioner förs om huruvida åtskillnad skall göras vid beräkning av investmentbolag, där man finner att någon sådan skillnad ej skall göras. De diskuterar även frågor kring omsättningsvolymen samt huruvida man ska ta hänsyn till fluktuationer av börskursen efter budet. Men finner ej att detta skall utgöra särskilda skäl.

STIAB/Parlamentet**1987-03-25****Moderbolagets ombud:** Jan Widlund**God man:** Bertil Henriques**Skiljenämnd:** Ordf. Bengt Westerling, MB: Sven-Erik Johansson och DB: Gunnar Flodhammar**Bud:** För varje post om 15 aktier erhöles en aktie i STIAB samt ett förlagslån om nominellt 50 kr.**Erbjudandetid:** Offentligt bud riktades i början av maj 1985, datum framgår ej mer specifikt.**Påkallandedag:** 21 november 1985**Andel ägande i DB före påkallande:** 93,3%**Moderbolagets yrkande:**

Moderbolaget yrkar att särregeln ej är tillämplig eftersom det offentliga erbjudandet ej avsåg större delen av förvärvet. I samband med erbjudandet förvärvades också en större mängd aktier av Mörstedtsgruppen, eftersom detta förvärv berörde en större aktiepost än det offentliga erbjudandet menar man att huvudregeln istället skall tillämpas. Avtalet med Mörstedts gällde även ett lägre belopp eftersom dessa avstod från förlagslånet. Moderbolaget yrkar således på en substansvärdering och kommer fram till beloppet 8,28 kr, vilket motsvarar det belopp vilket Parlamentet överlätits för till AB Monument. I det fall skiljenämnden anser att särregeln tillämpas analogt anser man att det finns särskilda skäl att frångå den. STIAB anser sig ha fått felaktig information om Parlamentet innan budet. STIAB tillbakavisar också avkastningstillägget eftersom Parlamentet ej genererat någon vinst under perioden efter budet.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen*Värderingsobjekt:* Dotterbolaget*Värderingsmetod:* Substansvärde**Gode mannens yrkande:**

Gode mannen yrkar att särregeln är tillämplig och att lösenbeloppet ska baseras på genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden. Genomsnittskursen för STIAB-aktien var under erbjudandetiden 280 kr. Förlagsbeviset skall värderas till 70 % av nominellt belopp. Lösenbeloppet blir då 21 kr, med avkastningstillägg 22,70 kr. Gode mannen hävdar vidare att om särregeln ej finnes tillämplig ska regeln ändå tillämpas analogt. I annat fall yrkar gode mannen på att börskursen för vederlaget på påkallandedagen används vid värderingen, vilket motsvarar 15 kr plus 70 öre för avkastningstillägg.

Värderingstidpunkt: 1:a hand erbjudandetiden. 2:a hand påkallandedagen*Värderingsobjekt:* Vederlaget*Värderingsmetod:* Genomsnittlig börskurs resp. börskurs per påkallandedagen.**Skiljenämndens dom:***Lösenbelopp:* 15,38

Skiljenämnden finner att särregeln är tillämplig. Detta eftersom erbjudandet till Mörstedt-gruppen var en del av en plan att förvärva alla aktier i Parlamentet. Erbjudandet till Mörstedt var mycket nära både innehållsmässigt och tidsmässigt det offentliga erbjudandet. Vidare tillbakavisar man de särskilda skäl som STIAB hävdade. Eftersom en värdering av Bohlins ändå visade att substansvärdet var betydligt lägre än i prospektet har man tagit hänsyn till

detta. Dessutom har man tagit hänsyn till att de aktieägare som accepterat erbjudandet fått förlagsbevis. Anledningen var att konvertering av dessa endast kunnat ske vid ett senare tillfälle och börskursen hittills gått ner. Lösenbeloppet bestäms således i överensstämmande med gode mannens andrahandsyrkande d.v.s. värdering av vederlaget per påkallandedagen, 15 kr. Dock med ett annat avkastningstillägg.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Börskurs per påkallandedagen
Särregel eller huvudregel: Särregeln

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:
I enlighet med gode mannens 2:a hands yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

I domen diskuteras värderingstidpunkt med anledning av att förlagsbevisen medför konvertering vid senare tillfälle. Vidare diskuteras rimligheten i den av STIAB åberopade substansvärderingen, vilken bedöms vara osäker, men som man ändå tar hänsyn till. Det diskuteras också om tolkningen av särregeln, när huvudägaren får ett justerat erbjudande i samband med det offentliga erbjudandet.

Argonaut/Monitor Shipping

1987-04-27

Moderbolagets ombud: Hans Berggren
God man: Wolfgang Kутtenkeuler
Skiljenämnd: Ordf. Magnus Lindahl, MB: Gunnar Widhagen och DB: Torbjörn Haage

Bud: För varje nio-tal aktier i Monitor Shipping erhöles två nyemitterade aktier i Argonaut.

Erbjudandetid: 3-25 juni 1986 med förlängning till 27 augusti.
Påkallandedag: 4 augusti 1986.
Andel ägande i DB före påkallande: Framgår ej, enbart över 90 %.

Moderbolagets yrkande:

Argonaut har yrkat på lösenbeloppet 8,80 kr. Moderbolaget yrkar vidare att särregeln är tillämplig och att lösenbeloppet skall bestämmas med utgångspunkt från den genomsnittliga betalkursen under erbjudandetiden.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig betalkurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen har yrkat på lösenbeloppet 11,10 kr. GM anser att lösenbeloppet skall grundas på betalkursen av Argonaut på påkallandedagen.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Betalkurs

Skiljenämndens dom:

Skiljenämnden anser att lösenbeloppet ej skall baseras på enbart en dag och medger därför moderbolagets yrkande. Med utgångspunkt från moderbolagets beräkning fastställs lösenbeloppet till 8,85 kr.

Lösenbelopp: 8,85 kr
Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig betalkurs
Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:
I enlighet med moderbolaget

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden menar att en dag är för kort tid för att bestämma lösenbeloppet och förespråkar genomsnittlig betalkurs under erbjudandetiden, som skäl för detta nämns att det vederlag en minoritetsägare erhåller vid tvångsinlösen skall motsvara det belopp som en minoritetsägare som accepterat budet hade erhållit.

Nordström & Thulin / Rederiaktiebolaget RM Marininvest

1987-05-18

Moderbolagets ombud: Leif Thorsson

God man: Olof Waern

Skiljenämnd: Ordf. Bengt Hult, MB: Sigvard Heurlin och DB: Björn Edgren

Bud: För varje aktie i Rederibolaget RM Marininvest erhöles 1 aktie i Nordström & Thulin. Samma förhållande gällde för optionsrätter.

Erbjudandetid: 21 februari - 14 mars 1986

Påkallandedag: 27 juni 1986

Andel ägande i DB före påkallande: 99 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser att särregeln är tillämplig och att vederlagets värde i pengar skall motsvara lösenbeloppet. Eftersom att aktieägarna hade möjlighet att acceptera budet under erbjudandetiden anser moderbolaget att även denna period skall ligga till grund för beräkning av värdet på vederlaget. Enligt praxis samt enligt 14kap 9§ ABL och motsvarande lagrum i aktiebolagslagen från 1944 skall vederlaget värderas med hänsyn till sitt marknadsvärde under erbjudandetiden. Denna praxis anses vara fast. Aktiebolagsutredningens betänkande (SOU 1971:15) samt förslaget till ABL (prop.1975:103) anses inte vara tillämplig då det gäller värdering av målbolaget och inte vederlaget. Moderbolagets aktier var vid tiden för erbjudandet inte noterat, men målbolaget var noterat och eftersom att förhållandet var 1:1 för aktiebudet anser moderbolaget att denna kurs även kan sägas utgöra vederlagets värde. Detta ger inte fog för att hävda att principen om vederlagets värdering frångås, snarare måste man då söka hitta en korrekt värdering under perioden. Genomsnittlig betalkurs under erbjudandetiden var, för målbolaget, 37,9kr. Eftersom gode mannen yrkat att substansvärdet 47kr ska gälla båda bolagen anser moderbolaget att det ger ytterligare fog för att värdena på aktierna kan likställas.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Vederlaget skall utgöra värdet för lösenbeloppet då särregeln är tillämplig. Påkallandedagen skall vara värderingstidpunkt och moderbolagets sista marknadsnoterade betalkurs den 27 juni 1986 var 47kr. Att använda målbolagets kurs under erbjudandetiden som värderingstidpunkt anser gode mannen inte kan godtas. Han anser

att det inte föreligger ett förhållande som säger att värdet är lika stort på aktierna enkom för att budet var 1 mot 1 aktie. Det säger snarare att de som accepterade budet ansåg moderbolagets aktie vara mer värt än målbolagets. I erbjudandeprospektet angavs även att ett schablonmässigt substansvärde för moderbolaget var 47kr. Under perioden 86/87 har moderbolagets aktie handlats mellan 30-68,5kr. Detta ger ytterligare motiv för att 47kr bör vara ett korrekt belopp. Att hävda att aktieägarna värderat budet under tiden för erbjudandetiden nyanserar gode mannen med att hävda att aktieägarna ej hunnit ta ställning till erbjudandet under den period om 3 veckor då erbjudandetiden fortlöpte, eftersom att skolornas sportlov låg under denna period och därmed sammanhängande resor.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Senast betalda kurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 47 kr

Båda parter och skiljenämnden är överrens om att särregeln är tillämplig. Vederlaget skall sålunda bestämmas i enlighet med ABL 14 kap § 9. Skiljenämnden diskuterar vilken tid som är rätt värderingstidpunkt. De hänvisar till prop. 1975:103 där det anges att det är principiellt riktigast att löseskillingen fastställs med hänsyn till aktiens värde på påkallandedagen. Stadsrådet talar där om värderingen av målbolagets aktie vid tvångsinlösen, men det är inte speciellt nämnt om det är huvudregel eller särregel som skall användas. Tanken bakom särregeln är att då en stor del aktieägare accepterat budet motsvarar detta värde även målbolagets värde. I ljuset av detta är stadsrådets resonemang om påkallandedagen helt tillämpligt även då särregeln används. Gode mannen har redovisat att värdet på påkallandedagen på moderbolagsaktien var 47kr, något som inte bestridits av moderbolaget och därmed skall vederlaget bestämmas till 47kr samt avkastningstillägg.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Senast betalda kurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med gode mannens 1:a hands yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden anser att särregeln är tillämplig och att tidpunkten för värdering fastställs i enlighet med praxis samt förarbeten till ABL 1975. Detta ger att värdet på moderbolagets aktie på påkallandedagen är korrekt värdering.

Th. Strålfors AB/Topflight AB

1987-11-25

Moderbolagets ombud: Michael Karlsson

God man: Lars Laurin

Skiljenämnd: Ordf: Claes Peyron, MB: Reidar Peters och DB: Lars Andersson

Bud: För varje fyrantal aktier i Topflight erhöles en nyemitterad aktie i Strålfors. Skillnad gjordes ej mellan A och B-aktie. Däremot avsåg vederlaget B-aktier i Strålfors.

Erbjudandetid: 1:a erbjudandet var mellan 2 september till 15 oktober 1985. 2:a erbjudandet var mellan 24 april och 16 maj 1986.

Påkallandedag: 7 november 1986.

Andel ägande i DB före påkallande: 99,55%

Moderbolagets yrkande:

Strålfors yrkar att särregeln är tillämplig. Detta eftersom moderbolaget förvärvade huvuddelen av aktierna från ett fåtal huvudägare och lämnade ett offentligt erbjudande i omedelbar anslutning. Eftersom det i detta fall lämnades två erbjudanden yrkar moderbolaget att vederlaget ska värderas till genomsnittligt marknadsvärde från det första erbjudandets början till det andra erbjudandets slut. Genomsnittskursen på Strålfors var under sagda tidsperiod 143,10 kr. Värdet på Topflights aktier blir då 35,80 kr, inkl. avkastningstillägg 36,50 kr.

Värderingstidpunkt: Tiden från det första erbjudandets början till det andra erbjudandets slut

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar att särregeln inte är direkt tillämplig, men att aktierna i Topflight ändå kan värderas med utgångspunkt av Strålforsaktien. Gode mannen hävdar att den tidpunkt som ska användas för värderingen är den då återstoden av aktierna förvärvades d.v.s. tidpunkten för äganderättens övergång, vilket är den 15 juni 1987. Värdet på Strålforsaktien var då 260 kr, vilket betyder att vederlagets värde var 65 kr.

Värderingstidpunkt: Tidpunkten för äganderättens övergång

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 41,25 kr

Skiljenämnden konstaterar att särregeln inte är tillämplig, men att parterna likväl enats om att lösenbeloppet skall grundas på vederlaget d.v.s. Strålforsaktien. Skiljenämnden finner därför att praxis skall tillämpas och således genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden. Dock finns det här två erbjudandetider med ett inte obetydande tidsintervall emellan. Eftersom mer än 20 % av aktierna förvärvades under 2:a erbjudandeperioden finner skiljenämnden det närmare till hands att basera genomsnittskursen på denna tidsperiod. Baserat på den kursutredning som Strålfors genomfört skall strålforsaktien värderas till 165 kr, vilket ger ett lösenbelopp på topflightaktien om 41,25 kr.

Värderingstidpunkt: Sista av två erbjudandetider

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Analogt

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Stämmer ej överens varken med moderbolagets eller med gode mannens yrkande. Dock går domen på parternas överenskommelse om att det är vederlaget som skall värderas. Skiljenämnden finner dock att en annan erbjudandetid skall tillämpas än de som framfördes i respektive yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden konstaterar visserligen att särregeln ej är tillämplig, men går ändå på yrkanden där båda parter har yrkat på en analog tillämpning av särregeln. Vidare uppstår en diskussion om hur man ska göra när det finns två erbjudandeperioder som inte följer varandra direkt i tid. Man kommer fram till att den senare erbjudandeperioden, men anledningen till detta är relativt oklart. För att citera skiljedomen: "Såvitt utredningen visar har mer än 20 % av de aktier, som inlöses till följd av erbjudandena, utbytts först under tiden för erbjudande II. Det ligger då enligt skiljenämndens uppfattning närmare till hands att lägga vederlagets värde under tiden för erbjudande II till grund för bedömningen av Topflights värde".

Volvo / Provendör

1987-12-17

Moderbolagets ombud: Framgår ej

God man: Bror-Emil Jeppson

Skiljenämnd: Ordf. Bengt Hult, MB: Gunnar Widhagen och DB: Lennart Svensson

Bud: För varje aktie i Provendör erbjöds 175 kr kontant och en aktie i det nybildade aktiebolaget Investment AB Cardo. Innehavare av konvertibla förlagsbevis erhö11 175 kr kontant och en aktie eller 280 kr kontant. Till följd av börsuppgång justerades erbjudandet för förlagsbevis till 310 kr, sedermera med kompensation för tidsutdräkt vilket gav 313 kr. Kontantdelen i budet på aktierna justerades också upp till 178 kr.

Erbjudandetid: 30 december 1985 - 31 januari 1986, förlängning till 21 februari 1986.

Påkallandedag: 27 februari 1986

Andel ägande i DB före påkallande: Framgår ej, enbart över 90 %.

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar på lösenbeloppet 323,40 kr per aktie med hänvisning till att särregeln bör vara tillämplig och således att vederlagets värde skall ligga till grund för lösenbeloppet. Man hävdar också att när vederlaget består av aktier bör lösenbeloppet bestämmas utifrån marknadsvärdet av aktien som ingår i vederlaget. Aktien i investmentbolaget noterades den 24 mars, första betalkurs noterades den 1 april 1986 och uppgick då till 139 kr. Med avkastningstillägg 7 % på kontantdelen samt ovan nämnda börskurs kommer man fram till lösenbeloppet. Moderbolaget tillbakavisar gode mannens yrkande om att särregeln bara är tillämplig på kontantbud. Eftersom det är fast skiljedomspraxis att när särregeln är tillämplig och det offentliga erbjudandet består av värdepapper bör dessa värdepapper beräknas till ett visst belopp i kronor och värderingen bör hänföras till den tid erbjudandet står öppet, alternativt till påkallandedagen. Man tillbakavisar också yrkandet om att informationsunderlaget varit otillräckligt. Vidare menar man att ifall man, som gode mannen, lägger på ett schablonmässigt belopp för latent skatteskuld, så skulle minoritetsägarna få åtnjuta ett fiktivt övervärde som är oåtkomligt för de aktieägare som accepterat budet. Vidare menar moderbolaget att hänvisning till kurser för 1984 inte är tillförlitliga eftersom kurserna då var i topp och sedermera sjönk till 250 kr redan vid årets slut. Man tillbakavisar också värdet 230 kr per maj 1987 eftersom gode mannen tidigare hävdade värderingstidpunkt per påkallandedagen och eftersom börskursen vid denna tidpunkt var ett resultat av genomförda affärer, bland annat förvärvet av Sonessons.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Börskurs under första dagen då betalkurs fanns noterad.

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar på lösenbeloppet 402,80 kr. Gode mannen hävdar att särregeln ej är tillämplig, trots att rekvisiten är uppfyllda. Gode mannen menar istället att särregeln endast är tillämplig vid kontanta vederlag. Dessutom menar han att informationen till minoritetsägarna varit ofullständig. Detta eftersom styrelsen i dotterbolaget i ett senare skede avrått aktieägarna från att tidigare ha rekommenderat budet. Gode mannen menar att styrelsen i det senare skedet intagit en passiv hållning. Gode mannen yrkar således att ifall särregeln ej är tillämplig bör aktierna i dotterbolaget värderas. Ifall den tillämpas ska aktierna i det nybildade bolaget värderas. I båda fallen hävdar dock gode mannen att börskurser ej ska användas då de påverkas av tillfälliga och inte alltid rationella omständigheter. Därför ska företagsvärde användas i båda fallen. Gode mannen säger sig vidare inte ha tillräcklig information för ett underbyggande av lösenbeloppet. Han resonerar vidare kring den substansrabatt som uppstår p.g.a. av latent skatteskuld i investmentbolag. Således skiljer sig företagsvärdet och börsvärdet. Efter vidare resonemang kommer gode mannen fram till beloppet 200 per aktie, plus kontantdelen och avkastningstillägg yrkas således ovanstående lösenbelopp. För att styrka sitt resonemang hänvisas också till en riktad nyemission till Volvo år 1984, då 413 kr betalades per aktie. Vidare hänvisas till börskursen 27 maj 1987 då dotterbolagets aktier handlades för 228-230 kr.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Dotterbolaget eller vederlaget beroende på om särregeln tillämpas av skiljenämnden eller inte.

Värderingsmetod: Företagsvärde

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 142 kr

Skiljenämnden finner att särregeln är tillämplig. Det finns inga indikationer i lag på att denna ej skall användas när vederlaget består av annat än kontanter. Övriga rekvisit var som sagt tidigare uppfyllda. Skiljenämnden finner ej heller att informationsunderlaget varit bristfälligt. Med hänvisning till verkligt värde menar skiljenämnden att detta ska baseras på marknadsvärden då vederlaget är börsnoterat. Lösenbeloppet bestäms genom att ta ett genomsnitt av vederlagets börskurs mellan den 1-25 april 1986 justerat med Affärsvärldens generalindex, vilket ger beloppet 142 kr per aktie. Kontantdelen vållade inga svårigheter eftersom den bestäms till beloppet i budet. Totalt blir då lösenbeloppet 320 kr eller 329 kr med avkastningstillägg att jämföra med yrkandena.

Värderingstidpunkt: 1-25 april 1986, vilket alltså är de första veckornas notering av vederlaget.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregeln

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Lösenbeloppet ligger nära moderbolagets yrkande (3 kr differens). Istället för börskurs baserad på en dag, används en längre tidsperiod.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

I domen diskuteras många intressanta värderingsaspekter. Dels diskuteras värderingsmetod och värderingstidpunkt, där man kommer fram till att vederlaget skall värderas som ett genomsnitt av noterad kurs. Vidare diskuteras huruvida hänsyn skall tas till så kallade investmentbolagsrabatt. I domen finner man att detta är en marknadsrealitet och att man ej skall justera värderingen för detta.

Stora / Papyrus

1988-10-04

Moderbolagets ombud: Göran Nyström

God man: Nils E. Segerfors

Skiljenämnd: Ordf. Jan Ljungar, MB: Magnus Lindahl och DB: Sigvard Heurlin

Bud: Alt A: För varje aktie i Papyrus erhöles en nyemitterad aktie i STORA samt ett konvertibelt förlagsbevis på nominellt 160 kr. Alt B: För varje aktie i Papyrus erhöles en aktie i STORA, ett förlagsbevis om nom. 80 kr samt 144 kr kontant. Alt C: För varje aktie sjuttal aktier i Papyrus erhöles 13 nyemitterade aktier i STORA.

Erbjudandetid: 8 december 1986 och med förlängning till 20 mars 1987

Påkallandedag: 24 maj 1987

Andel ägande i DB före påkallande: Över 90 %, ej mer detaljerat.

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget har yrkat att särregeln skall tillämpas och att lösenbeloppet i första hand skall fastställas till 583 kr och i andra hand till 595 kr och 10 öre. Som grund för detta används genomsnittlig betalkurs under erbjudandetiden. Båda yrkanden är grundade på detta beräkningssätt, men med olika viktningar. MB menar vidare att beräkning av genomsnittskurser har fast förankring i tvångsinlösenspraxis.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs (1:a hand ovägd)

Gode mannens yrkande:

Gode mannen har också yrkat på att särregeln skall tillämpas och lösenbeloppet 611 kr. Som grund för yrkandet hävdar gode mannen högsta betalkurs under erbjudandet. Han menar att aktien var i ett stigande skede och att aktieägare som tvångsinlöses berövas möjligheten till värdestegring. I andra hand medhåller gode mannen moderbolagets yrkande och hävdar att viktade värden användas, således moderbolagets andrahandsyrkande.

Värderingstidpunkt: Dagen för högsta betalkurs

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Högsta betalkurs

Skiljenämndens dom:

Skiljenämnden anser att en dag är för kort tid för att beräkna vederlagets värde och menar att genomsnittligt kursvärde under erbjudandetiden bör vara mer representativt. Vidare menar skiljenämnden att kursbildningen i STORA-aktien varit representativ i form av marknad och prisbild. Man anser därför att ovägd genomsnittskurs bör användas. Lösenbeloppet bestäms således till 583 kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig ovägd börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med moderbolagets förstahandsyrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang som stödjer att genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden ska användas. Även diskussion kring huruvida vägd eller ovägd genomsnittskurs ska användas, där skiljenämnden i detta fall anser att ovägd ska användas.

