



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats
FEK 582, VT 2006

Tvångsinlösen av minoritetsaktier

– en studie av minoritetens villkor

Författare:

Henrik Eliasson
Axel Gerleman
Simon Ottosson

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

Titel	Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en studie av minoritetens villkor
Seminarie-datum	2006-06-08
Ämne/kurs	FEK 582 Kandidatseminarium, 10 poäng
Författare	Henrik Eliasson, Axel Gerleman, Simon Ottosson
Handledare	Tore Eriksson
Nyckelord	tvångsinlösen, minoritetsaktier, Balken, lösenbelopp, aktievärdering
Syfte	<p>Syftet med uppsatsen är att fastställa om, och i så fall i vilken omfattning de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen givit upphov till lägre lösenbelopp; samt</p> <p>att undersöka om, och i så fall i vilken omfattning de ursprungliga offentliga buden som en följd av de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna satts lägre.</p>
Metod	I uppsatsen har en kombination av kvantitativ och kvalitativ metod använts, tyngdpunkten ligger emellertid på den kvantitativa metoden. Datainsamling har skett genom granskning av skiljedomar, samt genom intervjuer.
Teori	Lagtext, skiljedomspraxis och ekonomisk såväl som juridisk doktrin. Doktrinen består framförallt av litteratur samt tidigare utförda undersökningar avseende tvångsinlösen.
Empiri	118 avslutade skiljedomar under perioden 1993-2005 samt fem intervjuer med skiljemän som varit verksamma i ett flertal av de skiljedomar vi undersökt.
Slutsatser	<p>De i Balken-omen fastslagna värderingsprinciperna har inneburit en försämring av villkoren för minoriteten. Detta i form av en trend innebärande generellt sett lägre fastställda lösenbelopp.</p> <p>Vår undersökning tyder inte på något samband mellan de i Balken-omen fastslagna värderingsprinciperna för fastställande av lösenbelopp och storleken på de ursprungliga buden.</p>

Abstract

Title	Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en studie av minoritetens villkor
Seminar date	2006-06-08
Course	FEK 582 Bachelor Thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
Authors	Henrik Eliasson, Axel Gerleman, Simon Ottosson
Advisor	Tore Eriksson
Key words	Balken, compulsory purchase, minority share, valuation of shares, price to be paid for shares
Purpose	<p>The purpose of this thesis is to determine whether, and if so to what extent, the valuation principles concerning compulsory purchases established in the Balken verdict has lead to a downward trend in prices paid for minority shares.</p> <p>Another purpose is to determine whether, and if so to what extent, the public offers as a result of the valuation principles established in the Balken verdict have lead to lower public offers.</p>
Methodology	A combination of the quantitative and the qualitative method has been used. The emphasis, however, was on the quantitative method. Our data has been collected by examining closed arbitration verdicts, as well as through interviews.
Theory	Swedish law and arbitration practise concerning compulsory purchases of minority shares, as well as doctrine in form of literature and past studies with reference to compulsory purchases.
Empirical foundation	118 closed arbitration verdicts during the period 1993-2005 as well as interviews with five arbitrators involved in several of the examined verdicts.
Conclusions	<p>The valuation principles established in the Balken verdict have lead to less favourable conditions for the minority. This is shown as a downward trend in prices paid for minority shares.</p> <p>Our study does not indicate any connection between the valuation principles established in the Balken verdict and the size of the public offer.</p>

Förord

Vi vill inledningsvis tacka Aktiespararna för att de har låtit oss ta del av deras skiljedomsarkiv. Särskilt vill vi tacka vice ordförande Gunnar Ek som vid vårt besök på Aktiespararna i Stockholm var ytterst tillmötesgående och tog sig tid för samtal kring tvångsinlösen med oss. Gunnar Ek var också vänlig nog att förmedla en av våra intervjuer. Ett stort tack för detta och det goda äpplet! Vi vill också passa på att tacka Per-Ivar Svensson, Magnus Nedström, Lars Milberg, Magnus Ramberg samt Stefan Kamlin som trots späckade scheman tog sig tid att låta sig intervjuas av oss. Resultaten från dessa intervjuer var av stor betydelse för uppsatsen. För upplåtandet av tillfälliga arbetslokaler samt sammanträdesrum tackar vi lundaföretaget Axon Profil. Sist men inte minst tackar vi vår handledare Tore Eriksson som särskilt i samband med vårt val av ämne spelade en stor roll.

Lund den 31 maj 2006

Henrik Eliasson

Axel Gerleman

Simon Ottosson

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Syfte.....	9
1.4 Avgränsningar.....	10
1.5 Målgrupp.....	11
1.6 Disposition.....	11
2. Metod.....	13
2.1 Vetenskapligt arbetsätt	13
2.2 Undersökningsmetod	13
2.3 Praktiskt tillvägagångssätt	14
2.3.1 Litteraturstudie.....	14
2.3.2 Insamling av skiljedomar.....	15
2.3.2.1 Urval och bortfall.....	15
2.3.3 Intervjuer.....	16
2.4 Validitet	17
2.5 Reliabilitet.....	17
3. Introduktion till tvångsinlösen.....	18
3.1 Inledande anmärkningar	18
3.2 Utdrag ur lagstiftning om tvångsinlösen.....	19
3.2.1 1975 års ABL.....	19
3.2.2 2005 års ABL.....	20
3.3 Lagstiftningens praktiska innebörd.....	21
3.3.1 Förutsättningarna för tvångsinlösen	21
3.3.2 När aktualiseras tvångsinlösen	22
3.3.3 Tvist	22
3.3.4 Praktisk beskrivning av skiljeförfarandet	22
3.3.5 Om lösenbeloppets storlek.....	23
3.3.6 Förhandstillträde till aktierna.....	24
3.3.7 Ränta på lösenbeloppet	24
3.3.8 Tidpunkt för utbetalning av lösenbelopp.....	24
3.3.9 Skillnader mellan ny och gammal ABL i praktiken	24
4. Värderingsmetoder vid fastställande av lösenbeloppet	26
4.1 Värderingsmetoder	26
4.1.1 Börskursen	26
4.1.2 Avkastningsvärdet	27
4.1.3 Substansvärdet	28
4.1.4 Likvidationsvärdet	29
4.2 Lösenbeloppet i lagstiftningen.....	29
4.2.1 1944 års ABL.....	29
4.2.2 1975 års ABL.....	30
4.2.3 2005 års ABL.....	31
4.3 Lösenbeloppet i praxis och doktrin.....	32
4.3.1 Gimo-målet	32
4.3.2 Skiljedomspraxis 1948-1977. Flodhammars undersökning.	33
4.3.3 Skiljedomar 1987-1990. Bergman och Hellners undersökning.....	34
4.3.4 Balken-målet.....	34