Rottneros Bruk AB / Rockhammars Bruk AB

1989-04-04

Moderbolagets ombud: Fred Wennerholm

God man: Per Winnberg

Skiljenämnd: Ordf. Bengt Hult, MB: Leif Thorsson och DB: Stefan Sandén

Bud: För varje A eller B aktie i Rockhammar erhöles 1 aktie i Rottneros

Erbjudandetid: Nämns enbart att erbjudandet lämnades i maj 1987

Påkallandedag: 11 september 1987

Andel ägande i DB före påkallande: 95,5%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget har låtit utföra en avkastningsvärering samt en substansvärdering genomförd av revisionsfirman Hagström & Sillen. Avkastningsvärderingen är gjord genom att titta på resultat efter justeringar för finansnetto för tiden 1981 - 1987, de har kommit fram till att den genomsnittliga årsvinsten för de senaste sex åren är 5,1Mkr, för de senaste 5 åren är siffran 6,9Mkr. Ett avkastningskrav är uppskattat till 25 %, vilket ger 9,70kr/aktie, alternativt 13,1kr (om man endast ser till de senaste 5 åren). Sänker man avkastningskravet till 20 % är siffrorna 12,1kr, alternativt 16,4kr. Substansvärderingen är gjord genom att värdera bolagets anläggningar, lönsamheten är tämligen låg, och de har satt anläggningarnas värde till planerligt restvärde. Detta ger ett substansvärde om

57,2Mkr, vilket ger 27,2kr/aktie. De sammanfattar genom att säga att ett rimligt avkastningskrav är 20-25% och antas att de historiska data för de senaste 5-6 år motsvarar en konjunkturscykel som kommer att upprepas och ingen vikt läggs vid substansvärderingen är ett rimligt värde mellan 10 och 16kr/aktie. Moderbolaget anser då att ett rimligt lösenbelopp är 16kr. Moderbolaget gör även gällande att den vinst som uppkommit 1987 inte skall ingå i värderingen då detta beror på synergieffekter och aktiviteter av den nya ledningen. De lägger även till att det föreligger en otroligt dålig likviditet i dotterbolagets aktier under denna tid. Då det uppenbarligen även är stor skillnad mellan avkastningsvärdering, substansvärdering och börskurs anses inte någon vikt kunna läggas vid börskursen. Börskursen ger en bild av förväntad vinst och inte faktiskt vinst, hänvisning görs till Flodhammars sid 127, där styrelsen för Londonbörsen uttalat om att fundamentalvärde och börsnoterat värde avviker från varandra.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Avkastnings och substansvärdering

Gode mannens yrkande:

Gode mannen har även han, tagit in en fundamentalvärdering från en revisionsfirma (Öhrlings). I prospektet för erbjudandet angavs en prognostiserad vinst för 1987 på 3-4Mkr, att jämföra med MB:s värdering där förlusten för 1987 beräknats till 8,2Mkr. I årsredovisningen för 1987 är sedan en vinst på 0,4Mkr angiven. Gode mannen anser att även om man ser till historisk vinst måste hänsyn tas till inflationen och resultatet därmed uppräknas med hjälp av konsumentprisindex. Enligt Affärsvärldens sammanställning är ett rimligt avkastningskrav (de skriver kalkylränta) 10-12% efter skatt. Rockhammars genomsnittliga skatt för åren 82-86 har varit 22 %. Beräkningen ger sedan ett intervall för aktiens värde på 19,05 - 36,4kr, där lägsta värdet har fått genom att utgå från en skattesats om 50 % och beräknad uthållig vinst som snittet från de senaste åren, men justerat för det faktiska resultatet om 0,4Mkr för 1987. Det högsta värdet har fått genom att tillämpa en skattesats om 25 % och förväntad vinst för 1987 om 3-4Mkr enligt prospektet. Värdet på Rockhammaraktien var den 11/9 1987 40kr. Denna siffra kan motiveras genom att säga att en uthållig vinst är 8Mkr per år och diskontera detta till ett avkastningskrav om 10 %. Detta är även gode mannens 1:a handsyrkande. I ett utlåtande från Öhrlings anses deras beräkningar ge ett motiverat värde om 30kr, där större vikt läggs vid börskurs än vid skogsföretagens substansvärde. Detta är gode mannens 2:a handsyrkande. Han gör även gällande att kritik ej bör riktas mot börskursen som värdemätare, kursens stabilitet över längre sikt skall också tas hänsyn till (utöver omsättningen), det intervall som kursen varierat mellan är ca:29-65kr (1985-1987). Det faller på sin egen orimlighet att ge aktieägare som inte accepterade budet ett mycket lägre belopp än vad de hade fått om de försålt aktierna via marknaden.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Avkastningsvärdering med stöd från börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 40 kr

Parterna är överrens om tidpunkten för värdering, den 11 september 1987, samt att huvudregeln skall tillämpas (MB ägde 78 % före budet). Enligt den tidigare ABL (1944) skall vid tvist av lösenbelopp aktiens verkliga värde fastställas. Denna fråga diskuteras i prop. 1975:103, s 533, där det anses att formuleringen är intetsägande. Gimomålet (NJA 1957 sid. 1) slår fast att värdet skall beräknas utan hänsyn till att de är minoritetsaktier. Skiljenämnden anser att det ur principiella utgångspunkter kan sägas att en aktie är en del av ett företags totala värde. Man anser därmed att den möjlighet som föreligger för en aktieägare att tillgodogöra sig detta värde är att försälja aktien via marknaden, där det kan sägas föreligga ett pris som en klok och förståndig köpare, med rimlig tillgång till information om bolag, är beredd att betala för aktien. Frågan uppkommer då om likviditeten är så pass låg att det finns fog att resonera att marknadspriset inte är representativt. Skiljenämnden hänvisar till en hovrättsdom från "nedre Norrland den 23 december 1983", där det resoneras att aktievärdet är vad man under normala omständigheter kan sälja aktien för, samt att det endast är orimligt att utgå från börskursen om det kan påvisas att börskursen "styrts av onormala omständigheter". Skiljenämnden beslutar att börskursen skall ligga till grund för värderingen. Även fast omsättningen varit låg på börsen har ändå kursen vara tämligen stabil mellan

40 och 50kr och kursen på påkallandedagen ska därmed utgöra lösenbelopp. Köpkursen var den 11 september 1987 40kr.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen
Värderingsobjekt: Målbolaget
Värderingsmetod: Börskurs
Särregel eller huvudregel: Huvudregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:
I enlighet med gode mannens 1:a hands yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

SN anser att börskursen är en korrekt värdemätare, i enlighet med praxis. Frågan om det kan hävdas att börskursen är orimlig diskuteras och det framkommer att det måste finnas uppenbara brister i kursställningen, i form av marknadspåverkan av något slag. I fallet att detta inte kan bevisas skall lösenbeloppet motsvara vad en klok och förständig köpare ville erlægga via börsern.

Gotagruppen AB/ Gotabanken

1989-11-23

Moderbolagets ombud: Gustav Bergstedt

God man: Bertil Henriques

Skiljenämnd: Ordf. Lars Rahm, MB: Sven-Erik Johansson (tidigare Gunnar Widhagen som avgick p.g.a. jäv) och DB: Stefan Sandén

Bud: För varje aktie i Gotabanken erhöles 3 nyemitterade aktier i Gotagruppen samt 160kr kontant

Erbjudandetid: 15 april 1988 - 3 augusti 1988

Påkallandedag: 28 juli 1988

Andel ägande i DB före påkallande: 91,2%

Moderbolagets yrkande:

Särregeln är inte tillämplig, och utgångspunkten för värderingen borde vara aktiernas värde vid tidpunkten för påkallandet av tvångsinlösen. Detta värde skall dock inte utgöra börsvärdet vid påkallandetidpunkten då kursen var påverkad av Gotagruppens erbjudande till minoritetsaktieägarna. Börsvärdet översteg aktiernas verkliga värde då marknaden spekulerade i ett förnyat erbjudande. I första hand bör värdet bestämmas genom en kombinerad P/E-tals- och substansvärderingsmetod. Moderbolaget använder sig av ett P/E-tal på 8 och beräknar värdet utifrån en vinst per aktie på 40,1kr, vilket motsvarar 321kr. Substansvärderingen har motiverats med en "värdering med uppräknig enligt Affärsvärldens nyckeltal för relationen kurs/substans", vilket ger ett belopp om 385kr. Moderbolaget anser att resultattillväxten har större betydelse än substansvärdet när det gäller banker, så värdet ligger närmare 321kr, och uppskattas därmed till 340kr. I andra hand utgås från ett belopp om 350kr, vilket är värdet på stamaktien på dagen för offentliggörandet av erbjudandet. Detta belopp är korrigerat för den indexökning som skett på Stockholms fondbörs generalindex, Affärsvärldens och Veckans affärers general- respektive totalindex. Vilket under perioden 15april - 18 juli ökade med 9,2 % i genomsnitt. Detta ger ett värde om 383kr. Som 3:e handsyrkande anges börskursen vid dagen för offentliggörandet för erbjudandet justerat för bankindex, vilket ger 395,3kr.

Värderingstidpunkt: Dagen innan offentliga budet lades

Värderingsobjekt: Målbolag

Värderingsmetod: Börskurs justerad för utvecklingen på börsern fram till påkallandedagen

Gode mannens yrkande:

Särregeln är inte direkt tillämplig, men då erbjudandet riktades till en vidare krets anser han att värdet i alla fall inte kan understiga marknadsvärdet av det offentliga erbjudandet. GotaGruppens aktier per påkallandedagen handlades till 105kr, vilket ger ett värde om $(3 \cdot 105 + 160) = 475$ kr. I fallet att börskursen på dagen för det offentliga erbjudandet används som värderingstidpunkt, så låg GotaGruppens aktier på 83kr. Detta justerat för utvecklingen av Affärsvärldens index fram till påkallande dagen ger ett värde om 472kr (han har då räknat med en utveckling på 15,4%. Moderbolaget rättar sedan denna beräkning med att utvecklingen var 13 %, vilket ger ett belopp om 462kr). Detta ger ungefär samma belopp och gode mannens 1:a handsyrkande är således 475kr. Hans 2:a handsyrkande är aktiekursen för Gotabanken på påkallandedagen, d.v.s. 470kr. Gode mannen lägger även till att moderbolagets 2:a handsyrkande bör justeras med utvecklingen för bankindex för Gotabankens stamaktie, vilket ger ett värde om 404kr (utvecklingen var 15,4%).

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 470 kr

Särregeln är, som båda parter är överrens om, inte tillämplig och det är således målbolaget som skall värderas. Moderbolagets yrkande att det är rimligt att utgå från tidpunkten då erbjudandet lades förkastas. En större mängd aktier har omsatts via börsen, före, under och efter påkallandedagen. Sålunda kan kursen på påkallandedagen vara en korrekt mätare för hur marknaden har värderat aktien. Argumentet att kursen starkt påverkats av budet anser skiljenämnden ej bör tillmätas någon betydelse, inte minst då ägarna hade tid att acceptera budet till den 3e augusti. Skiljenämnden anser även att då vederlaget kan värderas till 475 kr, om man ser på GotaGruppens aktiekurs på påkallandedagen, kan anses att GotaGruppen själva tillmätt Gotabankens aktier detta värde. Gotabankaktiens värde var 470kr på påkallandedagen och orsaken till att värdet på budet var 475kr anses vara skillnaden i likviddag. Sålunda anser skiljenämnden att det korrekta värdet bör vara börskursen på påkallandedagen för målbolaget. 470kr.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Börskurs

Särregel eller huvudregel: Huvudregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med gode mannens 2:a handsyrkande

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden anser att den korrekta värderingen skall baseras på det belopp som aktieägare kunde försälja sina aktier för på dagen för påkallande. Sålunda anser de att börskursen på påkallandedagen skall vara vägledande. Resonemang förs även kring ABL 14kap och Bankaktiebolagens 11e kap, slutsatsen är att det ej föreligger någon större skillnad mellan de respektive lagarna kring tvångsinlösen. Inga referenser görs till de lagrum och praxis där lösenbelopp eller tidpunkt för värdering regleras.

Rottneros Bruk AB/Swanboard Masonite AB

1990-08-15

Moderbolagets ombud: Fred Wennerholm

God man: Ingemar Bernhult

Skiljenämnd: Ordf. Anders Knutsson, MB: Leif Thorsson och DB: Michael Mohammar

Bud: För varje aktie i Swanboard Masonite erbjöds 2 aktier i Rottneros samt 50 kr kontant.

Erbjudandetid: Framgår ej, endast att Rottneros lämnat ett offentligt erbjudande i maj och den 2 september 1998 meddelade styrelsen i Swanboard att Rottneros ägde mer än 90 % av aktierna.

Påkallandedag: 16 december 1988

Andel ägande i DB före påkallande: 97,04%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget lämnade uppgiften att genomsnittskursen för aktierna i Rottneros under tiden för det offentliga erbjudandet uppgått till 37,30 och att lösenbeloppet skulle fastställas till 124,60kr. Sedermera har Rottneros fränfallit denna ståndpunkt och yrkat 75 kr som lösenbelopp. Moderbolaget har åberopat skriftlig bevisning i formen av en av Thomas Rynell på Bohlins Revisionsbyrå utförd värdering. Rynell gjorde en preliminär värdering 31 augusti 1988 där det uppgavs att 1988 års vinst var 81,5 Mkr och att en uthållig vinstnivå under en konjunkturcykel låg runt 80 Mkr samt att en avkastningsvärdering enligt dessa beräkningsgrunder gav ett högre värde än substansvärdet. Rottneros har senare uttalat att ett antagande om en sådan resultatnivå är orealistiskt. 1988 års resultat var ett toppresultat och det faktiska resultatet för 1989 var enbart 27,4 Mkr. För år 1990 budgeterades först en vinst om 40 Mkr, vilken senare reviderades ner till 27 Mkr. De sämre resultaten berodde främst på ökad konkurrens från utlandet, vilket framtingat en sänkning av prisnivån. Rynell gjorde senare en till värdering, den 30 mars 1990, vilken utgår från 1989 års resultat och budgeten för 1990, med en uthållig resultatnivå i intervallet 30-40 mkr. Rynell använder avkastningskravet 12 %. Detta ger ett sammanlagt värde på Swanboard om 245 Mkr, motsvarande 75 kr per aktie. Rottneros har även kritiserat Blomberg (revisor som utförde en värdering å gode mannens vägnar) för att han inte tagit hänsyn till det slutliga utfallet för 1989, samt att han enbart haft kontakt med företrädare för Swanboard och inte Rottneros. Rottneros har även riktat kritik mot att det skulle finnas ett högre substansvärde än avkastningsvärde.

Värderingstidpunkt: 12 maj 1989, då äganderätten till följd av skiljenämndens beslut övergick till Rottneros.

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Avkastningsvärdering

Gode mannens yrkande:

Gode mannen har yrkat att lösenbeloppet ska fastställas till 184 kr per aktie. Bägge parter d.v.s. gode mannen och moderbolaget är överens om att särregeln ej är tillämplig. Gode mannen har åberopat skriftlig bevisning och därvid en värdering utförd av revisorn Gunnar Blomberg. Blomberg har även haft tillgång till den av Rynell utförda preliminära värderingen. Han noterade att det första tertialet 1989 blev sämre än prognostiserat och att budgeterat resultat reviderades ner till 53,1 miljoner. Dock hänvisar gode mannen till förre VD:n i Swanboard som uppgett att 80 Mkr vinst fortfarande var ett rimligt antagande över en konjunkturcykel. Blomberg räknar med en skattenivå om 30 %, men konstaterar också att bolaget har mycket goda skattemässiga dispositionsmöjligheter, varför någon bolagsskatt ej behöver betalas ut under åren 1989-1992. Med ett avkastningskrav om 12 % kommer Blomberg fram till ett avkastningsvärde om 537 Mkr, motsvarande 165 kr per aktie. Blomberg genomförde även en substansvärdering, där han kom fram till att det fanns stora övervärden i koncernens anläggningar. Bland annat baserar han detta på försäkringsvärde. Substansvärdet enligt Blomberg är 796 Mkr att jämföra med bokfört värde om 404 Mkr. Aktievärdet baserat på substansvärde motsvarar då 244 kr. Genom en avvägning mellan båda metoderna, avkastningsvärdering och substansvärdering, kommer Blomberg fram till värdet 600 Mkr eller 184 kr per aktie. Gode mannen har som svar till Rottneros invänt att värderingen uteslutande skall baseras på vad som var känt och vad man hade att utgå från vid den tidpunkt till vilken värderingen hänförs. I maj 1989 fanns inga klara indikationer på att ett antagande om en uthållig vinstnivå på 80 Mkr var orimlig.

Värderingstidpunkt: 12 maj 1989, då äganderätten till följd av skiljenämndens beslut övergick till Rottneros.

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Avkastningsvärdering och Substansvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 130 kr

Skiljenämnden framhåller att det värde som ska framräknas som lösenbelopp vid tvångsinlösen skall motsvara det värde en erfaren och sakkunnig bedömare med god insikt i företagets förhållanden skulle åsätta aktierna med utgångspunkt av situationen vid tidpunkten då värderingen skall hänföras. Med hänvisning till prop. 1975:103 s. 534 menar man att omständigheter som inträffar efter värderingstidpunkten inte skall beaktas men att det är möjligt att värdet vid denna tidpunkt måste bedömas i ljuset av omständigheter som framkommer senare. Skiljenämnden framhåller vidare att i praktiken kan det vara svårt att helt bortse från vad som skett efter värderingstidpunkten. Om lönsamheten har utvecklats i en ny riktning efter värderingstidpunkten skall detta inte påverka värdet vid denna tidpunkt. Däremot ska man särskilt noga undersöka om det redan då fanns tendenser i den riktningen, vilka skall beaktas i värderingen. Värdet på aktierna ska enligt skiljenämnden beräknas genom en avkastningsvärdering. En central fråga här är framtida resultatnivå. Tidigare års resultat kan tjäna till ledning, men ej här till följd av stora strukturförändringar inom Swanboard koncernen. Prognosen skall istället grundas på produktionskapacitet, efterfrågan och konkurrens. Bedömningen om en resultatnivå om 80 Mkr ser skiljenämnden som väl optimistisk även om det dåliga utfallet kan bero på den s.k. fusionssvackan. Nämnden hänvisar också till att det sämre resultatet under första tertiet föranlett en revidering av vinstprognosen som minskats med drygt en tredjedel. Man menar vidare att det inte är uteslutet att Swanboards ledning missbedömt risker och marknad och att det därför är mycket möjligt att en utomstående bedömare hade kunnat komma fram till ledningens bedömning ej varit hållbar. Skiljenämnden tycker därför inte att det finns tillräcklig grund att godta antagandet om en uthållig resultatnivå om 80 Mkr. Skiljenämnden menar att det finns två olika sätt att räkna fram en schablonmässig uppskattning. Antingen väljer man den senaste prognosen för beräknat resultat, 53,1 Mkr vilket ger ett företagsvärde om 373 Mkr eller 144,40 per aktie eller också väljer man medeltalet av 1988 års resultat (74,6 Mkr) och det ovannämnda prognostiserade resultat, vilket ger ett belopp om 64 Mkr, ett företagsvärde om 439 Mkr och ett aktievärde om 134,60 kr. Dessa beräkningar har liksom Blombergs beräkningar tagit hänsyn till att någon bolagsskatt ej kommer att behöva betalas för åren 1989-1992. Ett lägre resultat skulle dock kunna göra att dessa skattefördelar skulle kunna användas under fler år, vilket i så fall skulle kunna ge ett ännu högre aktievärde. Om beräkningarna istället gjordes med samma antaganden om resultat, fast enligt Rynells beräkningssätt, skulle man istället enligt första alternativet få ett företagsvärde 360 Mkr och ett aktievärde om 110,40 kr per aktie. Enligt det andra alternativet skulle man få ett företagsvärde om 460 Mkr och ett aktievärde om 141 kr. Vidare menar man att avkastningskravet som Blomberg använde som för övrigt var baserad på p/e-tal var efter skatt, vilket komplicerar saken eftersom man räknade med att det inte skulle vara någon skatt under 1989-1992. Skiljenämnden har sedermera gjort en "samlad" bedömning, med årsresultatet 64 Mkr som utgångspunkt, och kommit fram till företagsvärdet 425 Mkr och aktievärdet 130 kr, där det senare således utgör det fastlagda lösenbeloppet.

Värderingstidpunkt: Då äganderätten övergår till Moderbolaget

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Avkastningsvärdering

Särregel eller huvudregel: Huvudregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Varken i enighet med moderbolagets yrkande eller med gode mannens yrkande. Något närmare gode mannens yrkande dock.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden resonerar dels kring vilken information som ska beaktas. Eftersom resultatprognosen som lämnats innan budet inte visat sig stämma och det verkliga resultatet blivit avsevärt sämre än prognostiserat, blir det en principiell fråga om vilken information som ska beaktas. Skiljenämnden kommer fram till att det är den information som fanns tillgänglig vid värderingstidpunkten som ska beaktas, men att man fortfarande ska utreda om det fanns tendenser om att ett annat resultatutfall skulle bli verklighet. Vidare resonerar man kring vilken av metoderna avkastningsvärdering och substansvärdering som skall tillämpas, där man beslutar sig för att avkastningsvärderingen är mer tillämplig i detta fall. Dessutom väger man olika prognoser mot varandra och tar hänsyn till en prognos baserad på resultatet från det senaste tertiet innan förvärvet. I slutändan beslutar man sig för att ta genomsnittet av denna prognos och föregående års resultat. Det är mycket oklart varför man föredrar denna beräkningsgrund. Vidare diskuterar man också förekomsten av skattemässiga dispositioner och huruvida

dessa skulle ge ett högre avkastningsvärde i och med uppskjuten bolagsskatt. I slutändan använder man sig av beräkningsgrunderna för den gode mannens resp. moderbolagets värderingsmodeller, men stoppar in andra inputsiffror. Den slutgiltiga bedömningen verkar vara någon slags medelväg mellan de två olika värderingar, vilket dessutom innehåller en egen ihopsnickrad resultatprognos. Värdet som man kommer fram till ter sig väldigt godtyckligt och det finns ingen möjlighet att följa hur man exakt kommit fram till lösenbeloppet.

Gota AB / Wermlandsbanken

1990-12-18

Moderbolagets ombud: Lena Frånstedt

God man: Bertil Henriques

Skiljenämnd: Ordf. Lars Rahm, MB: Sven-Erik Johansson och DB: Stefan Sandén

Bud: För varje aktie i Wermlandsbanken erhöles 3 aktier i Gota samt 55kr kontant. För preferensaktier erhöles 26kr

Erbjudandetid: 20 november 1998 - 12 januari 1990

Påkallandedag: 22 december 1989

Andel ägande i DB före påkallande: 92,8%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser först och främst att särregeln ej är tillämplig. Moderbolaget ägde 68,7% av kapitalet före erbjudandet. Sålunda skall målbolaget värderas. Moderbolaget anser vidare att marknadspriset utgörs av börskurs och att aktien den 22 december 1989 (påkallandedagen) handlades i 340kr (köp 340, sälj 350). Moderbolaget anser att praxis är att påkallandedagen utgör värderingstidpunkt samt att uppköpande bolag ofta fortsätter handla aktier efter det att påkallande av tvångsinlösen gjorts. Det fanns två möjligheter för kontantdelen, 30kr eller 55kr, beroende på hur många som accepterade budet. Moderbolaget är av övertygelsen att god information utgått kring utvecklingen av ägandet och att det en "senare tid" än den 14 november meddelades att 89,1% ägdes av Gota och att de troligtvis skulle få in resterande. Gränsen gick vid 90 % varför marknaden var medveten om att beloppet 55kr skulle utgå. Orsaken till att priset via marknaden stundvis varit högre än budet anser moderbolaget vara p.g.a. skillnaden i likviddag. (jfr. Gotagruppernas 98-11-23).

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Betald aktiekurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen anser att särregeln inte är tillämplig och att målbolaget skall värderas. Vidare anser denne att då erbjudandet förlängdes efter påkallandedagen är inte praxis vad gäller påkallandedagen som värderingstidpunkt tillämplig. Moderbolaget fortsatte köpa aktier via marknaden till ett pris som översteg budet. Gode mannen menar även att då Gotaktien handlats för 125 kr/aktie, vilket ger ett värde om $125 \cdot 3 + 55 = 430$ kr för Wermlandsbanksaktien, har Gota själv ansett att detta är ett korrekt värde. Gode mannen anser att lösenbeloppet ej bör understiga detta värde. Prissättningen på Wermlandsbanksaktien har varit missvisade då marknaden prisat in 30kr som kontantdel och GM anser därför att marknaden ej trodde att moderbolaget skulle förvärva mer än 90 %. Detta faktum gör att information om värdet på Wermlandsbanken tillkommit vid senare tillfälle och att detta har omtalats som särskilda skäl i praxis. Moderbolaget har uppenbarligen fortsatt att köpa aktier även efter att 90 % uppnåtts och då till en kurs som översteg deras yrkande belopp, varför man måste anta att de sätter ett högre värde på aktien än deras yrkande.