5. Empiri	36
5.1 Inledande anmärkningar	36
5.2 Skiljedomar – kvantitativ undersökningsmodell	37
5.2.1 Undersökningsvariabler	37
5.2.2 Extremvärden.....	39
5.2.3 Medelvärden	41
5.2.4 Resultat från den kvantitativa undersökningsmodellen.....	41
5.4 Intervjuer – kvalitativ undersökningsmodell	44
5.4.1 Resultat från intervjuerna	44
5.4.2 Kommentar till resultaten från intervjuerna	46
5.5 Kritik mot undersökningen	47
6. Slutsatser.....	48
7. Förslag på framtida forskning.....	51
Litteratur- och källförteckning.....	52
Appendix	54
1.a Urval skiljedomar; pres. av ursprungligt bud och skiljedomsvillkor.....	54
1.b Urval skiljedomar; pres. av god man och personer i skiljenämnd.....	56
2.a Källdata för variabeln “lösenbelopp / börskurs”.....	58
2.b Källdata för variabeln “ursprungligt villkor / börskurs”.....	60

1. Inledning

I detta inledningskapitel presenteras uppsatsens syfte. För att förse syftet med en kontext ges inledningsvis en bakgrund med en efterföljande problemdiskussion. I kapitlet återfinns även uppsatsens avgränsningar såväl som disposition.

1.1 Bakgrund

”Tvångsinlösen är konsten att plundra små aktieägare.”. Citatet är hämtat ur en artikel från 2003 publicerad i en av landets större affärstidningar.¹ Artikeln handlar om tvångsinlösen av aktier som är en form av privaträttslig expropriation som kan påkallas när en ägare innehar mer än nittio procent av aktierna i ett bolag. De återstående aktieägarna är då skyldiga att sälja till ett pris som bestäms av en opartisk skiljenämnd. Ett aktuellt exempel där tvångsinlösen kan komma att aktualiseras är EQT- och Investorägda Indaps pågående förvärv av Gambro.

Tanken är att skiljenämnden ska tillgodose såväl minoritetens som majoritetens intressen vid fastställandet av priset för minoritetsaktierna. Hur ser det då ut i verkligheten? Det kan konstateras att det tidigare sades vara lönsamt att köpa på sig minoritetsposter. Detta då man vid en eventuell framtida tvångsinlösen ansågs kunna få ett högre lösenbelopp än det pris man erhöll vid ordinär försäljning.² Emellertid har man inom affärspressen sedan slutet av 90-talet kunnat skönja en attitydförändring avseende innehav av minoritetsposter. Nuvarande rekommendation verkar istället vara att inte köpa på sig minoritetsposter i spekulativt syfte, vilket tyder på att minoritetens villkor kan ha försämrats.³

¹ Milberg och Thomasson, Tvångsinlösen är konsten att plundra små aktieägare, Dagens Industri 2003-06-11

² Se t ex Segerfors, Lönsamt invänta tvångsinlösen: Svea-akties pris ökade 55 kr. Aktiespararen 11/86 s. 25-26

³ Milberg och Thomasson, Tvångsinlösen är konsten att plundra små aktieägare, Dagens Industri 2003-06-11 Jfr härtill Flodhammar, Vänta på tvångsinlösen är inte alltid lönsamt. Aktiespararen 2/87 s. 66-67

De principer för att värdera minoritetsaktier som tillämpas idag fastslogs av Högsta domstolen i det välkända Balken-målet⁴ från 90-talets mitt. Innebörden av dessa principer är i korthet att det är minoritetsaktiens börskurs som ska ligga till grund för värderingen, vilket av många uppfattas som en försämring för minoritetsägarna. Detta till trots har principerna från Balken-målet kodifierats i nya ABL från 2005.

1.2 Problemdiskussion

Denna problemdiskussion tar sin utgångspunkt i uppsatsens övergripande tema, det vill säga minoritetens villkor vid tvångsinlösen. En indelning kan härvidlag göras i tre problematiska delområden. Det första av dessa är vad man kan kalla den *konstitutionella frågan*; om tvångsinlösen såsom rättsinstitut är förenligt med varje persons grundläggande rätt till sin egendom. Även om denna fråga över tid marginaliserats är den på inget sätt inaktuell. Debatten handlar idag dock inte om tvångsinlösensinstitutets vara eller inte vara, utan snarare om hur pass vidsträckt denna inskränkning i äganderätten skall tillåtas vara.

Det andra problemområdet är själva *förfarandet* vid skiljeprocessen. Detta är problematiskt såtillvida att processen brukar bli långdragen varvid minoriteten får vänta länge på sina pengar.⁵ Majoritetsägaren å andra sidan beviljas normalt sett i ett tidigt skede förhandstillträde till minoritetens aktier och drabbas därför inte på samma sätt av en långdragen process.

Det tredje problemområdet är *värderingsproblematiken* i samband med fastställandet av lösenbeloppet. Som nämnt ovan⁶ lagfästes vid årsskiftet de principer för beräkning av lösenbeloppet som fastslogs av Högsta domstolen⁷ i mitten av 90-talet. Som också påpekats ovan avvek dessa principer från den tidigare gällande uppfattningen om hur minoritetsaktierna skulle värderas vid tvångsinlösen. Frågan härvidlag är om dessa nya principer i sig givit upphov till att lösenbeloppet i skiljeförfaranden satts lägre på senare år. Ett annat problem är i detta avseende

⁴ NJA 1996 s. 293.

⁵ Svensson, Om tvångsinlösen av aktier (1999) s. 15 f.

⁶ Se under 1.1.

⁷ NJA 1996 s. 293 (Balkenmålet)

särregelns⁸ betydelse för bestämmandet av lösenbeloppet. I en undersökning av minoritetens villkor måste således också betydelsen av denna subsidiära regel beaktas.

Ur ett annat perspektiv kan uppmärksammas den budpremie som i större eller mindre utsträckning finns inbakad i majoritetsägarens ursprungliga bud. Budpremien reflekterar det övervärde som det övertagande bolaget är villigt att betala för det överlåtande bolaget. I en tvångsinlösenssituation måste majoriteten emellertid räkna med att ett skiljeförfarande kommer att följa det ursprungliga budet innan de definitiva villkoren för övertagandet kan fastslås. Med detta sagt är frågan om det finns ett samband mellan budpremiens beräkning och de värderingsprinciper som ligger till grund för beräkningen av lösenbeloppet. Kan det vara så att storleken på det ursprungliga budet generellt sett är mindre när det är målbolagets börskurs i stället för substansvärdet som gäller som princip för beräkning av lösenbeloppet? Med andra ord, kan reglerna för värderingsprincip vid fastställande av lösenbelopp som en sidoeffekt påverka storleken på budpremien i det ursprungliga budet? Dessa frågor öppnar för en rad andra problematiska aspekter av tvångsinlösen. Till exempel skulle det övertagande bolaget som en take over-strategi kunna offentliggöra information som påverkar målbolagets börskurs negativt och därefter lägga ett ”skambud” som i och för sig reflekterar börskursen.⁹ En annan möjlighet är att budet medvetet läggs när målbolaget befinner sig en tillfällig konjunkturell svacka.

Det framgår av diskussionen ovan att problemen i samband med tvångsinlösen är många. Nedan redogörs för de problem som denna uppsats fokuserar på.

1.3 Syfte

Av de tre problemområden som diskuterats ovan behandlar denna uppsats värderingsproblematiken, då med avseende på om någon trend kan skönjas över en viss period avseende minoritetens villkor vid tvångsinlösen. En sådan undersökning

⁸ Särregeln som kan tillämpas under vissa omständigheter innebär att lösenbeloppet bestäms till ett pris som motsvarar det offentliga budet.

⁹ Denna situation är främst tänkbar då fråga är om ett moderbolags övertagande av minoritetens aktier i ett dotterbolaget.

är av stor relevans då ingen heltäckande undersökning av skiljedomar vid tvångsinlösen har gjorts avseende perioden 1990 och framåt. Genom att studera skiljedomar avkunnade under perioden 1993-2005 försöker vi uppnå följande syften:

- fastställa om, och i så fall i vilken omfattning de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen givit upphov till lägre lösenbelopp; samt
- undersöka om, och i så fall i vilken omfattning de ursprungliga offentliga buden som en följd av de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna satts lägre.

1.4 Avgränsningar

Ett par avgränsningar är nödvändiga. I denna undersökning kommer endast skiljedomar avslutade under perioden 1993-2005 avseende börsnoterade bolag att undersökas.¹⁰ Vi var intresserade av att se på skillnader i tiden före och efter Balken-målet. Då tidigare undersökningar på området täcker upp tiden till och med 1990, ville vi undersöka tiden därifrån fram till idag. Brist på material gjorde dock att vi inte kunde få med skiljedomar avkunnade mellan åren 1991-1992. Vidare finns goda skäl för att fokusera på noterade bolag då merparten av alla tvångsinlösen avser sådana bolag.¹¹ En annan anledning till att vi avgränsat oss till börsnoterade bolag är att vi varit beroende av den historiska börskursen för beräkandet av undersökningsvariablerna.¹² Givet uppsatsens syfte är utgångspunkten att man i domar från tiden efter Balken-målet har tillämpat de däri fastslagna värderingsprinciperna. Mot denna bakgrund är det av mindre betydelse vilken specifik värderingsmetod som tillämpats vid varje enskild tvångsinlösen. Denna fråga behandlas därför inte explicit. Vi kommer inte heller primärt att undersöka och analysera take over-strategier i samband med tvångsinlösen, till exempel huruvida eller i vilken omfattning övertagande bolag använt sig av eventuella informationsövertag i kurspåverkande syfte.

¹⁰ Denna avgränsning gäller med ett undantag. Balken AB – det bolag vari aktier var föremål för inlösen i det sk Balken-målet – var inte börsnoterat men har ändå medtagits i undersökningen. Anledning till detta är detta falls stora betydelse för utvecklingen i praxis och sedermera lagstiftning.

¹¹ Jfr Skog (red), *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?* s. 72

¹² Se mer härom nedan under 5.2.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig främst till deltagarna vid kandidatseminariet i finansiering på företagsekonomiska institutionen vid Lunds universitet. Uppsatsen kan även vara av intresse för studenter i allmänhet vid företagsekonomisk institution och juridisk fakultet. Uppsatsen kan även vara av visst värde för praktiker.

1.6 Disposition

- Kapitel 2** I kapitlet ges en beskrivning av hur vi genomfört studien samt vilka metodval som gjorts. Vidare presenteras hur data har samlats in och analyserats.
- Kapitel 3** Detta kapitel ger en beskrivning av vad tvångsinlösen är och jämför nuvarande lagstiftning med den som gällde för vår undersökningsperiod. Detta för att se huruvida det är troligt att den nya lagstiftningen framöver kommer att innebära någon större skillnad i praktiken.
- Kapitel 4** I detta kapitel redogörs för värderingsproblematiken och de olika värderingsmetoder som rent tekniskt finns att tillgå vid fastställande av lösenbeloppet. En historisk utblick görs även avseende lagstiftning och praxis i värderingshänseende varvid tidigare kända undersökningar av värderingspraxis kommenteras. Syftet med kapitlet är att belysa det teoretiska landskapet avseende värdering av minoritetsaktier i samband med tvångsinlösen.
- Kapitel 5** Här redogörs för resultaten från vår undersökning. Inledningsvis presenteras undersökningens upplägg samt hur de granskade skiljedomarna har bearbetats. I kapitlet redogörs också för de variabler som har använts samt hur dessa har beräknats. Viss kritik mot undersökning presenteras också.

Kapitel 6 I detta kapitel analyseras de i det föregående kapitlet erhållna resultaten samt presenteras undersökningens slutsatser.

Kapitel 7 Här presenteras förslag till vidare forskning som har dykt upp under arbetets gång.

2. Metod

I kapitlet ges en beskrivning av hur vi genomfört studien samt vilka metodval som gjorts. Vidare presenteras hur data har samlats in och analyserats.