Värderingstidpunkt: Dagen för högsta betalkurs under erbjudandeperioden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Högsta betalkurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 424 kr

Skiljenämnden anser att två principiella frågor finns; värderingstidpunkt och värdet som förflyter mellan värderingstidpunkt och äganderättsövergång. Särregeln är inte tillämplig, något båda parter är överrens om. Fallet att erbjudandeperioden förlängdes 3 veckor efter påkallandedagen synes ej vara beaktad vid tillkomsten av nu gällande regler i ABL. Förarbeten och praxis ger sålunda ingen vägledning. Då aktieägarna hade möjlighet att acceptera budet även efter att påkallande skett anser skiljenämnden att det skulle vara säreget om tidpunkten för värdering ändå sätts till påkallandedagen. Skiljenämnden anser att man bör se på tiden efter påkallandedagen då värdet på aktien i marknaden baseras på vad en förständig och välinformerad köpare är villig att erlægga. Frågan är då om man skall värdera Wermlandsbanksaktien eller Gotabanksaktien. Wermlandsbanksaktien omsattes tämligen lite (5000st) mellan påkallandedagen och sista anmälningdagen och då till en högsta betalkurs om 380kr. Gotabanksaktien omsattes rikligt (2M st.). Med hänvisning till likabehandlingsprincipen anses vederlaget vara en bättre värdemätare och skiljenämnden anser därför att vederlaget skall ligga till grund för lösenbeloppet. Först den 15e december framgick att kontantdelen skulle vara 55kr. Värdet på Gotabanksaktien har fluktuerat mellan 120kr som lägst och 125kr som höst under perioden från påkallande till sista dagen för anmälan och skiljenämnden anser att lösenbeloppet skall motsvaras av ett belopp inom dessa ramar. Det föreligger ingen praxis som talar för att utgå från högsta betalkurs, samtidigt som inget föreskriver det motsatta. Skiljenämnden har därför ansett att 123kr är skäligt eftersom den största mängden av aktier omsatts till denna kurs. Skiljenämnden bestämde lösenbeloppet till: $(123 * 3 + 55) 424kr$.

Värderingstidpunkt: Tidpunkten mellan påkallandedag och sista dag för accept av bud.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Uppskattning av värdet

Särregel eller huvudregel: Särregeln (implicit)

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Överensstämmer inte med någotdera yrkande. Skiljenämnden gör egen bedömning. I enlighet med gode mannens yrkande om tidpunkt för värdering, men egen bedömning för aktiekurs.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden anser att särregeln ej är direkt tillämplig, men att särskilda skäl föreligger varför en värdering görs av vederlaget ändock. Orsaken till detta är dålig likviditet för målbolagets aktie. Skiljenämnden gör en egen bedömning för värderingstidpunkten men tar ett uppskattat värde för perioden från påkallandedagen till utgången av anmälningssperioden. Detta motiveras med "den kurs då flest aktier omsatts" i moderbolaget.

Gota / Skaraborgsbanken

1990-12-18

Moderbolagets ombud: Lena Frånstedt

God man: Bertil Henriques

Skiljenämnd: Ordf. Lars Rahmn, MB: Sven-Erik Johansson och DB: Stefan Sandén

Bud: För varje 5-tal aktier i Skaraborgsbanken erhöles 7 aktier samt 150kr kontant. I fallet att moderbolaget inte kom upp i 90 % genom budet reducerades kontantdelen till 80kr.

Erbjudandetid: 20 november - 29 december 1989

Påkallandedag: 22 december 1989

Andel ägande i DB före påkallande: 90,1 %

Moderbolagets yrkande:

Särregeln är inte tillämplig då Gota innan budet ägde 50,1% av aktierna och budet medförde att ca: 40 % av de resterande aktierna inlämnades. Sålunda skall lösenbeloppet värderas genom huvudregeln och därmed vad värdet hade varit vid en försäljning under normala omständigheter. Skaraborgsbanken hade på påkallandedagen en

köpkurs på 170kr och en säljkurs på 175kr. Moderbolaget yrkar därför på att lösenbeloppet skall fastställas till 170kr.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Betald aktiekurs.

Gode mannens yrkande:

Gode mannen anser att då erbjudandet förlängdes efter påkallandedagen är inte praxis vad gäller påkallandedagen som värderingstidpunkt tillämplig. Moderbolaget fortsatte att köpa aktier via marknaden till ett pris som översteg budet. Gode mannen menar även att då Gotaktien handlats för 125 kr/aktie, vilket ger ett värde om $(7 \cdot 125 + 150) / 5 = 205$ kr för Skaraborgsbanksaktien, har Gota själv ansett att detta är ett korrekt värde. Gode mannen anser att lösenbeloppet ej bör understiga detta värde. Prissättningen på Skaraborgsbanksaktien har varit missvisade då marknaden prisat in 80kr som kontantdel och gode mannen anser därför att marknaden ej trodde att moderbolaget skulle förvärva mer än 90 % av aktierna genom budet. Detta faktum gör att information om värdet på Skaraborgssbanken tillkommit vid senare tillfälle och att detta har omtalats som särskilda skäl i praxis. Moderbolaget har uppenbarligen även fortsatt att köpa aktier även efter att 90 % uppnåtts och då till en kurs som översteg deras yrkade belopp, varför man måste anta att de sätter ett högre värde på aktien än vad som framgår av deras yrkande.

Värderingstidpunkt: Dagen för högsta betalkurs under erbjudandeperioden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Högsta betalkurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 202,20 kr

Skiljenämnden anser att två principiella frågor finns, värderingstidpunkt och värdet som förflyter mellan värderingstidpunkt och äganderättsövergång. Särregeln är inte tillämplig, något båda parter är överrens om. Fallet att erbjudandeperioden förlängdes 3 veckor efter påkallandedagen synes ej vara beaktad vid tillkomsten av nu gällande regler i ABL. Förarbeten och praxis ger sålunda ingen vägledning. Då aktieägarna hade möjlighet att acceptera budet även efter att påkallande skatt anser skiljenämnden att det skulle vara säreget om tidpunkten för värdering ändå sätts till påkallandedagen. Skiljenämnden anser att man bör se på tiden efter påkallandedagen då värdet på aktien i marknaden baseras på vad en förständig och välinformerad köpare är villig att erlagga. Frågan är då om man skall värdera Skaraborgsbanksaktien eller Gotabanksaktien. Skaraborgsbanksaktien omsattes tämligen lite (17000st) mellan påkallandedagen och sista anmälningdagen och då till en högsta betalkurs om 185kr. Gotabanksaktien omsattes rikligt (2M st.). Med hänvisning till likabehandlingsprincipen anses vederlaget vara en bättre värdemätare och skiljenämnden anser således att vederlaget skall ligga till grund för lösenbeloppet. Först den 15e december framgick att kontantdelen skulle vara 150kr. Värdet på Gotabanksaktien har fluktuerat mellan 120kr som lägst och 125kr som höst under perioden från påkallande till sista dagen för anmälan varför skiljenämnden anser att lösenbeloppet skall motsvaras av ett belopp inom dessa ramar. Det föreligger ingen praxis att utgå från högsta betalkurs, samtidigt som inget föreskriver det motsatta. Skiljenämnden har ansett att 123kr är skäligt då det var stängningskursen den 12 januari då den största mängden av aktier omsattes. Skiljenämnden anser att lösenbeloppet skall vara: $(123 \cdot 7 + 150) / 5 = 202,2$ kr.

Värderingstidpunkt: Tidpunkten mellan påkallandedag och sista dag för accept av bud.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Uppskattning av värdet

Särregel eller huvudregel: Särregeln implicit

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Skiljenämnden gör en egen bedömning som ej sammanfaller med någotdera yrkande. I enlighet med gode mannens yrkande om tidpunkt för värdering, men egen bedömning för aktiekurs.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden anser att särregeln ej är direkt tillämplig, men anser att särskilda skäl föreligger varför en värdering görs av vederlaget ändå. Orsaken är dålig likviditet för målbolagets aktie. Skiljenämnden gör egen bedömning för värderingstidpunkten men tar ett uppskattat värde för perioden från påkallandedagen till utgången av anmälningsperioden, detta motiveras med "den kurs då flest aktier omsatts" i Moderbolaget.

Skandia Holding AB/ Skandia International Holding AB**1991-03-18****Moderbolagets ombud:** Göran Nyström**God man:** Gunnar Flodhammar**Skiljenämnd:** Ordf. Bengt Hult, MB: Magnus Lindahl och DB: Gunnar Karnell**Bud:** För varje aktie i DB erhöles 210kr, i samband med detta förpliktigades man att införskaffa en nyemitterad aktie i MB för 150 av dessa kronor.**Erbjudandetid:** 12 december 1988 - 10 februari 1989**Påkallandedag:** 6 mars 1989.**Andel ägande i DB före påkallande:** Framgår ej**Moderbolagets yrkande:**

Moderbolaget anser att då mer än 52 % av aktierna inlämnats enligt det offentliga budet är särregeln tillämplig. Tiden för värderingen är påkallandedagen (jfr. 1975:103, s 534). Detta ger att vederlaget skall utgöra lösenbeloppet. Moderbolaget anser att man kan utgå ifrån att värdet på erbjudandet är 210kr samt värdet på den tvingande köptionen. Då snittkursen under erbjudandetiden varit 190kr för moderbolagets aktie, anser moderbolaget att värdet skall sättas till $210 + (190 - 150) = 250$ kr. Vad gäller övervärden i form av högt konsolideringskapital kan sägas att även fast Hamburg-Mannheimer-posten upptas till 3000Mkr, är budet på 250kr 87 % av konsolideringskapitalet - som jämförelse kan tilläggas att TryggHansa handlades på börsen till 52 % av deras konsolideringskapital samt Skandia Holding till 66 % av deras konsolideringskapital vid månadsskiftet juni/juli 1990.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden*Värderingsobjekt:* Vederlaget*Värderingsmetod:* Genomsnittlig börskurs**Gode mannens yrkande:**

Gode mannen anser inte att särregeln är tillämplig, eftersom en stor mängd av de aktier som lämnats in i budet ägdes av Skandias Pensionsstiftelse, som var mer eller mindre tvungna att acceptera budet. Sålunda skall huvudregeln tillämpas. Gode mannen anser även att det föreligger särskilda skäl som motiverar att särregeln ej kan användas. Detta då det offentliga budet var ett aktiebud och enligt särregeln skall vederlaget utgöra lösenbeloppet. Gode mannen menar att det strider mot det faktum att lösenbeloppet måste fastställas i en viss penningmängd och inte i aktier (eller optioner och dyl.). Gode mannen anser dessutom ett ytterligare skäl till att särregeln inte är tillämplig är det stora värde som finns i Skandia International vilket inte framgår genom aktiekursen. Skandia International har ett stort aktieägarande i ett antal utländska försäkringsbolag och dessa posters värde uppskattats i prospektet för budet. Gode mannen anser att det finns fog att resonera att dessa värden vida överstiger de redovisade. T.ex. såldes en post i ett bolag för 395Mkr, med ett bokfört värde om 2Mkr. Den post där det föreligger en stor skillnad mellan bokfört värde och faktiskt värde är en post i Hamburg-Mannheimer Versicherung AG. Denna post är bokförd till 12Mkr, men en uppskattning gjort av företaget Myrberg & Wiklund uppskattar värdet till 2-3000Mkr. Gode mannen anser att en värdering av detta bolag bör göras för att säkerställa ett korrekt substansvärde som då skall leda till aktiernas verkliga värde och gode mannens 1:a-handyrkande. Vidare hävdar gode mannen att det förelåg bristfällig information i prospektet med hänsyn till precis nämnda aktiepost. I det fall att särregeln är tillämplig skall lösenbeloppet vara 262kr, vilket är ett rakt genomsnitt

av avyttringsvärden som riksskatteverket fastställt för Skandia International-aktien. Detta är gode mannens 2:a-handsyrkande. 3:e-handsyrkandet är att beloppet skall sättas till 250kr (utan någon motivering av GM)

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Måbolaget

Värderingsmetod: Substansvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 250 kr

Skiljenämnden håller med moderbolagets åsikt om att en separat värdering av Hamburg-Mannheimer-posten skulle vara tämligen svår att genomföra och bidra med en starkt osäker siffra vad gäller värdet på innehavet. Gode mannen har yrkat att pensionsstiftelsen för Skandia inte bör medräknas då antalet aktier som lämnats in i erbjudandet sammanställs. Det är enligt skiljenämndens mening orimligt att påstå att en stiftelse, som är en självständig juridisk person, inte alltid agerar för att främja sina egna syften. Sålunda är särregeln tillämplig, såvida inte särskilda skäl föreligger vilket som sagt gode mannen har yrkade. Vad gäller frågan angående särskilt skäl då vederlaget varit aktier och inte kontanter anser skiljenämnden att det med det i ABL (1975) 14kap § 9 uttryckta stycket "lösenbeloppet skall motsvara vederlaget" menas vederlag både i form av kontanter och av vederlag i annan form. Det kan alltså inte uppfattas att man skall frångå från särregeln enbart p.g.a. detta. Frågan om avvikelser i verkligt värde och aktiernas värde som gode mannen anfört anser skiljenämnden vara utagerad i och med att värdet på Hamburg-Mannheimer uppenbarligen ej går att fastställa. Vad gäller bristen på information i prospektet om värdet i nämnda aktiepost anser skiljenämnden att moderbolaget delgett den information haft tillgång till. Skiljenämnden anser sålunda att särregeln är tillämplig. Vederlagets värde är enligt moderbolaget 250kr, och gode mannen har ansett att detta är en beräkning som är i överensstämmande med praxis. Beräkningen som gode mannen gjort med avseende på riksskatteverkets avyttringsvärden saknar grund. Skiljenämnden gör bedömningen att moderbolagets beräkning är i enlighet med praxis och att lösenbeloppet sätts till 250 kr samt avkastningstillägg

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden anser att särregeln skall tillämpas och att praxis härmed är att beräkna en genomsnittlig kurs för vederlaget under erbjudandetiden. Inga referenser görs till vilken praxis och vilka lagrum som är tillämpliga, detta då det förelåg en acceptans från gode mannen för moderbolagets beräkning.

Mercurius Gruppen AB / Gyllenhammar & Partners AB

1991-05-27

Moderbolagets ombud: Anne Ramberg

God man: Bertil Henriques

Skiljenämnd: Ordf. Ingvar Gullnäs, MB: Gunnar Blomberg och DB: Gunnar Widhagen

Bud: För varje stamaktie av serie A erhöles 2 nyemitterade A-aktier och 4 nyemitterade B aktier. För varje B-aktie erhöles 6 nyemitterade B-aktier. För varje preferensaktie erbjödes 6 nyemitterade B-aktier samt 10kr kontant.

Erbjudandetid: 1 februari 1989 - 28 februari 1989, förlängdes till 11 maj

Påkallandedag: 17 maj 1989

Andel ägande i DB före påkallande: 99,4%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser att särregeln är tillämplig och att motvärdet skall fastställas enligt det offentliga budet av de erbjudna aktierna, med utgångspunkt från den genomsnittliga betalkursen (lägsta) för B-aktier under 1 februari - 11 maj. Denna kurs var 48,93kr, vilket innebär beloppet 293,58kr för A och B-aktier samt 303,58kr för preferensaktier.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden

Gode mannens yrkande:

Gode mannen anser även han att särregeln är tillämplig och att lösenbeloppet i 1:a hand skall bestämmas till 402,25kr (A och B), samt 413,10kr för preferensaktier. Detta motiveras med högsta betalkurs då nya aktier i Mercurius började utlämnas till nya aktieägare. 2:a handsyrkandet motiveras med att ta det högsta pris (58kr, vilket ger 368,4kr för A och B-aktier samt 379kr för preferensaktier) som moderbolaget betalade då de köpte aktier via börser den 19 juni, 5 september samt 22 december 1989. 3:e handsyrkandet motiveras med högsta betalkurs den dag då tvångsinlösandeförfarandet påkallades (17e maj 1989). 3:e handsyrkandet var 357,30kr för A och B-aktier, samt 368,1kr för preferensaktierna.

Värderingstidpunkt: Tiden för utlämnandet av nya aktier till aktieägare som accepterat budet.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Högsta betalda kurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp:

Särregeln anses tillämplig och först behandlas frågan om tidpunkt. Skiljenämnden anser att dag då nya aktier utlämnats saknar grund, de dagar då MB köpt aktier via börser saknar även det grund. Utgångspunkten bör istället vara att ta kursen under erbjudandetiden. Genomsnittlig kurs ligger "nära till hands" att beräkna då erbjudandetiden varit tämligen lång (inklusive förlängning). Skiljenämnden anser dock att omsättningen varit varierande samt att kursen varit väldigt volatil under perioden (noterad kurs mellan 45kr - 54kr). Med detta i beaktande anser skiljenämnden, utan större motivering, att med hänsyn till aktieägarens beslutssituation bör ett belopp om 50kr vara motiverat. Detta ger ett belopp om 300kr för A och B-aktier samt 310kr för preferensaktier.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Uppskattning av värdet

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Stämmer ej överens med någotdera yrkande. Skiljenämnden gör egen bedömning

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Särregeln är tillämplig, och frågan om värderingsmetod är motiverad, men skiljenämnden anser att genomsnittlig kurs bör utgöra den korrekta värderingen. Utan att anges explicit anses särskilda skäl föreligga då marknadskursen bedömdes vara mindre representativ. Detta då värdet på aktierna fluktuerat starkt samt att man såg stor variation i omsatt volym från dag till dag. Slutsatsen blir ett uppskattat aktievärde på 50kr baserat på börskursen.

Nordiska Kompaniet / NCC

1996-01-25

Moderbolagets ombud: Carl-Johan Pousette

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Göran Ramberg, MB: Gunnar Widhagen och DB: Gunnar Flodhammar

Bud: Aktier i NK erbjöds som betalning för aktierna i NCC, men utbytesrelationen är ej tydligt angiven.

Erbjudandetid: Ej redovisat i domen

Påkallandedag: 17 juni 1993

Andel ägande i DB före påkallande: Ej redovisat i domen

Moderbolagets yrkande:

Båda parter var till en början ense om att särregeln skulle tillämpas analogt, d.v.s. att vederlaget (NCC-aktien) skulle bestämma lösenbeloppet. NCC yrkar att lösenbeloppet skall grundas på grundval av NCC-aktiernas börskurs under erbjudandetiden. NCC yrkade att lösenbeloppet skulle bestämmas till 13,20 för stamaktier och 6,20 för preferensaktier. Moderbolaget är vidare konsistent i att man hävdar börskursen som relevant värdemätare och menar att lösenbeloppet varken skall utgöra förlust eller vinst för minoritetsaktieägare.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Målbolaget värderat genom vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Då skiljenämnden avvisat den gode mannens yrkande om en teoretisk värdering av NCC, ändrade gode mannen sitt yrkande och yrkade nu på huvudregeln och att NK:s verkliga värde skulle göras gällande. Den gode mannen yrkade således i 1:a hand 40,40 kr, i 2:a hand 35 kr och i 3:e hand 25,70 kr. Ifall skiljenämnden skulle utgå från vederlagets värde har man yrkat 17,50 per stamaktie och 6,60 per preferensaktie. Gode mannens resonemang är att den likviditetsbrist som fanns i NK hade varit möjligt att lösa genom en nyemission, vilken hade gett NK ett högre. Gode mannen anser vidare att NCC hade insyn i bolaget och därmed ett informationsövertag.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Substansvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp:

Skiljenämnden finner att särregeln ej kan tillämpas analogt och att huvudregeln bör tillämpas. Lösenbeloppet bestäms till 13,20 kr. Långt resonemang förs kring hur en substansvärdering hade påverkat värderingen av dotterbolaget. Slutsatsen blir att det inte finns fog för att påstå att en nyemission enligt gode mannens yrkande hade gett NK ett högre värde än värdet enligt budet.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Huvudregeln

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med Moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

I skiljedomen har både moderbolag samt gode mannen redovisat substansvärderingar som grund för värderingen. I domskälet hänvisas dessutom till substansvärden av andra fastighetsbolag. Därtill finns också vissa resonemang om expropriationsförfaranden. Under tidpunkten för budet befann sig NK dessutom i ekonomiska svårigheter. I domskälet resoneras därför också i rimligheten av huruvida NK hade kunnat få ett kapitaltillskott som hade genererat ett högre aktievärde. Man finner att så inte skulle kunna vara fallet. Skiljenämnden avvisar också substansvärdering på grundval av att fastighetsaktier under tidpunkten runt budet handlades till en kraftig substansrabatt.

AB Cardo / Ghorton Invest AB

1996-06-20

Moderbolagets ombud: Tom Hård

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Magnus Pfannenstill, MB: Lennart Svensson och DB: Lars Laurin

Bud: För varje tretal aktier i Ghorton, erhöles 1 aktie i Cardo.

Erbjudandetid: 1 juni - 24 juni 1993.

Påkallandedag: 2 juli 1993

Andel ägande i DB före påkallande: 98,4%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser att särregeln är tillämplig och att vederlaget motsvarar en tredjedel av genomsnittet för noterade avslut på Borsen i Cardo mellan 1 juni - 24 juni. Ifall särregeln ej skulle finnas tillämplig skall lösenbeloppet motsvara substansvärde i Ghorton. Moderbolaget yrkar för ett lösenbelopp motsvarande 104,4kr (alternativt om substansvärdering skall ske av Ghorton: 114kr). Då Balken avkunnades under skiljeförloppet tillade moderbolaget att de instämmer i HD:s synsätt i denna dom.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Börskurs under erbjudandetiden

Gode mannens yrkande:

Gode mannen anser att särregeln är tillämplig under förutsättning att vederlaget värderas enligt substansvärderingsmetoden. Ifall detta inte sker, anser han att särregeln bör frångås och substansvärdering av Ghorton skall ske. Gode mannen yrkar i första hand att en substansvärdering skall ske av Cardo. Med hänvisning till en värdering utförd av KPMG Bohlins anses ett värde mellan 452kr - 524kr för Cardo motiverat. Gode mannen menade att "det är Cardo-aktiens verkliga värde som skall sökas" och att "ett börsvärde varken utvisar det verkliga värdet eller marknadsvärdet." Gode mannen gör även en jämförelse med budet på Incentive, då det gjordes en slaktvärdering av Cardo och ett värde om 611kr framkom. Gode mannen anser att detta värde skall reduceras med 10 % då det gått 10 månader från att värderingen gjordes. Detta motsvarar ett värde om $611 * 0,9/3 = 185$ kr. Gode mannen anser även att om särregeln anses tillämplig så föreligger särskilda skäl att ändå frångå den, då en skillnad om 60 % föreligger mellan Cardos aktiekurs och substansvärderingen. Han hänvisar bl.a. till att marknaden hade otillfredsställande information om Cardos värde. Vidare diskuterar han att detta skulle innebära att likabehandlingsprincipen skulle frångås då en större förmögenhetsöverföring skulle ske till majoritetsägarna. Även EU-konventionen om de mänskliga rättigheterna skulle kränkas. Då Balken avkunnades under skiljeförloppet, tillade gode mannen att börskurs endast är en av ett antal alternativa värderingsmetoder.

Värderingstidpunkt: Påkallandedag

Värderingsobjekt: Dotterbolag

Värderingsmetod: Substansvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp:

Skiljenämnden anser underförstått att särregeln är tillämplig och att vederlaget skall värderas. Det som diskuteras är ehuru gode mannens yrkanden är relevanta med tanke på Balkenmålets avkunnande. Balken II gör det tydligt att ett värde på aktierna motsvaras av dess aktiekurs såvida inte särskilda skäl föreligger såsom kurspåverkan eller uppenbart oriktig eller otillräcklig information. Värderingen skall sålunda ske i likhet med Balken II och i detta fall anses genomsnittskursen för erbjudandetiden vara relevant. Frågan om substansvärdering anses inte vara relevant då Balken II är tydligt med att en kurs motsvarande aktiekurs och värdet på budet är tillämplig. Vidare kan ställas frågan om otillräcklig information fanns. Skiljenämnden gör bedömningen att informationen om innehaven i Cardo var offentliga och fanns tillgängliga och att det därmed inte finns fog för att göra bedömningen att Cardo gett bristfällig information.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Särregeln är tillämplig och samtliga rekvisit är uppfyllda. Skiljenämnden avkunnade sin dom efter att Balken II blev klar (8e maj) och därmed ansågs det utrett att aktien skall värderas och att börskurs kan vara korrekt värdemätare (man måste göra en prövning varje gång). Genomsnittskursens beräkning diskuterades inte utan moderbolagets uträkning antogs.