2.1 Vetenskapligt arbetssätt

Det finns i princip två olika arbetssätt när man ska genomföra en undersökning. Antingen har man sin utgångspunkt i empirin varefter man försöker hitta en förklaring genom en eller flera teorier, *induktivt arbetssätt*. Eller så finns det redan från början en teori eller tes som man vill pröva på verkligheten för att sedan kunna bekräfta eller förkasta denna, *deduktivt arbetssätt*.¹³

I denna uppsats har vi framförallt arbetat deduktivt. Vi har haft en hypotes om hur villkoren för minoriteten vid tvångsinlösen har utvecklats och sedan undersökt om denna stämmer. Å andra sidan, om man bortser från våra förutfattade meningar, har vi behandlat vår data förutsättningslöst för att undvika att misstolka en eventuell trend. Därför kan vårt arbetssätt närmast beskrivas som en kombination av det deduktiva och det induktiva.

2.2 Undersökningsmetod

Valet av undersökningsmetod är beroende av vad man vill undersöka. De två huvudmetoderna som man kan använda sig av för att samla in data är kvantitativ och kvalitativ metod. Skillnaden mellan dessa två metoder ligger främst i formen på den data som samlas in. Med den kvantitativa metoden samlas data in i form av siffror eller andra kvantifierbara termer, medan man med den kvalitativa metoden istället erhåller data i form av ord, meningar eller texter. Den kvalitativa metoden är mer förutsättningslös vilket underlättar insamling av information som inte var känd i förväg.¹⁴

¹³ Rienecker & Jörgensen, Att skriva en bra uppsats (2002) s.160

¹⁴ Jacobsen, Vad hur och varför? (2002) s. 135

För att besvara huruvida minoritetens villkor vid tvångsinlösen har försämrats har vi studerat avslutade skiljedomar för den valda tidsperioden. Denna studie är av kvantitativ form då en stor mängd data i form av siffror har samlats in från skiljedomarna. Datan har sedan bearbetats för att uppsatsens syften skall kunna uppfyllas. Den kvantitativa metoden har emellertid kompletterats med en kvalitativ metod i form av intervjuer för att understödja resultaten från den kvantitativa undersökningen.. Kombinationen av dessa två undersökningsmetoder brukar kallas metodtriangulering.¹⁵ Genom att använda metodtriangulering hoppas vi kunna få en ökad förståelse för de problem som finns kring tvångsinlösen, och därigenom uppfylla vårt syfte på ett bättre sätt. I kapitel 5 redogörs utförligare för vår undersökningsmodell.

Sammanfattningsvis kan man säga att den kvantitativa metoden i huvuddrag kommer ge svar på om villkoren för minoriteten har försämrats medan den kvalitativa metoden skall bringa klarhet i vilka bakomliggande faktorer som har påverkat villkoren för minoriteten.

2.3 Praktiskt tillvägagångssätt

I detta avsnitt ämnar vi förklara arbetsgången för vårt arbete och därmed klargöra för läsaren vilka val och beslut vi gjort och hur de har påverkat vår uppsats. Vi kommer därvidlag att redogöra för hur vi har gått tillväga i sökandet efter primär- och sekundärdata.

2.3.1 Litteraturstudie

Efter val av ämne och fastslaget syfte krävs för att kunna genomföra en undersökning och dra relevanta slutsatser utifrån denna att man är väl förtrogen med sitt område. Av denna anledning inleddes vårt arbete med att samla in sekundärdata för att kunna genomföra en litteraturstudie kring tvångsinlösen. Vi gick i detta skede igenom lagtext, förarbeten, propositioner samt för ämnet relevant litteratur. Även artiklar från dagstidningar och ekonomiska tidskrifter som behandlade tvångsinlösen lästes, allt för att få en så klar bild av ämnet som möjligt.

¹⁵ Jacobsen, Vad hur och varför? (2002) s. 151

2.3.2 Insamling av skiljedomar

Efter att ha ökat kunskapen om tvångsinlösen och därmed blivit mer förtrogna med ämnet inleddes insamlingen av primärdata för att kunna genomföra en kvantitativ undersökning. Datainsamlingen gick främst ut på att få tag på avslutade skiljedomar avseende tvångsinlösen. Eftersom skiljedomar inte är offentliga handlingar var detta inte helt oproblematiskt. Att som huvudmetod samla in våra data genom intervjuer med personer som på ett eller annat sätt varit delaktiga i tvångsinlösenförfaranden hade varit både ineffektivt och svårgenomförbart givet uppsatsens tidsram. Detta med tanke på den mängd intervjuer som då skulle behöva utföras. Istället tog vi kontakt med Aktiespararna, som har ett omfattande arkiv av skiljedomar, och berättade om vår tänkta undersökning och vilken typ av material som vi var intresserade av. Efter överenskommelse med Aktiespararna fick vi tillträde till deras arkiv i Stockholm där vi på plats tog del av skiljedomarna.

2.3.2.1 Urval och bortfall

Urvalet av skiljedomar är baserat på en av Aktiespararna tillhandahållen sammanställning avseende perioden 1993-2005. Denna sammanställning upptog 196 fall av tvångsinlösen och är så vitt vi vet samtliga avslutade skiljedomar under perioden 1993-2005. Ur denna population gjorde vi sedan ett urval på 166 skiljedomar. Urvalskriteriet härvidlag var att det bolag vars aktier varit föremål för inlösen skulle ha varit börsnoterat. För att komplettera vårt urval med historiska börskurser använde vi oss av det nätbaserade systemet Datastream på LINC:s Finanslab på Economicentrum.¹⁶

Vidare har vi ett bortfall på 48 skiljedomar. Bortfallen kan indelas i två kategorier. Den ena bestående av ofullständiga skiljedomar och den andra bestående av skiljedomar där vi inte kunnat hitta någon historisk börskurs för det bolag vars aktier varit föremål för inlösen. Av dessa två kategorier bortfall utgjorde ofullständiga skiljedomar cirka 96 %. När en fullständig skiljedom inte funnits hos Aktiespararna beror detta oftast på att en eller flera berörda parter ej velat offentliggöra innehållet i domen.

¹⁶ Den historiska börskursen behövs för att beräkna undersökningsvariablerna. Se mer härom nedan under 5.2.