Investmentaktiebolaget Latour/Almedahl Fagerhult

1996-09-13

Moderbolagets ombud: Jörgen Ekström

God man: Stefan Kamlin

Skiljenämnd: Ordf. Johan Lind, MB: Bertil Henriques och DB: Göran Ramberg

Bud: Tre aktier av serie A i Almedahl gav fyra aktier i Latour. En B-aktie i Almedahl gav en B-aktie i Latour.

Erbjudandetid: 3:e december 1992 - 8 januari 1993

Påkallandedag: 30 mars 1993.

Andel ägande i DB före påkallande: 97,6%

Moderbolagets yrkande:

1. 144 för A, 89 kr för B baserat på ett beräknat värde av vederlaget så som det varit presenterat i prospektet.
2. 137,30 för A, 95 kr för B baserat på Riksskatteverkets rekommendation.
3. 135 kr för A, 100 kr för B, vilket motsvarar Almedahls-aktiens värde vid påkallandedagen.
4. Avkastningsvärdering från KPMG per påkallandedagen.

Moderbolaget hävdar vidare att särregeln bör vara tillämplig och om så inte vore fallet bör den tillämpas analogt, detta eftersom moderbolaget ej var svenskt.

Värderingstidpunkt: 1. prospekt 2. riksskatteverket 3. påkallandedagen 4. påkallandedagen

Värderingsobjekt: 1. vederlaget 2. avyttringsvärde av Almedahlsaktien 3. Almedahlsaktien 4. Almedahlsaktien.
Värderingsmetod: 1. Vederlaget såsom presenterat som börskurs i prospektet 2. Taxeringsvärde 3. Börskurs
Dotterbolaget 4. Avkastningsvärdering

Gode mannens yrkande:

Gode mannen bestrider särregeln p.g.a. att inget offentligt erbjudande lämnats till övriga aktieägare i Almedahl. Han menar också att särregeln ej är tillämplig eftersom Latour ej förvärvat större delen av aktierna genom erbjudandet. Gode mannen yrkar således på värdering enligt huvudregeln och använder sig av en P/E-talsvärdering. Summan av avkastningsvärdet och substansvärdet leder till 430,41 kr per aktie.

Värderingstidpunkt: Närmast tillgängliga årsbokslut 1993-12-31

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Avkastningsvärdering (P/E-tal) plus Substansvärde.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 135 kr för A, 100 kr för B

Skiljenämnden kommer fram till att särregeln inte är tillämplig eftersom moderbolaget ej förvärvat erforderligt antal aktier genom budet samt att man efter budet förvärvat aktier till ett högre pris. Med hänvisande till Balken II fastställs att marknadspris skall användas vid värdering. Eftersom det är huvudregeln som ska tillämpas, värderas målbolagets aktier per påkallandedagen. Lösenbelopp (per påkallandedagen): 135 kr för A, 100 kr för B.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Börskurs

Särregel eller huvudregel: Huvudregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Motsvarande moderbolagets 3:e handsyrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Lösenbeloppet ska fastställas enligt marknadsvärde med hänvisning till Balken. Detta betyder att man ska se dem som en finansiell tillgång och inte som en del i bolagets värde.

Trustor AB / Trustor Components AB

1997-01-24

Moderbolagets ombud: Marie Ekström

God man: Stefan Sandén (även ombud för TIMI m.fl.)

Skiljenämnd: Ordf. Jan Ljungar MB: Bertil Henriques och DB: Sten Erik Feinstein

Bud: För varje B-aktie i Components erhölls 1 B-aktie i Trustor

Erbjudandetid: 1:a juni 1991 – framgår ej till när erbjudandet löpte.

Påkallandedag: 17 oktober 1991 (Trustor, moderbolagets påkallande där tvångsinlösenförfarandet drogs tillbaka) samt 2/11-92 (TIMI's m.fl.'s påkallande), även 25/3-94 (Trustors påkallande).

Andel ägande i DB före påkallande: 99,9%

Moderbolagets yrkande:

I denna skiljedom behandlades två separata påkallanden av inlösen. Det första gällde parterna Trustor mot TIMI m.fl. och det andra gällde Trustor mot kvarvarande minoritetsägare. I det första påkallandet hänvisade moderbolaget till en värdering utförd av Rolf Rundfelt. Han utförde en avkastningsvärdering för Components innehav i: 1. Börsaktier i Kanthal 2. Aktier i ett intressebolaget United Parts 3. Aktier i Trustors dotterbolag

däribland Trustor Precision. Rundfelt redovisade flera olika värden, baserade på olika tidpunkter: 1992-11-02: knappt 18kr, 1995-01-13 ny värdering baserad på 1992-11-02: knappt 20kr, tre ytterligare värderingar genomfördes baserade på ny information som uppkommit under perioden 1992-11-02 – 1994-02-25. Värderingarna varierade mellan 18kr och 62kr. Moderbolaget hade redan betalat ut 24kr/aktie enligt tidigare överrensommelse och ansåg att lösenbeloppet skulle sättas till 18kr (enligt tidigare nämnd värdering) men att moderbolaget var beredda att erlægga de 24kr som de redan betalat ut. Efter det att Balken II avkunnats justerade moderbolaget sitt yrkande till att gälla börskursen för moderbolaget på påkallandedagen, vilken uppgick till 17kr. De medgav dock även denna gång att lösenbeloppet skulle utgöras av det tidigare utbetalda om 24kr. I det andra ärendet yrkades att börskursen för Trustor på påkallandedagen utgöra underlag för lösenbeloppet, börskursen var den 25e mars 1994, 45kr.

Värderingstidpunkt: 1. Tiden för påkallande av lösen av TIMI (2/11-92) 2. Trustors påkallandedag.

Värderingsmetod: 1. Efter att Balken II avkunnades, ansågs börskursen på påkallande dagen vara korrekt metod. 2. Börskurs.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Gode mannens yrkande:

Stefan Sandén hänvisar till en värdering utförd av Herman Sjöberg, Sjöberg utförde en avkastningsvärdering per 1991-10-17 (dagen för Trustors 1:a påkallande som sedan återkallades) som resulterade i ett pris mellan 49,9kr och 60,8kr. Stefan Sandén yrkade då 60,8kr. 1992-11-02 hade Componenta bytts ut mot Kanthal-aktier och en avkastningsvärdering sammanvägt med bokfört värde för innehaven gav ett värde per aktie i Trustor om 53-61kr. I skrift 1994-09-08 yrkade Stefan Sandén att en motsvarande värdering för ett senare datum skulle ligga till grund för lösenbeloppet och preciserade värdet 63,8kr. 1995-03-30 beräknades ett värde baserat på avkastningsvärdering som likställdes med börskurs (gode mannen anför att i en fri marknad bör dessa överrensstämma) för innehavet i Kanthal och ett pris på 88-94kr yrkades. Även yrkades på 50,60-58,6kr samt 87,75 - 93.30kr förekom som alternativ då en revidering av värderingarna gjordes i december 1995. Sandén yrkade då på 94kr, enligt en skrift 1995-05-16. Sandén menar att priset skall motsvara aktiens verkliga värde (enligt prop.1975:103 sid. 533), varpå Sandén menar att det är uppenbart att Trustor är ett investmentbolag och att substansvärdet skall utgöra värdemätare. Han menar att detta är vedertaget för investmentbolag. (hänvisning till tidigare skiljedom där Industrivärlden förekom). Sandén hänvisar även till att börskursen ej utgör ett "verkligt värde" för aktien eftersom att Trustors huvudägare deklarerat att Stockholmsbörsen har en njugg värdering av Trustor-aktien, vilket enligt Sandén innebär att börsen "gör en för låg värdering av aktien". Han försätter med att medge att enligt Balken skall värderingsperioden vara påkallandedagen, men att hänsyn måste tas till att kursen inte får ha ansetts missvisade. Sandén anser att påkallandedagen tillgodoser detta rekvisit. Då det finns två påkallandedagar (en av moderbolaget, som återkallades, och en från TIMI m.fl.) anses det vara praxis att moderbolaget påkallar lösen, varför i detta fall påkallandedagen 1991-10-17 skall utgöra värderingstidpunkt. Dessa föregående yrkanden har hemställts i egenskap av representant för TIMI, som god yrkar Sandén på samma belopp om 94kr/aktie. Påkallandedag skall vara 25 mars 1994.

Värderingstidpunkt: 1. Tiden för första påkallande av lösen av Trustor. 2. Andra påkallandedagen av Trustor

Värderingsmetod: 1 och 2. Avkastningsvärdering

Värderingsobjekt: Moderbolaget

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: Mål 1: 24kr. Mål 2: 52kr

2 delar, den första gäller målet mellan TIMI m.fl. mot Trustor, kallad mål 1:

Mål 1: Den relevanta påkallandedagen är den dagen då det gällande tvångsinlösandeärendet påkallades, vilket är 1992-11-02. Särregeln är tillämplig analogt och ersättningen skall motsvara vederlaget. Balkendomen är vägledande och företaget skall ej värderas, utan aktierna skall värderas. Aktien var noterad mellan 26/9-88 - 23/10-91 och handlades runt 24 kr (skiljenämnden uppger att kursen vid "de flesta tillfällena" de sista dagarna av noteringen var 24kr, ibland under och vid något enstaka tillfälle 25kr.) Aktierna i United Parts förvärvades under 1990 varför börskursen hade tid att reflektera detta värde. Frågan är om värdet på United Parts var högre eller lägre i slutet av 1992. I årsredovisningar går att se att resultatet var nära 0, men både 1991 och 1992 var det

negativt, så någon värdepåverkan på Components anses ej föreligga. Kanthal-aktierna förvärvades 1991 och 1992 och resultaten belastades med stora omstruktureringskostnader så att anta att värdet på dessa aktier var högre vid påkallandedagen anses sakna grund. Skiljenämnden anser inte heller några andra aktieinnehav ha utvecklats positivt under perioden oktober 1991 till november 1992. De anser sålunda att värdet ej överstiger 24kr, men att det ej är utrett om värdet är lägre. Skiljenämnden anser sålunda att värdet är 24kr. Att Trustor och löshästen Gunnel Hernfelt kommit överrens om 68kr och att likabehandlingsprincipen skall gälla anses inte vara fallet (ABL motsäger inte olika aktieägare kan få olika betalt för sina aktier).

Dom 2: Ytterligare 2750st aktier som ej ingick i dom 1 påkallades inlösen för 25 mars 1994. Ingen börskurs existerade för Components varför innehaven i bolaget skall vara föremål för värderingen, dessa var aktier i börsnoterade Kanthal (samt optioner att förvärva ytterligare aktier), aktier i United Parts och aktier i Trustor Precision Components. Rolf Runfeldt har värderat dessa värdet enligt bokförda värden + eventuella övervärden. Kanthals aktier har av Runfeldt och analytikergruppen anses ha ett värde på 200Mkr över bokfört värde, motiverat med börskursen den 22/3-94 (enligt att krasst se på börskurs och bokfört värde är beloppet 175Mkr, men ett övervärde har identifierats av Trustor i årsredovisningen på 20 %, varför $175 * 1,2$ är ungefär 200). "Mycket nära" värderingstidpunkten förvärvades ytterligare 23 % av aktierna i United Parts för 241Mkr, Skiljenämnden anser att detta skall ses som en korrekt värdemätare för detta innehav. Detta innebär ett övervärde mot bokfört värde på 30Mkr. Övriga dotterbolag, främst Trustor Precision Components, anser de ej ha ett värde överstigande det bokförda, då det ej anses vara utrett att fallet icke är så. Latent skatt har på övervärden justerats av Runfeldt vilket motsvarar 28 % och i pengar $(30+200) * 0,28 = 64$ Mkr. Beräkningen görs sedan att de bokförda värdena: EK: 138Mkr + 23Mkr (EK reserv) + övervärdena (200+30-64), vilket ger 327Mkr, detta motsvarar 52kr/aktie (6 273 669st aktier).

Värderingstidpunkt: 1: Del av erbjudandetiden, 2: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: 1: Genomsnittlig börskurs 2. Substansvärdering

Särregel eller huvudregel: Särregel analogt

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Mål 1: Enligt moderbolagets yrkande.

Mål 2: Enligt en substansvärdering där moderbolagets värderingsman har getts rätt.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Moderbolaget anser att Components skall substansvärderas, då ingen marknadsnotering förelåg. Tillgångarna är lätt realiserbara och Trustor är ett investmentbolag och skall behandlas som sådant. I mars 1995 påstod ledningen att substansrabatten var 50 %, börskursen var 40kr, implicerande ett substansvärde på 80kr. I mål 1 har Balkendomen varit vägledande och börskurs angetts som korrekt värdemätare, justerat för förändringar sedan avnoteringen (som ansågs vara obefintliga). Mål 2: Substansvärdering där innehavens aktiekurser justerats för övervärden och justerats med latent skatt.

Spira AB / Vide Invest AB

1997-08-27

Moderbolagets ombud: Jan Lombach

God man: Stefan Kamlin

Skiljenämnd: Ordf. Jan Ljungar, MB: Sigvard Heurlin och DB: Göran Ramberg

Bud: 40 aktier i VIDE gav 11 nyemitterade aktier i Spira.

Erbjudandetid: 2 maj till 17 juni 1994.

Påkallandedag: 5 september 1994

Andel ägande i DB före påkallande: 98,4%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget har yrkat på att lösenbeloppet ska bestämmas enligt särregeln. Man menar att värdet av vederlaget återspeglas i målbolagsaktien d.v.s. Vide. Genomsnittlig sista betalkurs för VIDE-aktien under erbjudandetiden var 36,86 kr, vilket ger ett värde om 134,04kr per aktie i Spira. Spiraaktien handlas som högst till 140kr efter att den noterades den 11 juli och sista betalkurs vid tiden för påkallande var 134kr. Moderbolaget anser att då vederlaget kan värderas genom målbolaget och genomsnittligt kurs var 36,86kr skall detta även utgöra lösenbeloppet.

Värderingstidpunkt: Erbjudandeperiod

Värderingsobjekt: Aktier i Målbolaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar att huvudregeln ska vara tillämplig eftersom vederlaget bestod av icke marknadsnoterade aktier och ej innehöll något kontantalternativ. Gode mannen hävdar att när huvudregeln tillämpas förespråkas det i praxis att lösenbeloppet bestäms genom värdering av bolaget, men att hur det skall värderas ej framgår. Vilken typ av värdering som skall användas beror på rörelsen som bedrivs enligt gode mannen. Han menar att det visserligen är teoretiskt möjligt att tillämpa särregeln när vederlagsaktien ej är marknadsnoterad. Dock bör man då fastställa värdet genom en sedvanlig företagsvärdering vilket i så fall skulle motverka särregelns syfte som ju är att förenkla värderingsförfarandet. Om en bolagsvärdering skall ske menar gode mannen att det ligger närmare till hands att värdera målbolaget och således tillämpa huvudregeln. Gode mannen yrkar senare på ett lösenbelopp på 49,30 kr baserat på substansvärde vid påkallandedagen med hänvisning till (NJA 1992 s. 872).

Värderingstidpunkt: Framgår ej

Värderingsobjekt: Dotterbolaget

Värderingsmetod: Substansvärde

Skiljenämndens dom:

Lösebelopp: 36,86kr

Skiljenämnden lägger ner stor vikt vid frågeställning om särregeln är tillämplig. Gode mannen anser att då 49 % av aktierna förvärvades genom en överrenskommelse med en part som accepterade budet innan budet blev offentligt och då Spira redan ägde 4,9 % kan de omöjligen ha förvärvat mer än 50 % av aktierna. Skiljenämnden anser dock att det inte föreligger några hinder för ett moderbolag att diskutera ett bud med en av ägarna innan budet blir offentligt. Frågan är dock om överrenskommelsen var bindande innan budet lades, vilket skulle vara ett skäl till att särregeln kan frångås. I det aktuella fallet har icke några omständigheter som ger vid handen att moderbolaget före det offentliga budet träffat ett bindande avtal. Skiljenämnden anser att vederlaget skall ligga till grund för värderingen. Värderingsmetodiken är enligt praxis (Balken II) att marknadsvärdet reflekteras i aktiekursen, men att börskursen som värde­mätare måste prövas. Vederlaget noterades den 11 juli och fram till påkallandedagen (5 september) var genomsnittlig sista betalkurs 131kr. Skiljenämnden anser att det inte finns anledning att anta att marknaden värderade Spiraaktien högre under perioden för det offentliga erbjudandet. Skiljenämnden anser också att det är uppenbart att det fanns ett samband mellan värdet på de två aktierna. För att marknadsvärdena ej skall anses representativa måste det krävas speciella omständigheter, såsom ofullständig eller eljest missvisande information. Detta skulle innebära att de som accepterat budet föranletts att godta ett aktievärde som påtagligt avvikit från vad en korrekt teoretisk värdering skulle gett på handen. Det har inte framkommit något som pekar på att omständigheterna är sådana i detta fall, varför genomsnittliga börskursen för målbolagsaktien under erbjudandetiden reflekterar värdet för vederlaget. Detta belopp uppgår till 36,68kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget, genom målbolaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang om huruvida substansvärde kan behandlas som värderingsgrund vid tvångsinlösen, vilket avfärdas som värderingsmetod i detta mål. Vidare diskuteras särregelns tillämplighet, vilken sedermera tillämpas. Dessutom diskuteras motsättningar i Gimo-målet och Balken II-målet rörande behandlingen av minoritetsaktier, där de i Balkenmålet värderas i egenskap av minoritetsaktier.

PriFast AB / Stancia AB**1997-10-31****Moderbolagets ombud:** Per-Erik Hasselberg**God man:** Jan Lombach**Skiljenämnd:** Ordf: Johan Munck, MB: Karl-Erik Danielsson och DB: Lennart Svensson**Bud:** För varje 4-tal aktier i Stancia erhålles 1 nyemitterad aktie i PriFast AB**Erbjudandetid:** 18 september till 13 oktober 1995, förlängning till den 27 oktober.**Påkallandedag:** 22 december 1995.**Andel ägande i DB före påkallande:** 89,3%**Moderbolagets yrkande:**

Moderbolaget har i första hand yrkat 26 kr baserat på genomsnittskurs under likviddagen 15 november och i andra hand 28,50 kr baserat på börskurs under dagen före skiljeförfarande.

Värderingstidpunkt: Likviddagen*Värderingsobjekt:* Vederlaget*Värderingsmetod:* Börskurs under dagen**Gode mannens yrkande:**

Gode mannen har yrkat sex olika belopp 1) 63,10 2) 62,10 3) 61,10 4) 54 kr 5) 49 6) 29.50 (Vi har enbart redovisat för det första yrkandet). Gode mannen yrkar på att särskilda skäl att frångå särregeln föreligger. Som särskilda skäl nämns att PriFast aktien under budperioden hade en mycket låg omsättning (genomsnitt 310 per börsdag). Storägarna i PriFast stödköpte också aktier i PriFast Stancia till överkurs (30 kr) för att sedan vidareförsälja de till PriFast till budvärdet. Det hävdas också att substansvärdet av bolaget vida överstiger börskursen under budperioden.

Värderingstidpunkt: Likviddagen 15 november*Värderingsobjekt:* Målbolag*Värderingsmetod:* Substansvärde**Skiljenämndens dom:***Lösenbelopp:* 30 kr

I domsskålet diskuteras huruvida den låga likviditeten i aktien kan anses utgöra särskilda skäl samt om man ska ta hänsyn till substansvärdet (Fastigheter). Skiljenämnden finner dock inte att detta utgör särskilda skäl. Däremot anses stödköpet av aktier till överkurs som särskilda skäl och skiljenämnden fastställer därmed lösenbeloppet till denna kurs. Detta med hänvisning till Balken 2 där moderbolaget också förvärvat en del av aktierna i målbolaget till en högre kurs än det som följde av det offentliga erbjudandet. I Balken 2 gavs dock ett högre vederlag på påkallandedagen till följd av en värdeökning i de underliggande tillgångarna. I denna skiljedom hänvisas därför också till en rekommendation av Näringslivets Börskommitté där det rekommenderas att ifall moderbolaget före påkallelse visat sig villigt att betala ett högre pris för aktier i moderbolaget än vad som följer av det offentliga erbjudandet bör lösenbeloppet inte fastställas till ett lägre belopp än vad moderbolaget betalat.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Målbolaget
Värderingsmetod: Högsta betalda kurs under erbjudandetiden
Särregel eller huvudregel: Huvudregeln

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkanden:

Domen är varken i enlighet moderbolagets eller gode mannens yrkande. Det tas dock hänsyn till vissa av gode mannens synpunkter rörande stödköp.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang angående särskilda skäl, där försäljning av aktier till högre pris än budet ansågs vara ett särskilt skäl. Lösenbeloppet motsvarade sedermera också detta högre betalade belopp med hänvisning både till Balken 2 samt till rekommendationer av Näringslivets Börskommitté.

Dissens:

Skiljaktig mening av skiljemannen Karl-Erik Danielsson. Skiljemannen anser att förvärvandet av aktier på andra villkor än det offentliga erbjudandet ej bör utgöra särskilda skäl. Istället anser han att särregeln är tillämplig och att vederlaget bör bestämmas till genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden: 29,50 kr (i enlighet med gode mannens sistnämnda yrkande).

Assidomän AB / Ncb AB

1997-12-22

Moderbolagets ombud: Peter Bärnhielm

God man: Stefan Kamlin

Skiljenämnd: Ordf. Lars Nycander, MB: Gunnar Widhagen och DB: Lennart Svensson (tidigare Stefan Sandén som avgick)

Bud: För 74 aktier i NCB erhöles 1 aktie i Assidomän

Erbjudandetid: 25 mars - 8 maj 1994

Påkallandedagen: 13 juni 1994

Andel ägande i DB före påkallande: 98 %

Moderbolagets yrkande:

2,07 kr i fallet att särregeln är tillämplig. AssiDomän ägde inte några aktier i NCB före budet och 98 % accepterade budet varför särregeln anses vara tillämplig. Detta ska enligt praxis motsvara genomsnittlig börskurs för vederlaget (AssiDomänaktien) under hela erbjudandetiden. Om särregeln ej är tillämplig skall lösenbeloppet vara 2 kr. Om börskurs inte ska tillämpas så; 1:a hand 78 öre, 2:a hand 1,07 kr, 3:e hand 1,10 kr, 4:e hand 1,13 kr, 5:e hand 1,36 kr. Moderbolaget hänvisar dock främst till 2,07 kr oavsett om särregeln tillämpas eller om särregeln tillämpas analogt med hänvisning till Balkenmålet där värderingen baseras på genomsnitt av senaste betalkurs. Beloppet med hänvisning till att särregeln ej är tillämplig baseras på börskursen vid påkallandedagen. Övriga yrkanden baseras på en avkastningsvärdering av Öhrlings, där de olika beloppen speglar olika avkastningskrav.

Värderingstidpunkten: Den del av erbjudandetiden då aktien var noterad.