2.3.3 Intervjuer

För att bättre kunna förstå och tolka resultaten av vår kvantitativa undersökning utförde vi ett antal telefonintervjuer med personer som har goda insikter i skiljedomsförfaranden vid tvångsinlösen. Följande personer intervjuades i nedan angiven ordning:

Per-Ivar Svensson, advokat	Verksam jurist vid Delphi & Co, har suttit som skiljeman vid tvångsinlösenförfaranden.
Magnus Nedström, advokat	Verksam jurist vid Sigeman & Co, har suttit som skiljeman och varit god man vid tvångsinlösenförfaranden.
Lars Milberg, jur kand.	Verksam jurist, har suttit som skiljeman och varit god man vid tvångsinlösenförfaranden.
Magnus Ramberg, advokat	Verksam jurist vid Lindahl, har suttit som skiljeman och varit god man vid tvångsinlösenförfaranden.
Stefan Kamlin, advokat	Verksam jurist vid DLA Nordic, har suttit som skiljeman och varit god man vid tvångsinlösenförfaranden.

Telefonintervjuerna utfördes i form av strukturerade intervjuer vilket innebär att man följer tydligt formulerade frågor. I avsnitt 5.4 redogörs utförligare för intervjuerna samt erhållna resultat.

Under besöket på Aktiespararna fick vi även tillfälle att tala med organisationens vice ordförande Gunnar Ek. Eftersom undersökningen vid tillfället var i ett tidigt skede var detta samtal till stor hjälp för vårt vidare arbete.

2.4 Validitet

Inre validitet föreligger om mätinstrumentet mäter vad det avser att mäta. Vi avser att mäta om villkoren har försämrats för minoriteten. Mätinstrumentet för att utröna detta är det lösenbelopp minoriteten erhöll enligt skiljedomen jämfört med aktiens börskurs på kallandedatumet för tvångsinlösen. Börskursen visar härvidlag det belopp minoriteten skulle erhålla vid försäljning av sina aktier på den öppna marknaden och lösenbeloppet i skiljedomen visar vad de slutligen erhöll. Jämförelsen av dessa två värden är således ett lämpligt mätinstrument för att undersöka hur villkoren utvecklats för minoriteten. Inre validitet föreligger därmed.

Med yttre validitet avses att svaren överensstämmer med det förhållande som man försöker bedöma. Vi har i stor utsträckning utgått från primärdata i form av skiljedomar avseende tvångsinlösen. Vi förutsätter att skiljedomarna är sanningsenliga och således föreligger yttre validitet.

2.5 Reliabilitet

Graden av reliabilitet är ett mått på hur pass tillförlitliga och stabila slutsatser vi kan dra av vår undersökning. Ur vår kända population på 196 skiljedomar mellan åren 1993-2005 ingick ca 60 procent i vår undersökning vilket får anses vara en tillräckligt stor andel för att dra tillförlitliga slutsatser avseende populationen.

Tillförlitligheten av våra utförda intervjuer bedömer vi som hög då samtliga intervjuade är praktiker med mångårig erfarenhet. Då intervjuerna utfördes via telefon hade vi inte möjlighet att studera ansiktsuttryck, kroppsspråk etc. Emellertid tror vi inte att denna typ av observationer hade varit av någon större vikt för vår bedömning av intervjuobjektens trovärdighet.

3. Introduktion till tvångsinlösen

Detta kapitel ger en beskrivning av vad tvångsinlösen är och jämför nuvarande lagstiftning med den som gällde för vår undersökningsperiod. Detta för att se huruvida det är troligt att den nya lagstiftningen framöver kommer att innebära någon större skillnad i praktiken.

3.1 Inledande anmärkningar

Tvångsinlösen är ett slags påtvingat köp där majoriteten under vissa förutsättningar har rätt att köpa minoritetens aktier. Emellertid har även minoriteten en rätt att få sina aktier inlösta. Denna ömsesidiga rättighet och skyldighet härrör från lagstiftarens önskan om att dels underlätta för fusioner mellan moderbolag och dotterbolag, och dels för att skydda minoriteten¹⁷ Som exempel på skydd kan nämnas att majoritetsägaren annars hade haft möjlighet att svälta ut en minoritet genom att strunta i aktieutdelning tills minoriteten självmant sålt av sina aktier till underpris. Anledningen till att detta inte utgör ett problem när minoriteten innehar mer än 10 procent av aktierna är bland annat att de då kan kräva att hälften av årets vinst, efter avdrag, utbetalas i form av utdelning.¹⁸

För den undersökta perioden i denna uppsats var det 14 kapitlet i 1975 års Aktiebolagslag (ABL) som tillämpades vid samtliga tvångsinlösenförfaranden. Sedan första januari 2006 gäller istället ABL (2005:551). Därför anser vi det relevant att ta med ett utdrag ur respektive lag samt kortfattat redogöra för dessa med avseende på tvångsinlösen. Därtill avser vi att se på huvuddragen i de två lagarna med tyngdpunkt på de ändringar som gjorts. Vi kommer även att ta upp huruvida dessa ändringar medför någon skillnad i praktiken.

¹⁷ Prop. 2004/05:85 s.438

¹⁸ 18 kap 11§ ABL 2005:551

3.2 Utdrag ur lagstiftning om tvångsinlösen

Nedan citeras portalparagrafer i 1975 och 2005 års ABL med avseende på tvångsinlösen. Under 3.3 redogörs sedan för lagstiftningens praktiska innebörd.

3.2.1 1975 års ABL

14 kap. Inlösen av aktier i dotterbolag

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

En tvist om huruvida rätt eller skyldighet till inlösen föreligger eller om lösenbeloppet prövas av tre skiljemän. Om inte något annat följer av bestämmelserna i detta kapitel, gäller i fråga om skiljemännen och förfarandet inför dem i tillämpliga delar vad som är föreskrivet i lagen (1999:116) om skiljeförfarande. Kostnaderna för skiljemannaförfarandet skall bäras av moderbolaget, om inte skiljemännen på särskilda skäl ålägger någon annan aktieägare att helt eller delvis svara för dessa kostnader. Part som är missnöjd med skiljedomen har rätt att väcka talan vid domstol inom sextio dagar från det han fick del av skiljedomen i huvudskrift eller bestyrkt avskrift. Rätt domstol är tingsrätten i den ort där dotterbolagets styrelse har sitt säte.

Har moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget på grund av inbjudan till en vidare krets att till moderbolaget överlåta sådana aktier mot visst vederlag, skall lösenbeloppet motsvara vederlaget, om ej särskilda skäl föranleder annat. Lag (1999:120).