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Värderingsobjekt: Vederlaget

Gode mannens yrkande:

1:a hand 2,45 kr, 2:a hand 2,23 kr och 3:e hand 1,36 kr. Gode mannen hänvisar till att staten, som är ensam ägare till Assidomän, även ägde 50,9% av NCB, vilket medför att om staten hade betraktats som ett bolag hade båda bolagen ingått i samma koncern. Man menar därför att staten försökt frångå huvudregeln, vilken hade varit tillämplig annars. I andra hand pekar gode man på att Assidomän inte varit noterad under hela erbjudandetiden

och att denna emission skedde till rabatterat pris. När således de emitterade aktierna försålles sänktes börskursen, vilket gjort det svårt för aktieägarna att bedöma värdet av Assidomäns erbjudande. Gode mannen anser således att huvudregeln är tillämplig och menar i första hand att det inte är börskursen i Assidomän som ska beaktas utan den i NCB. Tidpunkten som hänvisas till är (30 december 1993), vilket gav ett lösenbelopp om 2,45 kr. 2:a-handsyrkandet är baserade på jämförande värdering.

Värderingstidpunkten: Erbjudandetiden

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Värderingsobjekt: Måbolaget

Skiljenämndens dom:

2,07 kr. I enlighet med moderbolagets första yrkande, baserat på genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med Moderbolagets yrkande

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang kring särregeln och huvudregeln. Vidare kring vederlaget samt värderingstidpunkt. Främst därför att Assidomän inte fanns noterat under hela erbjudandeperioden, samt att staten som äger Assidomän även ägde mer än 50 % av NCB.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Hexagon AB / SwePart AB

1998-12-23

Moderbolagets ombud: Björn Tude

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Leif Thorssin, MB: Jan Ljungar, DB: Göran Ramberg (tidigare Gunnar Flodhammar som avled 29/8-98)

Bud: För varje 7-tal A- aktier i SwePart erhöles 1 nyemitterad B-aktie i Hexagon samt 200kr kontant. För varje 7-tal B- aktier i SwePart erhöles 1 nyemitterad B-aktie i Hexagon samt 172kr kontant.

Erbjudandetid: 24 oktober - 16 december 1996,

Påkallandedag: 20 december 1996

Andel ägande i DB före påkallande: 98,4%

Moderbolagets yrkande:

Då Moderbolaget inte ägde några aktier i dotterbolag innan budet samt att fler än 45 % accepterat budet är särregeln tillämplig. Genomsnittlig börskurs under perioden 24 oktober - 16 december skall vara värderingstidpunkt. Den genomsnittliga kursen för Hexagon B-aktien under perioden för erbjudandet var 149,76kr, detta ger ett värde för SwePart-aktien på $(149,76+172)/8 = 45,97$ kr. Att ta hänsyn till högsta betalda kurs är inte motiverat då det varit väldigt liten omsättning till en sådan kurs. Moderbolaget anser inte att det finns någon B-aktieägare som fått 54kr/aktie och det är B-aktieägare som skall vara föremål för detta skiljeärende. Moderbolaget vill även tillägga att det ofta noteras en högre kurs för A-aktier på marknaden än för B-aktier. Näringslivets Börskommitté (NBK) ger även rekommendationen att aktier med icke identiska villkor kan medföra erbjudanden som skiljer sig åt.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen vitsordar att särregeln är tillämplig. Första vardagen efter att den ursprungliga erbjudandetiden löpt ut var den 22 november. Vid denna tidpunkt betalades som högst 173 kr för Hexagon-aktien. Gode mannen anser att det inte ligger någon värdemässig skillnad mellan A och B-aktier utifrån en ekonomisk bedömning. Det finns till och med fall där A-aktien noteras lägre än B-aktien (han hänvisar till SKF A och B). Det strider sålunda mot Näringslivets börskommittés rekommendationer att ge olika bud för olika aktier utan att motivera detta. Han menar vidare att det inte fanns någon information som styrkte skillnaden i prospektet som lämnades i och med budet. Enligt Näringslivets börskommitté får skillnaden inte vara oskälig. Det har sålunda funnits aktieägare som erhållit $(178+200)/7=54$ kr per aktie. Det skall under ett enstaka tillfälle ha betalats 178kr/aktie den 30 november, vilket ger att B-aktieägare fått 50kr/aktie. Enligt Balken I skall påkallandedagen vara värderingstidpunkt och då betalades, som högst, 174kr/aktie.

Värderingstidpunkt: Dagen för högst betalda kurs efter ordinarie erbjudandetid.
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Senast betalda kurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 46kr

Båda parter och skiljenämnden är överrens om att särregeln är tillämplig. Lösenbeloppet skall sålunda grundas på vederlaget och bestäms enligt praxis som ett genomsnitt av de kursnoteringar som förekommit under erbjudandeperioden. Uppgiften från moderbolaget att genomsnittskursen för perioden var 149,76kr har lämnats obestridd av gode mannen. Vad gäller värdering av A eller B-aktier anför skiljenämnden att värderingen skall göras utifrån det värde som aktien har som finansiell tillgång för aktieägaren. Värderingen borde sålunda göras utifrån B-aktien då skiljeärendet rör inlösen av just B-aktier. Skiljenämnden bestämmer i enlighet med moderbolagets yrkande lösenbeloppet till 45,97kr/aktie.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:
I enlighet med Moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden anser att särregeln är tillämplig då en större del av aktierna lämnades in genom erbjudandet. Frågan angående olika lösenbelopp för A och B-aktier diskuterades och slutsatsen drogs att det är det ekonomiska värde för aktieägarna som skall vara underlag för lösenbeloppet. Då det endast var B-aktier som skiljeärendet gällde var en sådan olikartad värdering inte skälig. Lösenbeloppet sattes såsom genomsnittet för B-aktierna under erbjudandeperioden. Praxis på området pekar ej på att värdet vid påkallandedagen används vid värdering av vederlaget.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs
Särregel eller huvudregel: Särregel

Humlegården Fastigheter AB / VBBgruppen AB 1999-02-08

Moderbolagets ombud: Olof Waern

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Jan Ljungar, MB: Karl-Erik Danielsson och GM: Göran Ramberg

Bud: För varje två aktier i VBB erhöles en aktie av samma typ d.v.s. A eller B i Humlegården.

Erbjudandetid: 26 mars - 18 april med förlängning till 6 maj.

Påkallandedag: 3 juni 1997

Andel ägande i DB före påkallande: 97,7 %

Moderbolagets yrkande:

B-aktien: Vägd genomsnittlig betalkurs för B-aktien i moderbolaget under erbjudandeperioden (26 mars- 6 maj) = 33,72 kr. Vad det gäller A-aktien som ej fanns noterad under erbjudandetiden yrkar moderbolaget på att målbolagsaktien skall värderas, detta också genom vägd genomsnittlig betalkurs under erbjudandeperioden (26 mars- 6 maj) = 35,11 kr. Moderbolaget justerar sedermera ner sitt värde med utdelning som lämnades under erbjudandeperioden, vilket ger beloppet 32,94 kr. Ifall skiljenämnden skulle acceptera gode mannens linje, menar man att detta också skulle bli lösenbelopp även för A-aktien.

Värderingstidpunkt: Total erbjudandeperiod inklusive förlängning

Värderingsobjekt: Vederlaget för B-aktie/Målbolagsaktie för A-aktie

Värderingsmetod: Viktad genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen menar att man ej skall göra någon åtskillnad på A och B-aktie i termer av värdering och yrkar på i första hand 36,41 kr baserad på genomsnittlig börskurs av vederlagsaktien under den ursprungliga erbjudandeperioden. I andra hand yrkar gode mannen på att A-aktien skall beräknas enligt moderbolagets beräkningsmetod, men att man ska lägga till utdelning på 1,30 per aktie, vilket således leder fram till beloppet 36,34 kr för A-aktien.

Värderingstidpunkt: Ursprunglig erbjudandeperiod för B

Värderingsobjekt: 1:a hand vederlaget för B aktien, även vägledande för A-aktien. 2:a hand målbolagsaktien.

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 32,92kr för B-aktie, 35,11kr för A-aktie

Lösenbeloppet fastställs till 32,94 kr per B-aktie och 35,11 kr per A-aktie, i enlighet med moderbolagets yrkande.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden finner att det sätt som moderbolaget beräknat med åtskillnad av A- och B-aktie "ger uttryck åt en marknadsmässig åtskillnad mellan värdena hos de skilda aktieslagen". Det finns också ett principiellt resonemang angående huruvida utdelning skall läggas till eller dras ifrån aktiepriset samt huruvida samma belopp ska utdelas för de två olika aktieslagen. Domen slår fast att hänsyn ska tas till att utdelning påverkat börskursen och att utdelning därmed ska dras av i enlighet med moderbolagets yrkande.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden inkl. förlängning

Värderingsobjekt: Vederlaget för B/Målbolagsaktien för A

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel för B/Huvudregel för A

Filago Handels AB / Frontline AB

1999-07-14

Moderbolagets ombud: Jan Lombach

God man: Stefan Sandén

Skiljenämnd: Ordf: Jan Heuman, MB: Karl-Erik Danielsson och DB: Lennart Svensson,

Bud: För varje innehavd aktie i Frontline erhöles 1 aktie i Frontline Ltd

Erbjudandetid: 2 juni - 27 juni 1997, tom 25 juli 1997

Påkallandedag: 4 juli 1997

Andel ägande i DB före påkallande: 99,6%

Moderbolagets yrkande:

Filago har yrkat på att lösenbeloppet skall fastställas till 27,31 kr, vilket motsvarar börskurs per påkallandedagen. Ifall särregeln är tillämplig och noterad kurs under erbjudandetiden skall utgöra grund för att bestämma lösenbeloppet yrkar MB på beloppet 29,5kr. Betalkursen gäller Frontline AB (svenska noteringen) under perioden 2 juni 1997 - 4 juli 1997. Moderbolaget resonerar att aktieägarna var medvetna om den kursdifferens som måhända fanns mellan det svenska och norska bolaget. De var inte heller medvetna om faktumet att budet skulle förlängas och sålunda skall de som accepterat budet och de som inte accepterat budet kompenseras lika.

Värderingstidpunkt: Tiden från erbjudandets start till påkallandedagen

Värderingsobjekt: Frontline AB (dotterbolag till Frontline Ltd, där den senare utgjorde vederlagsaktien)

Värderingsmetod: Börskurs

Gode mannens yrkande:

Särregeln skall tillämpas analogt och beloppet skall utgöra 31,97kr. Värdering ska ske av moderbolag (den norska noteringen) d.v.s. Frontline Ltd (det faktiska vederlaget) och inte av dotterbolaget Frontline AB. Man menar således att värdet på Frontline Ltd ej kan fastställas genom börskursen i Frontline AB. Perioden skall motsvara tiden för budet inklusive förlängning (det stod i budet att det eventuellt skulle komma att förlängas). Aktierna i Frontline Ltd fanns inte noterade i Sverige förrän 7 juli 1997. Den del av erbjudandeperioden som förelåg innan sagda datum ska istället aktierna i Ltd som fanns noterade i Oslo användas för att fastställa lösenbeloppet. Man menar vidare att huvudprincipen vid tvångsinlösen är att värdet skall fastställas per påkallandedagen, men att fast praxis när bytesvalutan ej är kontant är att fastställa det genomsnittliga värdet under erbjudandetiden.

Värderingstidpunkt: Hela erbjudandetiden,

Värderingsobjekt: Aktien i moderbolaget Frontline Ltd (vederlaget)

Värderingsmetod: Börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 31,97kr

I fallet att särregeln är tillämplig skall lösenbeloppet motsvara vederlaget enligt ABL och i och med Balkenmålet skall lösenbeloppet motsvara marknadspriset. Särregeln är tillämplig då budet erbjudits till en vidare krets och flertalet ägare har accepterat budet. Sålunda är vederlaget den bästa approximationen på marknadsvärdet i Frontline AB. Aktien är en korrekt värdeämätare på företaget enligt Balken. I fallet att hela erbjudandetiden används som underlag är detta representativt. Frontline Ltd i Norge var endast noterad 1/3 av erbjudandetiden men detta anses ej vara en för kort tid för att ge en tillfredställande bedömning. Genomsnittlig börskurs i svensk valuta motsvarar 31,97kr. Särregelns tillämplighet analogt eller icke har ingen betydelse för utfallet.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Skiljedomen gick på den gode mannens linje.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Aktien är enligt Balken en värdeätnare för bolaget. Kursen skall beräknas som ett genomsnitt under erbjudandetiden. I fallet att notering endast föreligger under en kortare period måste en egen bedömning göras om huruvida detta är representativt, vilket gjordes i detta fall.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden (Den del som vederlagsaktien fanns noterad i Oslo)

Värderingsobjekt: Vederlaget (Frontline Ltd noterad på Oslobörsen)

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

N&T Argonaut / Nordström & Thulin AB

1999-09-21

Moderbolagets ombud: Ulf Rehnmark

God man: Jan Lombach

Skiljenämnd: Ordf. Göran Ramberg, MB: Hans-Gunnar Solerud och DB: Stefan Sandén

Bud: För 10 A-aktier i N&T erhålles 13 nyemitterade A-aktier i Argonaut, för 10 B-aktier erhålles 13 nyemitterade B-aktier.

Erbjudandeperiod: 2 januari - 23 januari med förlängning t.o.m. 5 februari

Påkallandedag: 18 februari 1998

Andel ägande i DB före påkallande: 98 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar på att särregeln ska tillämpas och vederlaget värderas som genomsnittlig aktiekurs (13,03 kr) på Argonaut under anmälningstiden, vilket motsvarar lösenbeloppet 17 kr per aktie.

Värderingstidpunkt: Anmälningstiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen menar att budet redan var accepterat av aktieägare motsvarande 79 % redan innan budet offentliggjordes, vilket således skulle göra att särregeln ej är tillämplig. Värdet skall fastställas genom huvudregeln. Enligt Balkenmålet ska målbolagets aktie värderas per påkallandedagen, men kursens värde som måttstock bör prövas. I detta fall fanns en värdering av målbolaget gjord av moderbolaget, vilken enligt gode mannen visar en stor diskrepans mellan aktiens verkliga värde (substansvärde) och börskursen. Enligt prospektet var substansvärde i N&T 25,65 kr/aktie. Detta ger enligt gode mannen ett korrekt mått på aktiens värde. Tidpunkten för värderingen var något innan erbjudandet offentliggjordes.

Värderingstidpunkt: Strax före erbjudandet offentliggjordes

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Substansvärde så som redovisat i prospektet

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 17 kr.

Skiljenämnden finner rekvisiten för särregeln är uppfyllda och att den ska tillämpas då Argonaut förvärvat mer än hälften av aktierna i N&T genom det offentliga erbjudandet. Dessutom finner man inte att det i prospektet angivna substansvärdet bör ligga till grund för värdering av vederlaget. Skiljenämnden menar att det ligger i sakens natur att marknadsnoterade aktier fluktuerar i värde under erbjudandetiden och det måste fordras mycket speciella

omständigheter att frångå tillämpningen av särregeln. Sådana omständigheter har inte påträffats i detta fall enligt skiljenämnden, vilket gör att särregeln tillämpas så som moderbolaget yrkat.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Enligt moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang angående huruvida att aktieägare uttalat sig positivt om bud ska ge skäl att frångå särregeln, vilket inte bifalles. Dessutom förekommer resonemang angående huruvida det i prospektet angivna substansvärden ska anses visa verkligt värde, vilket inte heller bifalles. Istället används särregeln och genomsnittlig börskurs för moderbolaget i enlighet med Balken och SOU 1997:22.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Fastighets AB Tornet / SIFAB Fastighets AB

2000-04-04

Moderbolagets ombud: Johan Cervin

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Anders Knutsson, MB: Maths Heuman och DB: Göran Ramberg

Bud: För varje 2-tal aktier i SIFAB erhöles 1 aktie i Tornet samt 2 kr kontant.

Erbjudandetid: 27 mars - 8 maj 1998,

Påkallandedag: 12 maj 1998

Andel ägande i DB före påkallande: 98 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser att särregeln inte är tillämplig och att målbolaget skall värderas såsom försäljning skett via normala omständigheter. Då det i Balken I angavs att påkallandedagen skall vara värderingstidpunkt anser moderbolaget att så även här skall vara fallet. Då ingen handel skedde i målbolaget den 12 maj, anser moderbolaget att den 13 maj skall vara värderingstidpunkt och vid denna tidpunkt var senaste betalkurs 58 kr. I fallet att huvudregeln inte anses vara tillämplig ska lösenbeloppet baseras på värdet på målbolagets aktier, inte moderbolagets. Den vägda genomsnittliga kursen under erbjudandetiden för SIFAB var 61,51kr.

Värderingstidpunkt: Dagen efter påkallande (ingen omsättning på påkallandedagen)

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Senast betald aktiekurs.

Gode mannens yrkande:

Gode mannen anser att Balken inte är tillämplig då väldigt lång tid fortlöpt från erbjudandetidens slut och påkallandedagen. I detta fall anses det inte vara rimligt att utgå från påkallandedagen. Gode mannen hänvisar även till likabehandlingsprincipen som säger att de som inte accepterade budet inte skall vara sämre eller bättre behandlade än de som accepterade budet. Högsta betalkursen för Tornet under perioden inträffade den 15 april och då var kursen 131,5kr, vilket skulle ge ett pris på $(131,5+2) / 2 = 66,75$ kr. Detta resonemang föranleder gode mannens 1:a-handsyrkande. Gode mannen motiverar sitt 2:a-handsyrkandet med att då den genomsnittliga kursen under erbjudandeperioden varit 123,92kr, så bör lösenbeloppet fastställas till $123,92+2 / 2$ kr, vilket ger 62,96kr. Sålunda anser gode mannen att den illikvida marknaden för Tornet bör medföra att särregeln tillämpas analogt. I fallet att skiljenämnden anser att den noterade kursen för målbolagets aktie skall ligga till grund för lösenbeloppet,

anses den högsta noterade kursen under erbjudandetiden vara tillämplig. Detta eftersom aktieägare i SIFAB hade möjlighet att sälja sina aktier till detta belopp som alternativ till erbjudandet, vilket också skedde den 15 april till kursen 65kr. Lösenbeloppet bör heller inte sättas under det värde på budet som framgick av det prospekt som lämnades till aktieägarna i samband med budet. Detta motiverades med att genomsnittskursen för Tornet de 10 dagarna var 120,35, varför det då påstods att budet var värt 61,17kr.

Värderingstidpunkt: Dagen för högsta betalkurs under erbjudandeperioden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Högsta betalkurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 62,68kr

Skiljenämnden hänvisar till Balken I och II där det fastställs att ersättningen skall motsvara aktiernas värde på påkallandedagen. Om aktien är noterad på en börs eller är föremål för organiserad handel skall även kursens värde som måttstock prövas. Skiljenämnden anser då att man skall ta i beaktande vad det offentliga erbjudandet hade för värde. Skiljenämnden hänvisar även till att HD anser att det ligger nära till hands att tillämpa särregeln analogt i situationer där moderbolaget har förvärvat en betydande del av sina aktier genom erbjudandet. Skiljenämnden vill då undersöka dels kursen för SIFAB samt vad som följer av en analog tillämpning. Kursen för SIFAB varierade mellan 52 och 65kr under erbjudandetiden. Sista betalkurs efter påkallandet var 58kr. Enligt särregeln skulle då vederlaget värderas och skiljenämnden anser att en genomsnittlig kurs under hela erbjudandetiden är bästa måttstocken. Detta motsvarar 123,35kr, vilket ger ett pris om 62,68kr. Frågan är då vilket av dessa två värderingar som är mest rättvist. Då nästan 25 % av aktierna i SIFAB inlämnats i erbjudandet och det "uppenbart" är fråga om ett ringa antal aktier som omsatts i SIFAB den 13 maj anser skiljenämnden att vikt bör läggas på vad som betalats genom det offentliga erbjudandet. En analog tillämpning vitsordas och lösenbeloppet bestäms till 62,68kr

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Skiljenämnden gör en egen bedömning.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Särregeln tillämpas analogt med motiveringen att det finns en påstådd orättvisa i att värdera enligt huvudregeln när endast ett ringa antal aktier i målbolaget omsatts på marknaden och värderingen görs sålunda av vederlagsaktierna. En genomsnittlig börskurs tillämpas för hela erbjudandeperioden.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregeln analogt

Asea Holding AB / ABB Participation AB

2000-05-15

Moderbolagets ombud: Göran Nyström & Rikard Schwalbe

God man: Magnus Ramberg

Skiljenämnd: Ordf. Johan Munck, MB: Jan Ljungar och DB: Stefan Lindskog

Bud: För varje aktie i ABB Participation AB erhöles 0,1599308 aktie i ABB Ltd

Erbjudandeperiod: 30 mars - 15 juni 1999 Förlängning: tom 24 juni

Påkallandedag: 30 juni 1999

Andel ägande i DB före påkallande: Påkallande: 95,2%, Vid Skiljenämnd: 97,6%

Moderbolagets yrkande:

ABB koncernens marknadsvärde under perioden 30 mars till 15 juni 1999 (erbjudandet utan förlängning) baserade på bakomliggande aktiers noteringskurs d.v.s. ABB AB och ABB AG, vilket resulterar i 116,17 kr/aktie. Argumentet för detta tillvägagångssätt är att värdeökningen till följd av den nya koncernstrukturen redan reflekteras i börskursen hos målbolaget. Moderbolaget använder som argument för den föreslagna gällande erbjudandetiden att förlängningen av erbjudandet bör ses som en serviceåtgärd för övriga aktieägare då kravet om 90 % redan var uppfyllt vid tidpunkten för förlängning.

Värderingstidpunkt: Tidsperioden för det första erbjudandet, 30 mars till 15 juni.

Värderingsobjekt: Marknadsvärdet av koncernen reflekterat i de underliggande bolagens börskurs

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs under ovan nämnda period

Gode mannens yrkande:

Utgångspunkt är att Moderbolagets aktie ABB Ltd är bytesvaluta och att denna finns noterad fr.o.m. 22 juni, vilket gör att genomsnittlig börskurs för moderbolaget bör användas. Därav yrkas 1:a hand på genomsnittlig börskurs 22 juni - 22 juli med argument att aktien varit noterad under en kort period, vilket gav lösenbeloppet 127,22 kr. I 2:a hand yrkades från notering till påkallandedag 22 juni - 30 juni, vilket gav ett lösenbelopp om 125,1 kr. I 3:e hand yrkades kurs under den del av erbjudandetiden som aktien fanns noterad d.v.s. 22 juni - 24 juni, vilket gav ett belopp om 123,73.

Värderingstidpunkt: 1: en månad framåt sedan ABB Ltd noteras 2 (22-24 juni), 2: From notering till påkallandedag (22-30 juni) 3: Från notering av ABB Ltd tom budets utgång (22-24 juni).

Värderingsobjekt: ABB Ltd

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 123,73kr

Domskälet tar i likhet med båda parternas yrkande hänsyn till att särregeln inte är bokstavligen tillämplig, men att denna bör tillämpas analog. Detta då ABB Ltd överlätit sina aktier till det svenska dotterbolaget ASEA Holding. Vidare inkluderas förlängningen som en del av erbjudandeperioden då budets innehåll kvarstod. Domskälet går på gode mannens tredje hands yrkande 123, 73 kr. Som anledning nämns att detta representerar den faktiska bytesvalutan samt att man inte finner skäl till att aktiekursen i ABB Ltd vid tidpunkten 22-24 juni 1999 skulle vara missvisande.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Skiljedomen gick på den gode mannens linje, där dennes 3:e hands yrkande blev underlag för domen.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Domskälet hänvisar till Balken (marknadsvärde enligt noterad kurs) och man anser att aktien i ABB Ltd representerar själva bytesvalutan. Förlängningen av utbytesperioden anses vara en förlängning av det offentliga budet och genomsnittlig börskurs i ABB Ltd från notering till löptidens slut är ej missvisande.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregeln analogt

Nordic Baltic Holding AB (NBH)/Nordbanken

2000-05-26

Moderbolagets ombud: Maths Heuman

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Leif Thorsson, MB: Olof Nilsson och DB: Göran Ramberg

Bud: För varje aktie i Nordbanken erhålles 7 nyemitterade aktier i NBH

Erbjudandetid: 17 november – 10 december 1997

Påkallandedag: 16 december 1997

Andel ägande i DB före påkallande: 99,7%

Moderbolagets yrkande:

306 kr/aktie motsvarande kurssättning under erbjudandeperioden. Då aktien inte varit noterad under hela erbjudandetiden baseras vederlaget utifrån den första tidens kurssättning. Man använder här kursen 43,65 kr per NHB aktie vilket motsvarar 306 kr och vilket är den högsta kursen där en efteranmäld affär från staten utesluts. Moderbolaget hänvisar till NJA 1996 s. 293 (Balken II), särregeln samt praxis gällande när vederlaget inte finns noterad under erbjudandeperioden, men i däremot är noterad i nära anslutning.

Värderingstidpunkt: De första fem veckornas notering, d.v.s. 8 december 1997 till 9 januari 1998.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs under de första veckornas notering av NHB-aktien justerad för en efteranmäld affär som var en del av statens utförsäljning.

Gode mannens yrkande:

Gode mannen hävdar att det fanns övervärden i fastigheter hos MeritaBanken. Det egna kapitalet i Nordbanken borde ha varit 8,4 miljarder högre till följd av undervärdering av Meritas fastighetsportfölj, vilket skulle medföra ett aktievärde på 450 kr. Man hänvisar till att övervärdena är en särskild omständighet som ska beaktas, men att särregeln trots det är tillämplig. Gode mannen ansluter dock till moderbolagets yrkande om värderingstidpunkt.

Värderingstidpunkt: Se MB:s yrkande

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Vederlaget med justering för övervärden

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 306kr

306 kr i enlighet med moderbolagets yrkande. Hänvisning till att särregeln är tillämplig. Dessutom hänvisas till praxis där vederlaget ej varit noterad, men där aktien noterats i nära anslutning och därmed ansetts utgöra en representativ värdeämätare.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Enligt moderbolagets yrkande

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Domen hänvisar till särregeln, till Balken II samt till praxis angående när vederlaget inte finns noterad under erbjudandeperioden, men i nära anslutning. Dessutom tas hänsyn till särskilda omständigheter, i det här fallet statens utförsäljning.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Hufudstaden AB /NK Cityfastigheter

2000-06-20

Moderbolagets ombud: Ola Lindström

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Jan Heuman, MB: Karl-Erik Danielsson och DB: Göran Ramberg.

Bud: Alt 1: För varje 3-tal aktier i NK erhöles 7 nyemitterade A-aktier i MB
Alt 2: För varje 3-tal aktier 7 nyemitterade aktier i MB

Erbjudandetid: 29 mars 1998-

Påkallandedag: 11 augusti 1998

Andel ägande i DB före påkallande: 99,9%

Moderbolagets yrkande:

75,06 vilket baseras på genomsnittskursen för Hufvudstaden fastigheter under erbjudandeperioden. Den beräknade omsättningsviktade genomsnittliga noterade betalkursen av serie A, uppgick till 32,17kr. Särregeln är tillämplig då MB inte ägde några aktier innan budet och förvärvade 99,9% genom ett offentligt erbjudande.

Värderingstidpunkt: Erbjudandeperioden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Omsättningsviktade genomsnittliga noterade betalkursen.

Gode mannens yrkande:

105kr där gode mannen har gjort en indikativ värdering av substansvärdet och hamnat på siffran 97k. Detta genom att "ta hänsyn även till varumärkets värde". Gode mannen anser vidare att man bör göra en "kurssubstansvärdering" om 108 % vilket ger ett värde på bolaget på 105kr. Dessutom anser han att om vederlaget skall utgöra lösenbelopp måste marknaden vara medveten om aktiens värde. Gode mannen har med extern hjälp kommit fram till att informationen vara ofullständig vad gäller varumärkets värde.

Värderingstidpunkt: Ej angivet, fundamentalanalys

Värderingsobjekt: Dotterbolaget

Värderingsmetod: Substansvärdering korrigerat för kurssubstansvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 75,06kr

Rekvisiten för att tillämpa särregeln är enligt båda parter uppfyllda, men gode mannen anser att informationen var ofullständig i prospektet vad gäller varumärkets värde. Skiljenämnden anser att varumärkets värde kommer till uttryck i de hyror som hyresgäster är villiga att betala. Något värde utöver detta anses inte föreligga. Hyrorerna i prospektet härrör från 1997 varför gode mannen anser att dessa inte är representativa. Dock var det även angivet att hyrorerna är kraftigt stigande i "goda lägen", varför detta inte bör göra att marknaden blivit vilseledd. Gode mannen har inte motsatt sig moderbolagets värdering då särregeln är tillämplig och moderbolagets yrkande om 75,06kr bifalles därför.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Enlig Moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Särregeln är tillämplig enligt ABLs uppställda rekvisit. Vederlagets värde har beräknats genom genomsnittlig betalkurs under erbjudandeperioden i enlighet med SOU 1997:22

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Wihlborgs Fastigheter AB / Wihlborgs Fastigheter i Stockholm AB

2000-06-30

Moderbolagets ombud: Lars Andersson

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Göran Ramberg, MB: Claes Englund och DB: Lars Nycander

Bud: A-aktie mot A-aktie, B mot B. 5 aktier i WF Sthlm mot 18 i WF AB (publ).

Anmälningstid: 5-29 juni 1998.

Påkallandedag: 3 juli 1998

Andel ägande i DB före påkallande: 95,1%

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget förvärvade 95,1% av aktierna genom budet och yrkar därmed på särregeln. Värderingen grundas på medianvärdet av lägsta noterade värdet på Wihlborgsaktien (vederlaget) under erbjudandeperioden, 38,88 kr. Som svar på gode mannens yrkande menar man vidare att substansvärdering saknar rättsligt stöd och att skillnader i avkastningskrav och driftnetto ger en mycket stor spännvidd i prognoser och därmed värden.

Värderingstidpunkt: Erbjudandeperiod

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Medianvärdet av lägsta noterade kurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen hävdar att det föreligger särskilda skäl. För det första hävdar gode mannen att informationen i budprospektet är bristfällig. Han menar också att det fanns starka ägarband i styrelsen, där personerna är sammankopplade genom LO-sfären. Vidare hävdas att handeln i Storheden-aktien var mycket begränsad vid värderingstidpunkten, att budet mottogs negativt i affärspress och på aktiemarknaden samt att andra fastighetsaktier under perioden steg kraftigt. Gode mannen använder sig således i sitt förstahandsyrkande av en substansvärdering av målbolaget och kommer därav fram till lösenbeloppet 72 kr. I andra hand yrkar gode mannen på 47 kr, vilket motsvarar den siffra som presenterats i prospektet samt även genomsnittskursen under en månad före budet. I tredje hand yrkar gode mannen på vederlagets värde under erbjudandetiden, vilket baseras på genomsnittligt värde under hela erbjudandetiden, 41,34 kr.

Värderingstidpunkt: 1:a hand påkallandedagen, 2:a hand månaden innan budet lades alt. när prospektet kom ut.

Värderingsobjekt: 1:a hand målbolaget 2:a hand vederlaget.

Värderingsmetod: 1:a hand substansvärde, 2:a hand genomsnittlig börskurs en månad innan budet alt. budet såsom presenterats i prospektet.

Skiljenämndens dom:

39,10 kr, vilket motsvarar genomsnittlig börskurs av vederlaget under hela erbjudandeperioden.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Egen bedömning

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden finner att det skäl som skulle kunna göra att särregeln inte skulle varit tillämplig, var de starka ägarbanden mellan bolagen. Dock förvärvades största delen av aktierna genom det offentliga budet och särregeln är således tillämplig. Det hänvisas även till Balken och då stycket om att "insiktsfulla och professionella aktörer" accepterar budet, varför man ska se börskursen som värdemätare.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs
Särregel eller huvudregel: Särregel

Stattum / Sveaskog

2001-04-06

Moderbolagets ombud: Gustav Bergstedt
God man: Ulf Olofsson
Skiljenämnd: Ordf. Torkel Gregow, MB: Lena Frånstedt Lofalk och DB: Ingvar Gullnäs

Bud: För varje 10-tal aktier i Sveaskog erhöles 3 aktier i Assidomän.

Erbjudandeperiod: 11 maj - 9 juni 1999.
Påkallandedag: 19 april 1999
Andel ägande i DB före påkallande: 95 %

Moderbolagets yrkande:

52,41kr med motiveringen att särregeln är tillämplig analogt eftersom staten lagt ett offentligt bud på Sveaskog vilket medfört ett förvärv av merparten av bolaget och sedan överlåtitt alla aktierna till Stattum. Då särregeln är tillämplig är praxis att vederlaget skall utgöra lösenbeloppet, vilket beräknas genom aktiekursen för vederlaget under erbjudandeperioden. Den genomsnittliga kursen för Assidomän aktien under perioden 11 maj - 9 juni = 174,70kr $(174,7/10)*3 = 52,41$ kr.

Värderingstidpunkt: Erbjudandeperioden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittliga noterade betalkursen. Slutkurs för respektive dag

Gode mannens yrkande:

1:a hand 60,29kr, 2:a hand 54kr. Förstahandsyrkandet motiveras med en substansvärdering eftersom Stattum inte själv förvärvat några aktier genom ett offentligt erbjudande. Därmed menar gode mannen att huvudregeln skall tillämpas. Substansvärderingen i sig är gjord av revisorn Anders Winsa. Anders Winsa ansåg att en avkastningsvärdering ej är möjlig och har i sin substansvärdering utgått från ett marknadsvärde på skogsareal om 197 kubikmeter (ett snittvärde för försäljningar av skogsfastigheter under 1999), vilket leder till ett justerat substansvärde på 60,29kr/aktie. Det framgår att revisorn ansåg att priset stigit under 2000 och man kan anta att någon form av justering uppåt har gjorts på priset. 2:a handsyrkandet gäller ifall skiljenämnden anser att särregeln är tillämplig. Gode mannen anser att minoritetsaktieägarna skall kompenseras så som om ingen åtgärd (uppköp) skett. Den mest representativa värderingstidpunkten för detta ändamål anser han vara kursen för Assidomän den sista dagen då rätt till utdelning av aktier i Sveaskog. Detta motsvarar 180kr, och 3/10 av detta är 54kr.

Värderingstidpunkt: Påkallandedag
Värderingsobjekt: Målbolaget
Värderingsmetod: Substansvärdering där tillgångarna värderats till rådande marknadspris.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 52,41kr

Frågan om särregeln skall tillämpas eller inte är det första som skiljenämnden diskuterar. De anser att särregeln är tillämplig och att praxis föreskriver att genomsnittlig börskurs under erbjudandeperioden skall utgöra värderingstidpunkt. Skiljenämnden ansåg att moderbolagets yrkande är i linje med praxis och lag. Gode mannen har inte haft några åsikter kring moderbolagets värdering varför skiljenämndens dom blev 52,41kr i lösenbelopp.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Enlig Moderbolagets yrkande

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Särregeln är tillämplig då majoriteten av aktieägarna har accepterat ett offentligt bud som skett till skäligt marknadspris. Att moderbolaget ej själv lagt det offentliga budet spelar därmed ingen roll då resonemanget gäller skäligt marknadspris. 14kap 31-35§§ stipulerar att tvångsinlösen i dotterbolaget skall utgå ifrån att minoritetsaktieägarna skall försättas i samma ekonomiska ställning som rådde innan budet. NJA 1996:293 gör gällande att marknadspris skall tillämpas och i fallet att någon marknadsnotering inte föreligger skall värdet baseras på förmögenhetsställning och avkastningsförmåga. I detta fall tillämpas särregeln och vederlaget värderas således. Rådande praxis föreskriver att genomsnittskursen under erbjudandeperioden är en korrekt värdemätare och skiljenämnden dömde därmed i enlighet med detta.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregeln

AstraZeneca Holding AB (Zeneca) / AstraZeneca AB (Astra)

2001-08-03

Moderbolagets ombud: Tom Hård, Anders Lindblad

God man: Peter Haglund

Skiljenämnd: Ordf: Torkel Gregow, MB: Gunnar Nord och DB: Göran Ramber

Bud: För varje aktie i Astra erhöles 0,5045 aktier i Zeneca Group PLC

Erbjudandeperiod: 25 januari - 18 mars, Förlängning: 30 mars, sedan 23 april sedan 21 maj 1999

Påkallandedag: 19 april 1999

Andel ägande i DB före påkallande: 96,2% 6 april 1999, 21 maj 99,6%.

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar att lösenbeloppet fastställts till 173,21kr per aktie i första hand och i andra hand till 177kr. Förstahandsyrkandet motiveras med att särregeln är tillämplig då en majoritet av aktierna förvärvats genom offentligt erbjudande till vidare krets. Lösenbeloppet skall då utgöra vederlaget i erbjudandet, vilket motsvarar genomsnittet av 0,5045 aktier i AstraZeneca (Zeneca) under anmälningstiden. Andrahandsyrkandet är aktiekursen för vederlaget på påkallandedagen (sista betalkurs).

Värderingstidpunkt: Ordinarie anmälningstid, tolkad som: 25 januari - 30 mars (alltså inklusive första förlängningsperioden)

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen gör 3st yrkanden, vilka är: 199,78kr alternativt 199,53 kr i första hand, 203,31kr alternativt 193,78kr i andra hand och 177,5kr i tredje hand. De motiverar sina yrkanden med att de i första hand åberopar att särregeln strider mot Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna (Europakonventionen) och därmed skall lösenbeloppet motsvara det värde som aktierna i Astra representerade vid den tidpunkt då äganderätten övergick till moderbolaget (199,78kr för 12e maj och 199,53kr för 16maj 2000). Andrahandsyrkandet erkänner särregeln och anser att vederlaget skall utgöra lösenbeloppet, vilket värderat per första handelsdagen då AstraZenecaaktien handlats till högsta betalkurs som 1 alternativ (203,31kr) samt genomsnittskurs under

erbjudandetiden som andra alternativ (193,78kr). Tredjehandsyrkandet är högsta betalkurs för Astraaktien på påkallandedagen.

Värderingstidpunkt: 1:a hand: Äganderättsöverföringen, 2:a hand, Första handelsdag för AZN i Sverige, 3:e hand påkallandedag,

Värderingsobjekt: 1:a hand värdet på Astraaktien, 2:a hand vederlaget, 3:e hand Astraaktien,

Värderingsmetod: 1:a hand marknadspris, 2:a hand marknadspris (högsta, eller genomsnittlig betalkurs), 3:e hand Astra-aktien, högsta betalkurs.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 173,21

Skiljenämnden anser inte att särregeln är i strid med Europakonventionen. Diskussionen kring detta är tämligen omfattande i relation till vikt för slutsats. Kortfattat fastslås att det gode mannen hänvisar till ej är tillämpligt samt att skiljenämnden inte anser att det finns anledning att anse att diskrimineringsförbudet i europakonventionen är tillämplig då särregeln behandlar moderbolag och dotterbolag på samma sätt. Gode mannen anser att tidpunkten bör vara äganderättsövergången med stöd av europakonventionen. Sålunda kan anses att gode mannens 1:a-hands yrkande saknar fog och därmed är andra yrkandet i fokus, vilket betyder att gode mannen och moderbolaget är överrens om att särregeln är tillämplig. Skiljenämnden vill påpeka att då 90 % av aktierna förvärvades av det engelska bolaget AZN (under dess tidigare namn) som sedan överfört aktierna till ett dotterbolag gör att särregeln inte är direkt tillämplig utan att den kan anses vara tillämplig analogt. Lösenbeloppet skall sålunda motsvara vederlaget och moderbolagets yrkande om genomsnittskursen för AZN under den ordinarie anmälningssperioden. Gode mannen har inte motsagt sig detta sätt att värdera. Gode mannens yrkande att använda Astras kurs på påkallandedagen är i linje med Balkenmålet men då särregeln är tillämplig skall värdering ske med utgångspunkt i erbjudandetiden. Lösenbeloppet fastslogs till 173,21kr.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Enligt moderbolagets första yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Värderingsmetod diskuteras och resonemanget i domen pekar på att marknadspris skall användas. Ingen direkt hänvisning till Balken sker, men underförstått är att ett skäligt värde motsvaras av aktiekurs. Tidpunkten sätts till ett genomsnitt under en tämligen godtycklig period, ordinarie erbjudandeperiod + 1:a förlängningen. Motivering till resonemangen saknas i den utsträckningen att ledning till resonemanget saknar referenser.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregeln analogt

Dom enligt Tingsrätt:

Moderbolagets yrkande är detsamma som i skiljenämnde, men gode mannen ändrade sitt yrkande till att gälla att särregeln ej är tillämplig då AZN (engelska bolaget) lade erbjudandet, men att aktierna sedan överläts till ett svenskt bolag för att möjliggöra tvångsinlösen. Tingsrätten anser att det inte finns fog för något av gode mannens yrkanden. Då Tingsrätten fastslog att särregeln är tillämplig tvistades det sedan om tidpunkt för värderingen. Tingsrätten hänvisar till betänkandet SOU 1997:22 (Aktiebolagets Kapital), där Aktiebolagskommittén uttalat att värderingen av vederlaget torde få hänföras till uppköpserbjudandets löptid om vederlaget utgjorts av annat än kontanter. Gode mannen anser även att vederlaget från AZN torde betalas i brittiska pund då en stor del av minoriteten ej är svenskar. Detta förkastades då det är ett svenskt målbolag och lösenbeloppet skall utgå i svenska mynt. Tingsrättens dom överklagades till HD, men vi har valt att inte redovisa den här, då den endast avsåg ersättningskraven från moderbolagets sida. Sammanfattningsvis fastslog Tingsrätten skiljenämndens domslut.

Wedins Norden AB/Wilkenson Handsmakarna AB 2001-11-27

Moderbolagets ombud: Olle Flygt

God man: Axel Weibull

Skiljenämnd: Ordf. Johan Munck, MB: Peter Traung och DB: Magnus Nedström

Bud: 21 nyemitterade aktier i Wedins för 20 aktier i Handsmakaren

Erbjudandetid: 12 november 1999 till 3 december 1999.

Påkallandedag: 20 december 1999

Andel ägande i DB före påkallande: 98,1%

Moderbolagets yrkande:

Wedins menar att särregeln är tillämplig. Det yrkade lösenbeloppet 60,83 kr per aktie är baserad på volymviktad börskurs under erbjudandeperioden multiplicerad med 1,05 enligt bud.

Värderingstidpunkt: Erbjudandeperiod

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittskurs

Gode mannens yrkande:

1:a hand: 65,56 kr baserad på genomsnittlig börskurs from 18 november till 3 december 1999, med motivering att ny information kom fram då angående samordningsvinster vilket väsentligt höjde börskursen. 2:a hand: 60,83 kr baserad på volymviktad genomsnittlig börskurs under erbjudandetiden.

Värderingstidpunkt: Del av erbjudandeperiod, efter ny information om synergivinster kommit ut.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittskurs.

Skiljenämndens dom:

65,56 kr enligt gode mannens yrkande.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Samma som gode mannens yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

I domen nämns att även om praxis förespråkar att lösenpriset baseras på hela löptiden, så är det från en teoretisk synpunkt inte den enda tänkbara. Man menar också att det inte är ovanligt att man i praxis av olika skäl hänförliga till det speciella fallet frångår principen om att vederlaget skall bestämmas till genomsnittsvärde under anmälningstiden. Skiljenämnden menar att detta är ett sådant fall. Man ger därför gode mannen bifall i sitt yrkande, där tidsintervallet för att beräkna genomsnittspriset hänförs till den del av erbjudandetiden som förelåg efter att ledningen för Wedins meddelat större samordningsvinster. För att undersöka om uttalandet av Wedins ledning om ökade samordningseffekter fick kurshöjande effekter på vederlagsaktien jämförde man börskursen för Wedins med generalindex och kunde se att förändringen var specifik för Wedins.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden, förkortad

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Moderbolagets ombud: Bengt Bolin

God man: Lars Milberg

Skiljenämnd: Ordf. Jan Jungar, MB: Rolf Skog och DB: Erik Nerep

Bud: För varje 7-tal aktier i Entra erhöles 6 nyemitterade aktier i TietoEnator AB samt för varje 22-tal preferensaktier erhöles 15 nyemitterade aktier i MB.

Erbjudandeperiod: 31 maj - 22 juni 2000, Förlängning till 31 augusti 2000.

Påkallandedag: 18 maj 2001.

Andel ägande i DB före påkallande: 97 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser att huvudregeln är tillämplig då moderbolaget ägde över 50 % av dotterbolaget innan det offentliga erbjudandet. Lösenbeloppet skall fastställas med utgångspunkt från det genomsnittliga priset för aktier i Entra som handlats på Stockholmsbörsen. Detta genomsnittliga pris uppgick till 228,33kr och är moderbolagets 1:a yrkande. I fallet att skiljenämnde inte accepterar detta skall en genomsnittlig börskurs för de senaste 20 dagarna före påkallandedagen användas, vilket motsvarar: 237,72kr. Ifall skiljenämnden anser att särregeln skall tillämpas analogt skall priset sättas till 267, 86kr, vilket motsvarar "det vägda genomsnittet för vederlagsaktien under perioden det offentliga erbjudandet stått öppet".

Värderingstidpunkt: Påkallandedag, alternativt genomsnitt av 20 före påkallandedag.

Värderingsobjekt: Målbolaget då huvudregeln är tillämplig.

Värderingsmetod: Marknadspris

Gode mannens yrkande:

I första hand skall beloppet sättas till 290 kr och i andra hand 274,28kr. Dessa belopp baseras på en analog tillämpning av särregeln. I fallet att huvudregeln är tillämplig skall beloppet utgöra 287,87kr (det övre beloppet från en värdering av Thomas Rynell, KPMG Corporate Finance, någon information om hur detta belopp beräknats framgår ej). 290kr motiveras genom att det är genomsnittskursen under hela acceptperioden, inklusive förlängningen. 274,28 motsvaras av riksskatteverkets beräkning för avyttringskostnad för de som accepterad budet, vilket är den lägsta noterade betalkurs vid tidpunkten för offentliggörandes av att villkoren för erbjudandet hade uppfyllts (28 juni 2000).

Värderingstidpunkt: Hela erbjudandetiden.

Värderingsobjekt: Vederlaget.

Värderingsmetod: Marknadspris.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 237,72kr

Skiljenämnden anser att det inte är motiverat att tillämpa särregeln analogt (omedelbar tillämpning av särregeln är inte aktuellt då en majoritet av aktierna inte införskaffats genom det offentliga erbjudandet). Skiljenämnden anser inte att det finns någon skyldighet att tillämpa särregeln analogt. Huvudregeln skall sålunda användas och lösenbeloppet baseras på marknadspris. Balkenmålet klargör att ett marknadspris motsvaras av börskursen. Skiljenämnden hänvisar till att ABL ej ger några riktlinjer för hur marknadspris bestäms vid tillämpning av huvudregeln. Enligt (prop. 1975:103 s 533) skall doktrin och praxis användas, varför NJA 1996:293 är ledsagande. Påkallandedagens genomsnittskurs anses inte vara representativ, varför moderbolagets yrkande på 20 dagar före påkallandedagen är en rimlig värdering. Priset 237,72kr fastslås.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Skiljenämnden gick på moderbolagets andra yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Inte mycket till resonemang. Domen tillbakavisar alla gode mannens yrkanden och går helt på TurnIT's yrkande som i sin tur baseras på huvudregeln och praxis från Balkenmålet.

Värderingstidpunkt: 20 dagar före påkallande

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Huvudregeln

Turn IT/Arete

2002-05-16

Moderbolagets ombud: Göran Nyström & Nils Nostrell

God man: Carl Stefan Christensson

Skiljenämnd: Ordf. Ingvar Gullnäs, MB: Jan Ljungar och DB: Eric M Runesson

Bud: För varje aktie i Arete erhöles 0,85 aktie i TurnIT

Erbjudandeperiod: 9 -30 oktober 2000 Förlängning: 17 november 2000

Påkallandedag: 29 augusti 2001

Andel ägande i DB före påkallande: Efter Erbjudande: 98,3%, Vid skiljenämnd: 99,4%.