33 § Prövas tvist om inlösen enligt 31 § av skiljemän eller domstol och är det ostridigt mellan parterna att lösningsrätt föreligger eller förklaras i lagakraftvunnen dom att sådan rätt är för handen utan att lösenbeloppet samtidigt fastställs, är aktieägarna skyldiga att till moderbolaget överlämna sina aktiebrev med påskrift om överlåtelse eller, när fråga är om aktier i avstämningsbolag, att låta moderbolaget registreras som ägare till aktierna enligt bestämmelserna i lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, allt under förutsättning att moderbolaget ställer av skiljemännen eller, om tvisten är anhängig vid domstol, av domstolen godkänd säkerhet för kommande lösenbelopp jämte ränta.

Aktieägare har rätt till skäligen ränta på lösenbeloppet för tiden från det säkerhet ställts till dess lösenbeloppet förfaller till betalning. Lag (1998:1487).

3.2.2 2005 års ABL

22 kap. Inlösen av minoritetsaktier

Förutsättningar för inlösen

1 § En aktieägare som innehar mer än nio tiondelar av aktierna i ett aktiebolag (majoritetsaktieägaren) har rätt att av de övriga aktieägarna i bolaget lösa in återstående aktier. Den vars aktier kan lösas in har rätt att få sina aktier inlösta av majoritetsaktieägaren.

Bestämmelserna i första stycket och i övrigt i detta kapitel om majoritetsaktieägare i ett aktiebolag gäller även den som tillsammans med ett eller flera dotterföretag innehar mer än nio tiondelar av aktierna i bolaget och den vars dotterföretag innehar mer än nio tiondelar av aktierna i bolaget. Finns det flera som uppfyller dessa förutsättningar, skall bestämmelserna i detta kapitel tillämpas enbart på den som är närmast överordnad bolaget.

Med dotterföretag som avses i andra stycket likställs juridisk person över vilken en majoritetsaktieägare som inte är ett svenskt aktiebolag utövar inflytande på det sätt som anges i 1 kap. 11 §.

Lösenbeloppets storlek

2 § Om frågan om lösenbeloppet för en aktie som skall lösas in enligt detta kapitel är tvistig, skall lösenbeloppet bestämmas med tillämpning av andra-fjärde styckena.

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

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

Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har

detta erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat.

Förhandstillträde

12 § Innan frågan om lösenbeloppet slutligt har prövats, får skiljemännen eller, sedan talan har väckts vid domstol enligt 24 §, domstolen på yrkande av majoritetsaktieägaren i en särskild dom besluta om förhandstillträde för majoritetsaktieägaren.

Ett avgörande enligt första stycket får meddelas endast om

1. parterna är ense om att det finns lösningsrätt eller lösningskyldighet eller det annars står klart att en sådan rätt eller skyldighet finns, och
2. majoritetsaktieägaren har ställt säkerhet för kommande lösenbelopp och ränta och säkerheten har godkänts av skiljemännen eller domstolen.

Om beslut om förhandstillträde har meddelats, får majoritetsaktieägaren utöva de rättigheter som aktierna ger från och med den tidpunkt då domen om förhandstillträde vinner laga kraft. Vid denna tidpunkt inträder också de rättsverkningar som anges i 13 och 14 §§.

3.3 Lagstiftningens praktiska innebörd

I detta avsnitt kommenteras den ovan citerade lagtexten samt görs en jämförelse mellan 1975 och 2005 års ABL.

3.3.1 Förutsättningarna för tvångsinlösen

I nya ABL krävs att majoritetsägaren innehar mer än nio tiondelar av aktierna i bolaget. Enligt tidigare lagstiftning¹⁹ krävdes även att dessa aktier representerade minst nio tiondelar av det totala röstantalet i bolaget. Dessutom fanns det ett krav på att majoritetsägaren skulle vara ett moderbolag i aktiebolagsrättslig mening. Detta innebar att en fysisk person med mer än nio tiondelars majoritet inte hade möjlighet eller skyldighet att påkalla tvångsinlösen.²⁰ Kravet på att även röstantalet skulle överstiga nittio procent uppkom i samband med införandet av 1975 års aktiebolagslag, detta för att en aktie inte alltid motsvarar en röst. Emellertid ansåg lagstiftaren att detta krav var onödigt då det hittills, såvitt känt, aldrig inneburit

¹⁹ 14 kap 31 § ABL (1975:1385)

²⁰ Prop. 2004/05:85 s.439

några komplikationer. Således togs kravet bort i nya ABL. Dessutom har de flesta övriga länder med liknande regler för tvångsinlösen som Sverige uppfattningen att det är antalet aktier, inte röster, som ska ligga till grund för lösningsrätten.²¹

3.3.2 När aktualiseras tvångsinlösen

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

När en enskild eller ett fåtal minoritetsägare påkallar tvångsinlösen brukar majoritetsägaren generellt välja att lösa in samtliga aktier, detta för att slippa ett ytterliggare tvångsinlösensförfarande.²² Med tanke på att själva förfarandet kan pågå flera år hade det blivit extremt tidsödande att behöva genomföra fler än ett. Dessutom är det majoritetsägaren som står kostnaden för skiljeförfarandet, oavsett vem som påkallat tvångsinlösen.²³ I detta avseende finns inga nämnvärda skillnader mellan nya och gamla ABL.

3.3.3 Tvist

En tvist uppstår i lagens mening i de fall då majoritetsägaren inte lyckas få tag på samtliga minoritetsägare för att avge ett bud, alternativt då samtliga förvisso är nåbara men där alla inte accepterar det bud som getts. Tvistebegreppet har ej ändrats med nya ABL.²⁴

3.3.4 Praktisk beskrivning av skiljeförfarandet

Om en tvist uppstår avseende tvångsinlösen ska denna prövas i skiljenämnd, bestående av tre skiljemän. Dessa skiljemän är generellt advokater, alternativt i övrigt framstående jurister.²⁵ Emellertid anges det i 7 § lagen (1999:116) om

²¹ Prop. 2004/05:85 s.441

²² Flodhammar, *Tvångsinlösen av aktier* (1989) s. 18

²³ 22 kap 23§ ABL (2005:551); jmf 14 kap 31§ ABL (1975:1385)

²⁴ 22 kap 1-4 §§ ABL (2005:551)

²⁵ Enligt vår egen granskning av 196 skiljedomar.

skiljeförfarande att ”...var och en som råder över sig själv och sin egendom kan vara skiljeman.”