Moderbolagets yrkande:

Enligt särregeln och praxis ska lösenbeloppet fastställas till ett belopp motsvarande vederlaget enligt erbjudandet och således yrkar moderbolaget på en genomsnittlig börskurs över perioden 9 oktober till 17 november, vilket resulterar i ett yrkat lösenbelopp på 113,30 kr.

Värderingstidpunkt: Hela erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Aktieägarna har inte erhållit tillräckligt information då prospektet inte uppfyller Näringslivets Börskommittés rekommendationer. Vidare hävdas att styrelsen i Arete styrts av dubbla lojaliteter samt att ett värderingsprospekt av Erik Pensers Fondkommission inte blivit självständigt granskat. Eftersom en allsidig bedömning inte kunnat göras av aktieägarna är särregeln inte tillämplig och istället hänvisas till huvudregeln. Detta medför att praxis från Balkendomen ej heller är tillämplig. Begärt lösenbelopp är 127 kr samt ränta från den 11:e december 2000.

Värderingstidpunkt: Oklar

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Värdering genom nyckeltal. Mycket oklart hur man kommit fram till beloppet 127 kr.

Skiljenämndens dom:

Lösebelopp: 113,3kr

Lösenbelopp bestäms i enlighet med praxis enligt TurnIT's yrkande, d.v.s. 113,30 kr

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Lösenbeloppet i enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Domen tillbakavisar alla gode mannens yrkanden och går helt på TurnIT's yrkande som i sin tur baseras på särregeln och praxis från Balkenmålet. Särskilt nämns att värderingen skall grundas på marknadspris.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Affärsstrategerna AB/IM InnovationsMäklarna AB 2002-08-19

Moderbolagets ombud: Carl Odelberg

God man: Olof Waern

Skiljenämnd: Ordf. Hans Danelius, MB: Magnus Ullman och DB: Anders Norlander

Bud: För 7 aktier (oavsett aktieslag) i IM erhöles 1 nyemitterad aktie i Affärsstrategerna.

Erbjudandetid: 29 augusti-19 september 2001

Påkallandedag: 21 december 2002

Andel ägande i DB före påkallande: 90,2%

Moderbolagets yrkande:

1,1571429 kr per aktie, baserad på avslut i vederlagsaktierna den 21 december (påkallandedagen), d.v.s. 1/7 av 8,10. Moderbolaget yrkar på att särregeln är tillämplig och att aktierna ska värderas till vederlaget.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Moderbolaget

Värderingsmetod: Slutkurs påkallandedagen

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar på att särregeln är tillämplig och att vederlagsaktierna ska värderas till 1,60 kr baserat på viktat snittpris under anmälningsperioden, vilket är 1,60 kr (1/7 av 11,18).

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsmetod: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig viktad börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 1,60kr

1,60 kr med hänvisning till prop. 1975:103, där minoriteten ska få samma vederlag som majoriteten samt till SOU 1997:22 där värderingen av vederlaget, om annat än kontanter, torde hänföras till uppköpserbjudandets löptid.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med gode mannens yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Domen är i enlighet med Prop. 1975:103 s. 133 där vederlaget till minoriteten skall motsvara majoritetens erhållna vederlag. Vidare hänvisas till SOU 1997:22 där vederlaget om annat än kontanter ska hänföras till uppköpserbjudandet löptid. Dessutom hänvisas till särregeln där ett vederlag som accepteras av stor majoritet normalt kan anses representera ett rimligt värde på inlösenaktierna då det inte föreligger särskilda skäl (14 kap. 31§ tredje stycket ABL).

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden
Värderingsobjekt: Vederlaget
Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs
Särregel eller huvudregel: Särregel

Klövern AB (tidigare Adcore AB) /Adcore Stockholm

2002-10-15

Moderbolagets ombud: Jesper Grünbaum

God man: Stefan Kamlin

Skiljenämnd: Ordf. Torkel Gregow, MB: Karl-Erik Danielson (tidigare Jan Lombach som avgått p.g.a. jäv) och DB: Göran Ramberg

Bud: För varje aktie i Adcore Stockholm AB erhöles 3.37 aktie i Klövern AB

Erbjudandetid: 13 april-3 maj med förlängning till 29 maj 2000.

Påkallandedag: 19 juni

Andel ägande i DB före påkallande: Inte tydligt redovisat. Över 90 % enda som är redovisat.

Moderbolagets yrkande:

Första yrkande var viktat snittpris på Adcoreaktien (Adcore AB) under erbjudandetiden, 253,02 kr (75,08*3,37). Andra yrkande med 5 olika alternativ: 1:a hand, 3,37 kr per aktie, 2:a hand 30 kr, 3:e hand 100 kr, 4:e hand 130 kr, 5:e hand 253,02 kr, där andrahandsyrkandet avser gode mannens yrkande om rätt till inlösen och där 3:e och 4:e handsyrkandet ansluter till värderingar avser värderingar beträffande Adcore och Adcore Stockholm. Adcore har även den 25:e februari lämnat ett förlikningserbjudande på 25 kr, vilket vissa aktieägare accepterat.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden (1:a handsyrkandet)

Värderingsobjekt: Vederlaget (1:a handsyrkandet)

Värderingsmetod: Volymviktad börskurs (1:a handsyrkandet)

Gode mannens yrkande:

Då offentligt erbjudande ska särregeln användas beträffande tillämplig värdering. Yrkande; 1:a hand: 344,58 grundat på att huvudaktieägarna i Adcore Stockholm före offentliggörandet av erbjudandet lämnat bindande utfästelser att acceptera erbjudandet. 2:a hand: 270,31 kr baserat på den vägda snittkursen i Adcore Stockholm under erbjudandetiden. Vidare har gode mannen yrkat på att ifall skiljenämnden skulle fastställa lösenbeloppet på grundval av Adcoreaktien under erbjudandetiden, så begärs 284,73 kr. Ifall marknadsvärde av Adcore Stockholm vid budtidpunkten 382,83. Ifall Adcore Stockholm vid påkallandedag 265 kr. Gode mannen bestrider också att Adcore ska ha rätt till att avräkna utdelning. Gode mannen yrkar även att det lösenbelopp som kommer att fastställas i skiljedomen ska omfatta de minoritetsaktieägare som accepterat förlikningserbjudandet.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden, (23e februari – 17 mars) (1:a handsyrkandet)

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Börskurs (1:a handsyrkandet)

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 153,02kr

Skiljenämnden avvisar gode mannens yrkande rörande förlikning. Lösenbelopp fastställs till 253,02 kr, vilket motsvarar genomsnittlig viktad börskurs under hela erbjudandetiden.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med moderbolagets första yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Man använder genomsnittlig börskurs under erbjudandetid. Ett intressant resonemang som förs är huruvida den vikande konjunkturen för IT-aktier ska tas hänsyn till, vilket senare avvisas med hänsyn till särregeln. Man hänvisar här till att ett skäl att frångå särregeln är att lång tid förflutit, vilket ej bedöms vara fallet här.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Sanmina Holding AB / Sanmina Kista AB**2002-12-23**

Moderbolagets ombud: Otto Rydbeck och Joacim Johannesson

God man: Stefan Kamlin

Skiljenämnd: Ordf. Ingvar Gullnäs, MB: Jan Ljungar och DB: Göran Ramberg

Bud: För varje aktie i eller konvertibels förlagsbevis i Sanmina Kista erhålles 0,45194 nyemitterade aktier i Sanmina Corporation. Slutlig dom i Tingsrätt.

Erbjudandetid: 26 januari till 21 februari med förlängning 27 februari 2001

Påkallandedag: 14 mars 2001

Andel ägande i DB före påkallande: 95 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkar på särregeln. Det yrkade lösenbeloppet 127 kr grundas med utgångspunkt i Sammina Corporations aktiekurs den första omsättningsdagen efter anmälningstidens utgång, d.v.s. 1 mars 2001. Där genomsnittlig avistakurs i dollar används.

Värderingstidpunkt: 1 mars 2001

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs samt valutakurs under dagen.

Gode mannens yrkande:

1:a hand 180 k baserat på prospektet rörande det offentliga erbjudandet. 2:a hand 171,68 kr baserat på genomsnittlig noterad kurs på Sammina samt genomsnittlig dollarkurs under den ursprungliga erbjudandeperioden och där man frångår särregeln till följd av negativ kurspåverkan av den samlade utförsäljningen av vederlagsaktier som utgjorde del av det offentliga erbjudandet och som påbörjades omedelbart efter erbjudandetiden. 3:e hand 165,11 kr baserat på praxis och därmed genomsnittlig börskurs på Sammina under hela erbjudandetiden.

Värderingstidpunkt: 1: offentligt erbjudande 2: ursprunglig erbjudandetid 3: total erbjudandetid,

Värderingsobjekt: Genomsnittlig börskurs Sammina-aktien (2-3-handsyrkande)

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs (2-3-handsyrkande)

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 165,11kr

165,11 i enlighet med gode mannens 3:e-handsyrkande. I domen hänvisas till fast praxis och som svar till övriga yrkanden hävdas för det första att moderbolagets yrkande om 1 mars innebär för kort tid, för det andra att beloppet 180 kr i prospektet ej var garanterat samt att utförsäljningsförfarandet inte innebär särskilda skäl då omsättningen av aktier under perioden bör betecknas som normal.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med gode mannens 3:e hands yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang angående värderingstidpunkt, dels om särskilda skäl förelåg för att använda ursprunglig erbjudandetid (gode mannen) vilket inte bifalles samt att värdet skulle baseras på en enskild dag (moderbolaget) vilket heller inte bifalles. Domskälet går i stället på fast praxis (Balken I och II samt SOU 1997:22 fast ej uttalat)

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs, avistakurs för USD

Särregel eller huvudregel: Särregel

Dom vann ej laga kraft. Överklagad i tingsrätten som fastställde tidigare lösenbelopp. Moderbolagets och Gode mannens yrkande var ej förändrade och ej heller blev domskälet det. (endast fråga om ersättning)

SAS AB / SAS Sverige AB**2003-03-14**

Moderbolagets ombud: Olle Flygt & Marcus Axelryd

God man: Peter Haglund

Skiljenämnd: Ordf. Jan Ljungar, MB: Olof Nilsson och DB: Erik Nerep.

Bud: För varje aktie i SAS Sverige erhöles 1 aktie i SAS AB

Erbjudandeperiod: 28 maj - 25 juni 2001,

Påkallandedag: 29 juni 2001

Andel ägande i DB före påkallande: 93 % vid påkallande, 99,9% den 17 augusti.

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkade i första hand det volymviktade genomsnittspriset för moderbolagsaktien de 30 första dagarna som aktien var noterad (2 juli - 10 augusti) vilket gav beloppet 102,05kr. I 2:a hand 103,75kr, i 3:e hand 105,75kr. MB:s 1:a handsyrkande motiveras med att särregeln är tillämplig och då skall vederlaget motsvara lösenbeloppet. Särregeln skall tillämpas då svenska staten ägde mer än 50 % i dotterbolaget, eftersom moderbolaget förvärvade mer än 90 % av aktierna och samt eftersom det är ostridigt att särregeln föreskriver att moderbolaget skall genom offentligt bud förvärva merparten av aktierna i dotterbolaget. Orsaken till att erbjudandeperioden ej kan användas är att moderbolaget ej var noterad förrän den 2:a juli. Om skiljenämnden anser att målbolagets aktie skall ligga till grund för lösenbeloppet skall den vägas samman med moderbolagets kurs. Perioden som yrkas är 28 maj - 1 juli (DB var noterad till den 5:e men då omsättningen var mkt stor och kursen pressades ner anses den inte vara representativ) samt moderbolagets aktie under perioden 2 juli - 10 augusti. Detta resulterar 103,75kr (volymviktat). 3:e handsyrkandet motsvarar kursen för dotterbolaget på påkallandedagen, 105,75kr (volymviktat).

Värderingstidpunkt: 30 första dagarna då aktien var noterad.

Värderingsobjekt: Vederlaget.

Värderingsmetod: Volymviktat genomsnittspris.

Gode mannens yrkande:

1:a hand 110,92kr, 2:a hand 109kr, 3:e hand 107kr. Gode mannen anser i första hand att det är osäkert om särregeln kan användas då mer än 50 % av aktierna i dotterbolaget redan ägdes av svenska staten. Huvudregeln skall enligt praxis implicera att dotterbolagets aktie skall ligga till grund. Gode mannen anser att den ska värderas såsom genomsnittlig börskurs under erbjudandeperioden, vilket motsvarar 110,92kr (slutkursen för respektive dag). Om särregeln är tillämplig anser gode mannen att moderbolagets beräkning av de första 30 dagarna inte är

grundad på praxis. Den första handelsdagen är egentligen 6e juli 2001. Handeln dessförinnan var interimshandel och skall inte ligga till grund för beräkning. Den 6 juli stängde SAS AB på 109kr, dagen efter (7/7) handlades aktien som högst till 112kr. 2:a handsyrkandet motiveras alltså genom detta synsätt. Finner skiljenämnden att lösenbeloppet inte skall bestämmas enligt vederlaget (särregeln) - eller en analog tillämpning så skall lösenbeloppet ej understiga 107kr.

Gode mannen anser att det är en svaghet i lagen att vederlaget skall utgöra värderingen, då det i det här fallet inte finns något moderbolag i samband med erbjudandet. Moderbolaget skapas i samband med budet och dess tillgångar utgörs av dotterbolaget.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Volymviktat genomsnittspris

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 105,75kr

Eftersom rekvisiten för särregeln är uppfyllda (vidare krets, en majoritet av aktierna lämnats in i budet) skulle det kunna anföras att särregeln skall tillämpas. Däremot föreligger omständigheter som ej möjliggöra särregelns tillämpning. Skiljenämnden hänvisar till att "då vederlaget består av börsnoterade aktier i ett annat bolag skall enligt fast praxis lösenbeloppet bestämmas under hänsynstagande till storleken av det volymviktade genomsnittspriset för dessa aktier under anmälingsperioden - i princip inklusive eventuell förlängning av perioden - som gällt för det offentliga erbjudandet. Skiljenämnden anser att det inte är möjligt att ta hänsyn till perioden efter den 29 juni (påkallandedagen) då man ej skall ta hänsyn till påverkan på vederlagets värde efter moderbolaget tillkännagivit att de passerat 90 % ägarandel. Balken I anser skiljenämnden ha motivet att "eliminera värdepåverkan av MB", varför tid efter påkallandedagen ej skall utgöra värderingsunderlag. Skiljenämnden anser att det bör krävas att börskurser på vederlagsaktien under erbjudandetiden skall vara hänförliga till tid före dagen för påkallande. Ifall detta inte är fallet är särregeln ej möjlig att tillämpa. Det går ej heller att hävda att särregeln är tillämplig analogt med samma resonemang. Frågan är då vilket värde som skall tillskrivas dotterbolagets aktier (Balken II fastställer att då aktien är noterad på börs, bör denna notering som regel kunna godtas såsom en korrekt värdemätare), då huvudregeln är tillämplig. Frågan är då vilken tidpunkt som skall utgöra värderingstidpunkt. Balken I anger att påkallandedagen skall vara värderingstidpunkt, och den volymviktade börskursen för dotterbolagsaktien på påkallandedagen är 105,75kr. Frågan om detta belopp är representativt klargörs genom att kursen under erbjudandetiden varierat mellan 114 och 96,38kr. Skiljenämnden anser därför att 105,75kr är ett rimligt värde för lösenbeloppet som även går att motivera enligt Balken I och II.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med moderbolagets 3:e handsyrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden gör en grundlig genomgång av den praxis och de regleringar som finns. Då särregeln går att frånga genom särskilda skäl framgår det att skiljenämnden anser att då moderbolagets aktie ej varit noterad under tidpunkt för erbjudandetiden måste dotterbolaget värderas. Detta eftersom tidpunkt efter påkallandedagen ej skall utgöra underlag för värdering (Balken I). Dotterbolagets aktie skall således värderas och eftersom domen i Balken I är tydlig i att påkallandedagen skall utgöra värderingstidpunkt anser de att den även i detta fall skall utgöra värderingstidpunkt. Frågan om erbjudandetiden skall användas diskuteras inte närmare, men då börskursen under erbjudandetidens legat både över och under det värde som framkommit anses detta ge fog för en värdering på påkallandedagen.

Värderingstidpunkt: Påkallandedagen

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Huvudregel

Moderbolagets ombud: Olle Flygt och Marcus Axelryd

God man: Peter Hagberg

Skiljenämnd: Ordf. Johan Munck, MB: Anders Wallén och DB: Stefan Kamlin

Bud: För varje aktie i Scandic erhöles 108kr kontant samt 1,1238 aktier i Hilton Group Plc

Erbjudandetid: 17 maj - 2 juli 2001

Påkallandedag 5 juli

Andel ägande i DB före påkallande: 95 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget anser att särregeln skall tillämpas och att vederlaget skall värderas. De har här beräknat ett volymviktat snittpris baserat på erbjudandeperioden (inklusive förlängning) för HIH Group Plc-aktierna. Aktierna fanns noterade på LSE. Detta skall justeras med de 108kr som lades kontant och ett pris på $35,49 \cdot 1,1238 + 108kr$ är moderbolagets yrkande. De möter sedan de argument som hemställts av Gode mannen. Moderbolaget anser att Näringslivetets Börskommittés rekommendationer är efterföljda och att de säger att om vederlaget varit i form av aktier och dessa stigit i värde kan man göra sidoaffärer till den nya kursen. Moderbolaget anser även att de 1,5 % av det totala antalet aktier som förvärvades från hotellgruppen inte skall vara vägledande för värderingen av vederlaget. I det offentliga budet accepterade mer än 60 % av aktieägarna budet och om inte särregeln är direkt tillämplig så borde den vara analogt tillämplig. Då Hilton Group, som inte är ett svenskt moderbolag, sålde de sedan sina förvärvade aktier till HIH Sweden som ansökt om tvångsinlösen. Lagen menar att om en så stor del av aktieägarna accepterat är det ett rimligt marknadspris, såvida inte särskilda skäl föreligger. Det åligger sålunda att hävda särskilda skäl för att inte särregeln skall vara tillämplig, något moderbolaget inte anser finns.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen har anfört att särregeln inte är tillämplig. Orsaken är att budet till majoriteten av aktieägarna föregåtts av ett uppköp av aktier från företaget Hotelgruppen Sverige. Vederlaget i denna affär motsvarade exakt samma vederlag som erbjudits i det offentliga budet, med en skillnad, Hotellgruppen fick en lösning där man kunde undvika en realisation av vinstskatten. Gode mannen anser även att en form av optionsavtal förelåg, där Hotelgruppen hade möjlighet att återköpa aktierna från moderbolaget till för 108kr. Alltså hade de då möjlighet att kvarhålla sina aktier i moderbolaget (1,1238/aktie). I enlighet med Näringslivetets Börskommittés rekommendation rörande offentligt erbjudande är moderbolaget skyldig att justera budet så att samtliga får samma bud. Gode mannen anser även att då kursen på vederlaget varierat mellan 247,5 - 254,24 pence den 24 juli (dagen då Hilton förvärvade aktierna från Hotelgruppen) är moderbolagets beräkning av snittpriset 236,53 oskäligt. Gode mannen lägger ej fram något eget yrkande vad gäller lösenbeloppet.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 147,90kr

Frågan om särregeln är tillämplig bör kunna lösas genom frågeställningen om ett utländskt bolag har rätt att begära tvångsinlösen. Eftersom mer än 60 % av aktieägarna accepterat budet och ett offentligt bud förelågt är de övriga rekvisiten uppfyllda. Skiljenämnden anser att enligt praxis är förhållandet med ett utländskt moderbolag inget hinder för att särregeln skall tillämpas. Det föreligger dock möjligheten att hävda särskilda skäl. Dessa skäl finns exemplifierade i propositionen till ABL (1975:103 s533). Det redogörs här att särskilda skäl är om det finns en betydande tidsskillnad mellan påkallande och förvärv, förekomst av ofullständig information eller att nya viktiga

omständigheter framkommit. Dessa fall är inte uttömmande, men det framgår att det verkligen måste vara "speciella omständigheter". Skiljenämnden anser inte att några av de yrkanden som hemställts av gode mannen kan rubriceras som särskilda skäl. Priset skall sålunda motsvara det av moderbolaget framräknade volymviktade snittpris under erbjudandeperioden för vederlaget, vilket motsvaras av $35,39 \cdot 1,1238 = 39,88$. Med avrundning till 39,9 och med det kontanta beloppet 108kr adderat skall lösenbeloppet vara 147,9kr.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med Moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden har anfört att särregeln är tillämplig och att vederlaget skall värderas genom volymviktad snittpris för erbjudandeperioden.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Cardiac Science Sweden AB / Artema Medical AB 2003-11-28

Moderbolagets ombud: Cecilia Bjelle

God man: Olle Flygt

Skiljenämnd: Ordf. Johan Munck, MB: Peter Haglund och DB: Jesper Grünbaum

Bud: För varje aktie i Artema (A eller B) erhöles 0,29170 aktier i Cardiac Science AB. Aktieägare med färre än 200 aktier i Artema erhöles kontant 10,8kr per aktie.

Erbjudandeperiod: 10 januari - 14 juni 2001, Förlängning: tom 30 november

Påkallandedag: 5 december 2001.

Andel ägande i DB före påkallande: 94,4%

Moderbolagets yrkande:

Särregeln är tillämplig och lösebeloppet skall motsvara vederlaget. Lösenbeloppet skall utgöra 8,12kr för varje B-aktie. Detta beräknas genom att ta ett volymvägt snitt av den amerikanska noteringen av CSI, multiplicerad med "mittkursen" för dollarkursen fastställd av riksbanken varje dag. Tiden för beräkningen skall utgöra tiden för erbjudandet, exklusive anmälningstiden, vilket är: 7 maj till 23 november.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden inklusive förlängning

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Marknadspris (genomsnittlig aktiekurs)

Gode mannens yrkande:

Särregeln är tillämplig och lösebeloppet skall motsvara vederlaget. I första hand skall lösebeloppet utgöra 10,8kr upp till 200st aktier, i andra hand att fastställa lösenbeloppet till 8,29kr per B-aktie. Gode mannen anser i första hand att samtliga aktieägare skall kompenseras lika och att de aktieägare som har upp till 200 aktier hade möjlighet att få 10,8kr per aktie, varför detta belopp skall motsvara lösenbeloppet för samtliga aktieägare. I fallet att skiljenämnden inte anser detta vara fallet skall ett snitt av den amerikanska noteringen av CSI ligga till grund, vilket motsvarar sista betalkurs för respektive handelsdag multiplicerad med omsatt volym, detta multiplicerad med "mittkursen" för dollarkursen fastställd av riksbanken varje dag. Detta belopp blir 8,29kr. Perioden som används skall vara 7 maj till 26 november.

Värderingstidpunkt: Hela erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Kontanterbjudandet / Aktien i moderbolaget (vederlaget)

Värderingsmetod: Marknadpris.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 8,29kr

Resonemang förs om rimligheten i att fastställa belopp enligt kontantdelen, men då endast minoriteten haft denna möjlighet (max 200 aktier), och det är tämligen komplicerat att avgöra vilka dessa är, samt att man inte kan ha olika lösenbelopp till olika aktieägare. Småaktieägarna har även haft möjlighet att lösa in sina aktier till 10,8kr, och det skall inte finnas möjlighet för en aktieägare att få bättre betalt för sina aktier genom att inte acceptera ett bud. Genomsnittskurs för vederlaget skall således användas. Tidpunkten för beräkningen är parterna ense om, volymviktad kurs är att föredra. Beräkning av en genomsnittlig kurs varje dag (snittet mellan högsta och lägsta betalda kurs) som är volymviktad skall användas. En sådan beräkning gjordes av skiljenämnden men beloppet de kom fram till motsvarar nästan exakt gode mannens yrkande. Således bestämdes kursen enligt gode mannens yrkande, till 8,29kr. Tidpunkten för värderingen är erbjudandetiden, vilket parterna är ense om (även fast gode mannen uppenbarligen anser att det löpte till den 26e), vilket är 7 maj till 23 november.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Skiljedomen gick på den gode mannens linje.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Då parterna till slut är överrens om att det är vederlaget som skall värderas går skiljenämnden inte in på resonemanget kring varför detta är fallet. Att särregeln är tillämplig är givet då en majoritet av aktierna förvärvades genom det offentliga erbjudandet. Det konceptuella användandet av börskurs ifrågasätts ej, men ingen hänvisning sker till Balken.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Volymviktad genomsnittlig kurs, dollarkursens mittkurs.