Vardera part, majoritetsägaren och minoritetsägarna, utser var sin skiljeman varefter dessa båda skiljemän i sin tur utser den tredje skiljemannen. Denne tredje skiljeman är alltid ordförande i skiljenämnden.²⁶ Noteras bör dock att samtliga minoritetsägare måste vara överens om bestämmandet av skiljeman, annars får dotterbolagets styrelse ansöka hos Stockholms tingsrätt om en god man. Den gode mannen företräder sedan minoriteten och har till uppgift att förutom utse minoritetens skiljeman, även tillvarata frånvarande minoritetägares intressen under själva skiljeförfarandet.

De frågor som tvisten enligt ABL kan komma att behandla är dels huruvida rätt eller skyldighet till inlösen föreligger, dvs grunden för tvångsinlösen, och dels storleken på lösenbeloppet. Tvisten som prövas i skiljenämnden kan således avse endera av dessa frågor eller båda två samtidigt. Båda parter skall av skiljenämnden ges möjlighet att framföra sin talan skriftligt eller muntligt, och likväl ges tillfälle att ta del av det material som nyttjas i tvisten.²⁷

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

3.3.5 Om lösenbeloppets storlek

Termen lösenbelopp avser den ersättning minoriteten får för sina aktier, och denna innebär en kontant betalning. Storleken på denna betalning, eller framförallt det sätt minoritetsaktierna ska värderas på är en av de största skillnaderna mellan nya och gamla ABL. Tidigare fanns det inte direkt någon entydig lagstiftning för hur aktierna skulle värderas²⁸, istället var det lämnat till doktrin och praxis; efter 1996

²⁶ 13, 20 §§ Lag (1999:116) om skiljeförfarande

²⁷ 24 § Lag (1999:116) om skiljeförfarande

²⁸ Dock fanns den s k särregeln, vilken vi återkommer till i kapitel 4.

framförallt högsta domstolens dom i Balken-målet. Denna dom har även varit vägledande för gällande värderingssätt i ABL (2005:551). De olika värderingsmetoderna kommer vi emellertid att redogöra för mer utförligt i kapitel 4.

3.3.6 Förhandstillträde till aktierna

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

3.3.7 Ränta på lösenbeloppet

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

3.3.8 Tidpunkt för utbetalning av lösenbelopp

Tvångsinlösenförfarandet tar ofta lång tid, i bästa fall runt ett år men oftare mellan två och fyra år.³⁰ Utbetalning av lösenbeloppet sker inte förrän skiljedomen fallit och vunnit laga kraft, det vill säga 60 dagar efter att den delgivits parterna.³¹

3.3.9 Skillnader mellan ny och gammal ABL i praktiken

Förutom vissa mindre ändringar är det framförallt värderingsmetoden som är den stora skillnaden mellan nya och gamla ABL. Emellertid härstammar de nya värderingsreglerna från HDs prejudicerande dom i Balken-målet 1996, vilket i

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

³⁰ Enligt de skiljedomar vi sammanställt.

³¹ 22 kap 24§ ABL (2005:551); resp. 14 kap 31§ 2st ABL (1975:1385)

princip innebär att värderingsfrågan sedan denna tid bedömts på det sätt som numera stadgas i ABL (2005:551). Vi återkommer till detta i nästa kapitel.

4. Värderingsmetoder vid fastställande av lösenbeloppet

I detta kapitel redogörs för värderingsproblematiken och de olika värderingsmetoder som rent tekniskt finns att tillgå vid fastställande av lösenbeloppet. En historisk utblick görs även avseende lagstiftning och praxis i värderingshänseende varvid tidigare kända undersökningar av värderingspraxis kommenteras. Syftet med kapitlet är att belysa det teoretiska landskapet avseende värdering av minoritetsaktier i samband med tvångsinlösen.

4.1 Värderingsmetoder

4.1.1 Börskursen

På börsen bestäms en akties värde i första hand av utbud och efterfrågan.³² Mycket förenklat kan sägas att priset på en aktie bestäms genom att två aktiemäklare via förhandling kommer överens, något som idag oftast är helt datoriserat utan direkt kontakt mellan köpare och säljare. Bakom sälj- och köpbeslutet som tillsammans skapar aktiekursen finns en rad olika faktorer som påverkar besluten.

Faktorerna kan delas upp i två kategorier; faktorer som berör det specifika företaget och faktorer som berör samhällsekonomin. Exempel på faktorer i den förstnämnda kategorin är vinstnivå, utdelningsstorlek, framtidsutsikter etc. Den andra gruppen utgörs av makroekonomiska faktorer som inflation, ränta, konjunkturcykel etc.³³

Det har tvistats mycket om huruvida börskursen är ett riktigt värderingsobjekt vid tvångsinlösen varvid huvudfrågan har varit om börskursen speglar företagsvärdet. Förespråkare för en användning av börskursen som värderingsobjekt menar att börsen blivit allt mer effektiv. I kurserna återspeglas relevant information om

³² Löfgren och Gometz, Företagsvärdering vid tvångsinlösen, (1980) s. 120

³³ Hellner och Bergman, Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier (1992) s. 42

företagen vilket har resulterat att kursbildningen blivit allt mer välgrundad på den svenska aktiemarknaden.³⁴ Kritik mot denna uppfattning har framförts då börsen vid olika tillfällen visat prov på ogrundad kursbildning. Ett exempel är det börsras som inträffade 1987 då många aktiekurser halverades. Förklaringen till raset gick inte att finna i vare sig bolagens resultaträkningar eller i samhällsekonomins kollaps. Företagens substansvärden hade inte förändrats i den grad att börsraset kunde motiveras. Slutsatsen blev istället att börsen överreagerat och styrts av rykten och missvisande information. Kritikerna ser detta som ett bevis på att börsen är ineffektiv och att aktiekursen inte på ett korrekt sätt speglar bolagens värden.

Förespråkarna menar å andra sidan att börskursen är ett verkligt värde till skillnad från framräknade teoretiska värden. Börskursvärdet är skapat av aktörer som agerar utifrån verklig information till skillnad från framräknade företagsvärden som är subjektiva och kan ha mer eller mindre med verkligheten att göra.³⁵ Kritikerna invänder här mot att börskursen skulle visa det verkliga företagsvärdet. Faktorer utan direkt koppling till företagets värde såsom investerarnas likviditet, skatteregler och utveckling på utländska börser påverkar börskursen.³⁶ Vissa faktorer påverkar både börskursen och värdet på företaget medan vissa påverkar endast börskursen. Detta resulterar i att börskursen och företagsvärdet ej kommer att stämma överrens, något som omöjliggör börskursen som värderingsprincip enligt kritikerna.