Särregel eller huvudregel: Särregel

Sveaskog / Assidomän

2004-03-29

Moderbolagets ombud: Anders Lindblad

God man: Stefan Kamlin

Skiljenämnd: Ordf. Ingvar Gullnäs, MB: Jan Ljungar och DB: Magnus Ramberg

Bud: För varje aktie i Assidomän erhöles 244 kr kontant och 0,25198 aktie i Billerud. Vidare skulle staten som genom Stattum och Näringslivsdepartementet ägde 35,3 % av Assidomän vid fullföljande av erbjudandet överföra sin respektive innehav av aktier i Assidomän till Sveaskog.

Erbjudandetid: 19 november - 14 december 2001, med förlängning först till 020114 och sedan till 020211.

Påkallandedag: 4 januari

Andel ägande i DB före påkallande: Framgår ej klart, 18 december översteg det 95 %, 11 februari var innehavet 99,39%.

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget yrkade på lösenbeloppet 260,41 kr. Detta bygger på en tillämpning av särregeln och således värdering av vederlaget. Sveaskog förvärvade drygt 60 % av aktiekapitalet genom det offentliga erbjudandet, vilket är större delen av aktierna. Lösenbeloppet skall således baseras på dels kontantbeloppet och dels på värdet av Billerudaktien, där Sveaskog yrkar på genomsnittlig börskurs under den ursprungliga erbjudandetiden (19 november -14 december 2001). Medelvärdet var 65,11 gånger 0,25198 blir beloppet 16,41 inkl. kontantvederlaget på 244 kr blir lösenbeloppet 260,41 kr. Moderbolaget tillbakavisar gode mannens yrkande att särskilda skäl

föreligger, detta då professionella aktörer på marknaden accepterat budet och man ej funnit att informationsunderlaget varit bristfälligt. Man tillbakavisar också att hela erbjudandetiden skall användas eftersom detta skulle vara efter påkallande och hänvisar därvidlag till SOU 1997:22.

Värderingstidpunkt: Ursprunglig erbjudandetid

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar i första hand om huvudregeln tillämpas på 325 kr per aktie. Ifall särregeln tillämpas yrkar gode mannen på 261,40 kr per aktie. Gode mannen yrkar på att särregeln ej ska vara tillämplig då staten som huvudägare i Assidomän hade för avsikt att tillse att de värdesänkande förändringar i Assidomän som Sveaskogs förvärv avsåg leda till skulle genomföras även om förvärvet inte kunde fullföljas på avsett sätt. Dessa värdetryckande åtgärder bestod av miljöpolitiska skäl samt att delar Assidomäns fastighetsbestånd skulle användas för att tillgodose allmänna intressen. Staten var dessutom huvudägare även i Assidomän och hävdas varit drivande avseende erbjudandet. Näringslivsminister Björn Rosengren uttalade att förändringar i Assidomän för att komplettera verksamheten i Sveaskog skulle göras oavsett om erbjudandet kunde genomföras eller ej. Assidomäns verksamhet var därför ej längre vinstmaximerande, vilket sänkte avkastningsvärdet enligt gode mannen. Man hävdar också att aktieägarnas beslut att acceptera budet inte fattats på en fri och fungerande marknad eftersom staten kontrollerar både skattepolitik samt reglering av fast egendom. Med hänvisning till Affärsvärlden hävdas att substansvärdet (280 kr per aktie) baserat på bokfört värde understeg marknadsvärdena. Merrill Lynch värderade Assidomän till 340 kr. Ett försiktigt verkligt värde enligt gode mannen bör således vara 325 kr. Ifall särregeln skulle vara tillämplig yrkar gode mannen på att hela erbjudandetiden skall användas som beräkningsgrund för genomsnittligt värde. Detta leder till lösenbeloppet 261,40 kr. Gode mannen tillbakavisar också moderbolagets hänvisning till Balken II, detta då frågor kring värdetryckande åtgärder från moderbolaget ej berördes i denna dom. Gode mannen yrkar vidare på att informationsunderlaget var bristfälligt i den mån att det i pressmeddelanden skrivits att flera institutioner ställt sig bakom budet. Detta då bl.a. Alecta senare framhållit att de stod i en slags tvångssituation. Gode mannen tolkar också SOU 1997:22 annorlunda och menar att denna proposition avser att hela erbjudandetiden skall användas för att bestämma genomsnittskurs. Gode mannen anser också att Billerud-aktien var extra känslig då den var nyoterad och att ett stort antal aktieägare önskade avvyttra aktien av skatteskal, vilket tryckte ned kursen under de första noteringsdagarna.

Värderingstidpunkt: 1:a hand, oklart då det är en mix av andrahandskällor som redovisat olika värden vid olika tidpunkter. 2:a hand, hela erbjudandeperioden.

Värderingsobjekt: 1:a hand, dotterbolaget. 2:a hand, vederlaget

Värderingsmetod: 1:a hand, kombination av substansvärdering och avkastningsvärdering baserad på publik andra hands information. 2:a hand, genomsnittlig börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 260,89kr

Skiljenämnden delar gode mannens uppfattning om att flera omständigheter i samband med erbjudandet är speciella. Dock menar man att de åberopade särskilda skälen ej finns nämnda i lagtexter eller förarbeten och att de därför ej heller tas hänsyn till. Skiljenämnden anser heller inte att informationen i prospekt samt pressmeddelande varit vilseledande. Man anser heller inte att de värdetryckande åtgärder som gode mannen hävdade funnits bör beaktas. Detta då börskursen i Assidomän innan offentliggörandet av budet aldrig överstigit vederlaget. Med hänvisning till praxis skall vederlaget således värderas till det genomsnittliga noterade värdet av vederlagsaktien under erbjudandetiden. I detta fall finns tre olika anmälningstidpunkter att beakta, ursprunglig, 1:a förlängning samt 2:a förlängning. När det gäller period fastställer skiljenämnden att det är perioden fram till påkallandedagen som skall beaktas, oavsett de olika anmälningstidpunkterna.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Lösenbeloppet beräknas liksom i moderbolagets yrkande på genomsnittlig börskurs. Däremot skiljer sig värderingstidpunkterna, där moderbolaget yrkade på ursprunglig erbjudandeperiod medan skiljenämnden fastslog

att det var fram till påkallandedagen. Detta då det fortfarande fanns ett offentligt erbjudande ute vid sagda tidpunkt. Lösenbeloppet grundades på att 0,25198 Billerudaktie värderades till 16,89, inkl. kontantdelen (244 kr) blev då lösenbeloppet 260,89 kr.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemangen berör i första hand rimligheten i de särskilda skäl som gode mannen åberopat. Man finner att det är ett speciellt fall där staten är ägare i både moderbolag och dotterbolag samt även har lagstiftande makt vad gäller exempelvis skatt samt expropriation. Eftersom liknande fall dock aldrig påträffats tidigare ser man det ej som särskilda skäl. Det är även intressant med resonemanget kring erbjudandetiden. Under den andra förlängningsperioden påkallade moderbolaget tvångsinlösen. Detta betyder att ett offentligt erbjudande även löpte efter påkallandedagen. Skiljenämnden anser då att man ska bortse från den del av förlängningen som var efter påkallandedagen och att genomsnittlig börskurs således skall beräknas fram till påkallandedagen.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Ramirent Oyj / Altima Aktiebolag

2005-01-28

Moderbolagets ombud: Olle Flygt & Thorbjörn Johansson

God man: Axel Weibull

Skiljenämnd: Ordf: Jan Ljungar, MB: Harry Bergman och DB: Magnus Nedström

Bud: För varje aktie i Altima AB erhöles 0,6054 aktier i Ramirent

Erbjudandeperiod: 22 december 2003- 19 januari 2004, förlängning: 13 februari 2004.

Påkallandedag: 20 februari 2004

Andel ägande i DB före påkallande: Efter förlängning: 98,39%

Moderbolagets yrkande:

72,41 kr plus jämte ränta från påkallandedagen, vilket motsvarar den viktade genomsnittliga betalkursen för moderbolagsaktien under hela anmälningstiden för erbjudandet, d.v.s. ursprunglig anmälningstid plus förlängt erbjudande. Som svar på gode mannens 1:a handsyrkande hävdas också att det tydligt framgick vid erbjudandet att budet innebar 0,6054 Ramirentaktie och att inga garantier rörande fixa belopp fanns. Mot 2:a handsyrkandet hänvisas även till skiljenämndspraxis där genomsnittligt värde under hela erbjudandetiden är brukligt.

Värderingstidpunkt: Hela erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

77,91 kr i 1:a hand och 75, 25 kr i 2:a hand. Motivering för 1:a handsyrkandet var att när budet offentliggjordes tillkännagavs att erbjudandet motsvarade ett värde på 77,91 kr per aktie. Eftersom Ramirent fanns noterade på utländsk börs antas aktieägarna ha tagit den kurs som fanns beskriven i erbjudandet vid offentliggörande i beaktande. Man menar här att valutakursförändringar kan ha försvårat beslutet för aktieägarna som därmed gått på erbjudandekursen samt att Handelsbankens Fairness opinion och styrelsens uttalande baserades på kursen per 10 december. Vidare drabbades Ramirent av en tillfällig kurssvacka under erbjudandetiden som berodde på att det under anmälningstiden kom ett förenklat erbjudande, vilket resulterade i en onormalt hög omsättning och kurssänkning. För att justera för denna diskvalificerande omständighet bör en beräkning av genomsnitt bortse från förlängningen då det förenklade budet lanserades. I samband med det förlängda erbjudandet försålde dessutom

andelar som blivit över, vilket påverkade kursen negativt. 2:a hands yrkandet baseras sålunda på genomsnittlig börskurs under den ursprungliga anmälningstiden, vilket medför en genomsnittlig börskurs på 75,24 kr.

Värderingstidpunkt: 1. Före erbjudandetiden (Prospekt) 2. Ursprunglig erbjudandeperiod

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: 1. Prospekt 2. Genomsnitt

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 75,10kr

Romfördraget medför att ett finländskt bolag har likvärdig inlösenrätt och således tillämpas svensk aktiebolagslagstiftning och det är därmed ostridigt att särregeln tillämpas. Man tittar då enligt praxis på volymviktad genomsnittspris under anmälningstiden. Skiljenämnden finner inget stöd för gode mannens 1:a handsyrkande, då inga garantier om vederlag funnits förutom bytesandelen 0,6054. Man tar heller inte hänsyn till andelsförsäljningen. Däremot tas hänsyn till det förenklade försäljningsförfarandet som innebär att minoritetsägarna lämnade fullmakt åt moderbolaget om avyttring av vederlagsaktier på börsen, vilket den 4 februari drastiskt höjde omsättningen av aktier och sänkte börskursen. Därmed baseras lösenbeloppet på genomsnittlig börskurs under perioden 22 december - 3 februari d.v.s. fram till det förenklade förfarandet offentliggjordes. Denna beräkning resulterar i ett belopp av 75,10 kr.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Skiljedomen låg mycket nära gode mannens 2:a handsyrkande beloppsmässigt, men med skillnad i värderingstidpunkt. Skiljenämnden valde att istället för som gode mannen yrkat, enbart basera genomsnittskursen på den ursprungliga anmälningstiden, att basera genomsnittskursen på tidsperioden fram till att det förenklade försäljningserbjudandet lanserades.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Den avgörande faktorn var tidsperiod där resonemanget berörde vilka händelser som kan anses ha haft en abnorm kurspåverkan och vilka av dessa som borde tas hänsyn till vid bestämmande av inlösenbelopp.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden, förkortad p.g.a. kurspåverkande åtgärd.

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

LGP Allgon Holding AB / Powerwave Sweden AB (fd. Allgon AB)

2005-04-16

Moderbolagets ombud: Olle Flyg

God man: Peter Haglund

Skiljenämnd: Ordf. Leif Thorssonm, MB: Karl-Erik Danielsson och DB: Stefan Kamlin

Bud: För varje A-aktie i Allgon erhålles 0,77 aktier i LGP, För varje B-aktie erhålles 0,7 aktier i LGP.

Erbjudandetid: 18 februari till 10 mars 2003, med förlängning till 27 mars.

Påkallandedag: 29 april 2003

Andel ägande i DB före påkallande: 94,2%

Moderbolagets yrkande:

17,57 kr baserat på viktad genomsnittskurs (25,10*0,7) av vederlagsaktien under anmälningstiden 18 februari till 11 april 2003. Som svar på gode mannens yrkande hävdas särregelns tillämplighet där inga särskilda skäl föreligger

samt att det utgör väl etablerad praxis att beakta hela erbjudandeperioden inklusive förlängning. Sådan praxis bör inte frångås utan hållbara skäl. Detta innebär ju att de aktieägare som är föremål för inlösenförfarande varken behandlas bättre eller sämre än aktieägare som godtog det offentliga erbjudandet. Man menar vidare att A-aktier inte fanns representerade bland minoritetsaktieägarna i skiljedomsförfarandet, varför hänsyn inte skulle tas till dessa. Detta skulle gå emot SOU 1997:22 eftersom minoritetsaktieägarna då skulle få ett högre vederlag än erbjudandet.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden inklusive förlängning

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Viktad genomsnittlig börskurs

Gode mannens yrkande:

Gode mannen yrkar på lösenbeloppet 28,49 kr baserat på genomsnittlig kurs när budet offentliggjordes den 20 januari. Med hänvisning till att genomsnittlig kurs var 30 % lägre under anmälningstiden än vad den var både kort före och efter denna period skall lösenbeloppet bestämmas utifrån förhållanden när erbjudandet offentliggjordes. Vidare menar gode mannen att det inte finns anledning att värdera vederlaget lägre än den genomsnittliga börskursen under den ursprungliga erbjudandeperioden, vilket motsvarar 26,76 kr per aktie. Gode mannen menar också att hänsyn ska tas till vederlaget för A-aktier samt att en högre utbytes-ratio förekom för A-aktier, d.v.s. att vederlaget blev högre för detta aktieslag.

Värderingstidpunkt: Tidpunkt innan offentliggörandet av erbjudandet (framgår ej mer specifikt)

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 17,57kr

17,57 kr med hänvisning till att särregeln skall tillämpas och att de särskilda skäl som brukar nämnas inte föreligger. Det har varken förflutit lång tid från erbjudande till påkallande eller varit otillräcklig information eller tillkommit nya omständigheter. Som stöd till domen hänvisas till Balken I och II samt SOU 1997:22. Man menar här att praxis (Widhagen) pekar på att vederlaget skall värderas med hänsyn till vederlagsaktiens kurs under erbjudandetiden när det är fråga om aktier som bytesvaluta. Den bästa mätaren av vederlagets värde bör därför vara ett genomsnitt av betalkurser under anmälningstiden.

Skiljenämnden hänvisar även till att Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden (punkt 11.9) som tillåter att aktier med olika röstvärde erbjuds olika villkor, men att skillnaden inte får vara oskäligen. Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2004:19 uttalat att en skillnad mellan aktieslagen bör vara högst 10 %. Eftersom prisskillnaden mellan A och B-aktier ej varit högre samt att inlösenförfarandet enbart avsåg B-aktier får gode mannen ej heller gehör för att man skulle ta hänsyn till vederlaget för A-aktier.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

I enlighet med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Resonemang rörande särregelns tillämplighet samt hänvisning till Balken I och II samt SOU 1997:22 som grunder för domen. Skiljenämndens ställningstagande är att grund för fastsällande av vederlagets värde bör vara genomsnittliga kurser under anmälningstiden. Det resoneras även om skillnad mellan A och B aktier och att vederlaget däremellan ej bör vara oskäligt (10 %) med hänvisning till AMN 2004:19.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Genomsnittlig börskurs

Huvudregel eller särregel: Särregel

Moderbolagets ombud: Peter Oscarsson

God man: Peter Haglund

Skiljenämnd: Ordf. Johan Lind, MB: Karl-Erik Danielsson och DB: Johan Munck

Bud: För varje 2-tal aktier i Realia Fastigheter erhöles 5 nyemitterade aktier i Realia AB

Erbjudandeperiod: 21 maj - 7 juni 2002, förlängdes till 20 juni.

Påkallandedag: 27 augusti 2002

Andel ägande i DB före påkallande: 99 %

Moderbolagets yrkande:

93,25kr, då moderbolaget förvärvat 53,84% av aktierna genom det offentliga erbjudandet är särregeln tillämplig och lösenbeloppet skall utgöra vederlaget. Genomsnittskursen för moderbolaget (volymvägda) under den ursprungliga erbjudandeperioden var: 37,3kr, för perioden inklusive förlängning var beloppet: 36,8kr. Detta ger ett värde på dotterbolagets aktie om: $37,3 * 2,5 = 93,25$

Värderingstidpunkt: Erbjudandeperioden

Värderingsobjekt: Moderbolag

Värderingsmetod: Genomsnittlig noterad betalkurs

Gode mannens yrkande:

189kr, gode mannen anser att då två av ägarna som accepterade budet innehade 34,1% av aktiekapital och samtidigt var styrelseledamöter i moderbolaget. Dessa skall därmed räknas bort från andelen som förvärvades genom det offentliga budet, vilket endast ger att ca 20 % förvärvades. Särregeln är inte heller analogt tillämplig då det inte är möjligt att låta börskurs ligga till grund för värderingen eftersom aktien inte längre var noterad vid tiden för påkallandet. Gode mannen hänvisar till en diskonterad kassaflödesvärdering gjord av Höängen AB som resulterade i ett belopp på 189kr

Värderingstidpunkt: Ej angivet

Värderingsobjekt: Dotterbolag

Värderingsmetod: Kassaflödesvärdering

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 93,25kr

Frågan ehuru de 34,1% som förvärvades av 2 ägare skall tillskrivas förvärv genom offentligt bud är diskutabelt. Skiljenämnden anser att frågan besvaras genom att reda ut hur de accepterade budet. Det har framkommit att de besvarade erbjudandet genom att meddela HQ i likhet med övriga som accepterade budet. Särregeln anses tillämplig och kurs enligt moderbolagets yrkande.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Enlig Moderbolagets yrkande

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Skiljenämnden hänvisar till att principerna för värdering skall ske enligt doktrin och rättspraxis (1975:103 s 533). Betydelsefulla frågor för värdering tas enligt skiljenämnden upp i NJA 1992 s 872, NJA 1996 s 293. Det finns stöd för att anse att förhållandet med 2 storägare (som med konvertibler snarare styrde 75 % av bolaget) gör att det finns ekonomiskt incitament för ägarna att hålla kursen så låg som möjligt. Det finns däremot inget stöd i lag eller rättspraxis för att sådana skäl kan anses vara av sådan art att de klassificeras som "särskilda skäl". Därmed skall vederlaget värderas enligt moderbolagets yrkande.

Värderingstidpunkt: Erbjudandetiden

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Börskurs

Särregel eller huvudregel: Särregel

Nocom AB / I.A.R. Systems AB

2006-11-23

Moderbolagets ombud: Jörgen S Axelsson

God man: Stefan Sandén

Skiljenämnd: Ordf. Einar Wanhainen, MB: Ragnar Boman och DB: Olof Nilsson,

Bud: För varje innehavd aktie i I.A.R. Systems erhöles 1 aktie i Nocom AB

Erbjudandetid: 7 februari - 28 februari 2005, Förlängning till 11 mars, sedan 18 mars, efter flera förlängningar till 1 november

Påkallandedag: 29 mars 2005

Andel ägande i DB före påkallande: 95 %

Moderbolagets yrkande:

Moderbolaget har bestritt att särregeln är tillämplig men i fallet att särregeln anses tillämplig skall genomsnittskurs för vederlagsaktien under anmälningssperioden användas, dock längst fram till tidpunkten då budgivaren uppnått 90 % i ägarandel. Detta ger ett belopp på 4,37 kr. Moderbolaget godtar dock 4,45 kr. Anses hela anmälningssperioden vara representativ skall beloppet utgöra 4,64 kr. Vid fallet att huvudregeln används skall värdering ske på påkallandedagen (enligt Balken 1). Då aktien varit noterad på Stockholmsbörsen skall lösenbeloppet, enligt huvudregeln, bestämmas så att det motsvarar noterade värdet (Balken 2), såvida inte särskilda skäl föreligger. Enligt motiven till nya ABL (prop. 2004/05:85 s 812) är sådana skäl; för få avslut för att vara ett riktigt mått, om kursen manipulerats, påverkats av vilseledande eller otillräcklig information eller om majoritetsaktieägarnas agerande eller position kan antas ha påverkat kursen till nackdel för minoriteten. Moderbolaget anser inte att några sådana skäl föreligger. Den olägenheten av att börskursen vid påkallandedagen används vid användning av huvudregeln balanseras av att ränta utgår från påkallandedagen (alltså om kursen stigit på vederlaget kompenseras detta med ränta)

Värderingstidpunkt: Påkallandedag

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Börskurs. Då ingen betalkurs fanns på påkallandedagen används betalkurs innan och efter påkallandedagen

Gode mannens yrkande:

Enligt SOU 1997:22 skall lösenbeloppet motsvara vederlaget om inlösensärendet föregåtts av ett offentligt erbjudande och vederlaget skall värderas under erbjudandets löptid. Gode mannen anser att då de som godtog erbjudandet i slutfasen av erbjudandet fick ett vederlag motsvarande 5,6kr, skall detta ligga till grund för minoriteten. Detta med hänvisning till likabehandlingsprincipen. Moderbolaget hade också bättre insyn i bolaget och kunde värdera tillgångarna bättre än vad marknaden gjorde, varför dotterbolagets kurs ej var rättvisande.

Värderingstidpunkt. Del av erbjudandetiden (sista dagen för anmälning.)

Värderingsobjekt: Vederlaget

Värderingsmetod: Marknadspris för vederlaget på sista dagen för anmälningssperioden.

Skiljenämndens dom:

Lösenbelopp: 4,45kr

Grunden för särregeln är tydlig, större delen av aktierna skall ha förvärvats med offentligt bud. Särregeln är sålunda ej tillämplig (hänvisning till gamla ABL 14kap 33§ 3st). Då huvudregeln är tillämplig skall värdet motsvaras av dotterbolagets värde på påkallandedagen (Balken 1). Skäl till förlängning av erbjudandet är att minoriteten inte skall låsas in under påkallandetidpunkten. Sålunda anses inga skäl föreligga för att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt. Därmed används dotterbolagets kurs på påkallandedagen. Då ingen betalkurs registrerats per påkallandedagen och moderbolagets erbjudna kurs ligger över betalkursen innan och efter påkallandedagen anses detta skäligt. Ifall moderbolaget bättre kunde värdera bolagets tillgångar är irrelevant då all information var offentlig.

Skiljenämndens dom i jämförelse med yrkandena:

Domen överensstämde med moderbolagets yrkande.

Sammanfattning av skiljenämndens resonemang:

Särregeln är ej tillämplig enligt ABL (gamla). Huvudregeln är motiverad och enligt Balken 1 & 2 skall påkallandedagen vara värderingstidpunkt och dotterbolaget värderingsobjekt.

Värderingstidpunkt: Påkallandedag

Värderingsobjekt: Målbolaget

Värderingsmetod: Börskurs. Då ingen betalkurs fanns på påkallandedagen används betalkurs innan och efter påkallandedagen

Särregel eller huvudregel: Huvudregel