I Balken II-domen³⁷ fastställer Högsta domstolen att börskursen skall användas som värderingsobjekt vid fastställande av beloppet i skiljedomen. För Balken-målet redogörs utförligare nedan under 4.3.3.

4.1.2 Avkastningsvärdet

Avkastningsvärdet skall i princip motsvara nuvärdet av all framtida avkastning av företaget, inklusive nuvärdet av resultatet av företagets likvidation. En sådan beräkning innehåller två huvudproblem:

- den förutsätter en kännedom om framtiden som inte finns;

³⁴ Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier (1996) s. 51

³⁵ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 99

³⁶ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 120

³⁷ NJA 1996 s. 293

- de vid olika tidpunkter utfallande avkastningarna skall hänföras till samma tidpunkt, i allmänhet nutid, för att kunna adderas.³⁸

För att ta fram avkastningsvärdet måste man först räkna fram ett troligt framtida resultat. Detta görs genom att titta på historiska resultat. En tillräcklig tillbakablick anses vara tre till fem år då den kommer att omfatta en hel cykel.³⁹ För att få en så korrekt analys som möjligt justeras resultaten med hänsyn till en rad olika faktorer som inte anses hänförliga till ifrågavarande år.⁴⁰

Med hjälp av de justerade resultaten beräknas normalavkastningen som oftast brukar bestå av ett medelvärde av de analyserade årens resultat. Ibland anser man att de senare årens resultat är mer riktiga och ett vägt genomsnitt brukar då beräknas. Företag med cyklisk försäljning lämpar sig mindre bra för ett vägt genomsnitt då normalavkastningen blir missvisande. Ibland förekommer det även att man utesluter det bästa och sämsta året och beräknar ett medelvärde av kvarvarande år. Problemet att hänföra avkastningar som utfaller vid olika tidpunkter till samma tidpunkt löses genom diskontering till nuvärde. Vanliga justeringsposter är i detta sammanhang avskrivningar. Dessa redovisas ofta på ett sätt så att de motsvarar det s.k. planenliga avskrivningsbehovet.

4.1.3 Substansvärdet

Substansvärdering brukar användas som ett komplement eller kontroll till avkastningsvärdet. Värdet beräknas som skillnaden mellan tillgångarna och skulderna i bolaget. Detta värde skall motsvara bolagets egna kapital vid förutsatt fortsatt drift.⁴¹ Beräkningen utgår från det beskattade egna kapitalet som sedan tillförs de obeskattade reserverna i anläggningstillgångarna med avdrag för den latent skatteskulden. Substansvärdering brukar utgå från senaste årsbokslutet.⁴²

³⁸ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 99

³⁹ Löfgren och Gometz, Företagsvärdering (1985) s. 13

⁴⁰ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 99

⁴¹ Företagsvärdering, 1992, sid 21

⁴² Företagsvärdering, 1992, sid 22

Att substansvärdering ofta görs i samband med företagsvärderingar beror på att värderaren ofta upplever denna metod som tryggare än de uppskattningar om framtiden som måste göras vid en avkastningsvärdering.⁴³

4.1.4 Likvidationsvärdet

Metoden används väldigt sällan vid tvångsinlösningsförfaranden då det nästan alltid tas för givet att företaget som är i fråga för uppköp skall leva vidare. Metoden är tillämplig då ett företag förvärvas för att återinvestera nettovärdet.⁴⁴

Likvidationsvärdet är vad som återstår av företagets tillgångar i form av pengar efter avdrag av skulder.⁴⁵ Det kvarvarande värdet är oftast väsentligt lägre än substansvärdet då det kostar pengar av likvidera ett bolag.⁴⁶ Ägarna till det sålda företaget får oftast inte heller ut det bruksvärde maskinerna hade i tillverkningen. Samma gäller för fastigheter och byggnader som är speciellt byggda för en viss verksamhet.⁴⁷

4.2 Lösenbeloppet i lagstiftningen

Efter denna genomgång av de olika teorier som finns för värdering av aktier i samband med tvångsinlösen ska nu ytterligare något sägas om lagstiftningen på området. Härvidlag kommer bara frågor som hör till värderingsproblematiken att beröras. Övriga aspekter av tvångsinlösen faller således utanför ramen för detta avsnitt.

4.2.1 1944 års ABL

I 1944 års ABL⁴⁸ återfanns reglerna för fastställande av lösenbeloppet i 223 §. I detta lagrum angavs att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarade aktiernas ”verkliga värde”. Vad som avsågs med ”verkligt värde” gavs dock ingen närmare anvisning om vare sig i lagtexten eller i förarbetena.

⁴³ Löfgren och Gometz, Företagsvärdering (1992) s. 23

⁴⁴ Hellner och Bergman, Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier (1992) s. 61

⁴⁵ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 118

⁴⁶ Löfgren och Gometz, Företagsvärdering (1992) s. 25

⁴⁷ Ibid

⁴⁸ ABL (1944:705)

4.2.2 1975 års ABL

I 1975 års lag⁴⁹ återfanns reglerna om lösenbeloppets storlek i 14 kap 31 första stycket där följande stod att läsa.

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

Ingen närmre anvisning gavs dock i lagen för hur lösenbeloppets storlek skulle fastställas. I och med denna lag introducerades vidare den så kallade särregeln. Den stora nyheten var härvidlag att det i lagtexten uttryckligen angavs hur lösenbeloppet skulle fastställas med hjälp av särregeln. I 14 kap 31 § tredje stycket stadgades således följande.

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

Vid sidan av införandet av särregeln innebar 1975 års lag i jämförelse med 1944 års lag inga materiella förändringar avseende val av värderingsobjekt vid tvångsinlösen av aktier.⁵⁰ I mer formellt hänseende kan dock noteras att man från lagtexten strök att lösenbeloppet skulle motsvara aktiernas ”verkliga värde”. Som skäl härför anfördes att stadgandet om ”verkligt värde” var intetsägande och att avgörandet i detta avseende istället skulle överlämnas till praxis och doktrin.⁵¹ Dock uttalades i propositionen att värderingen av aktier vid tvångsinlösen skulle ske utan hänsyn till dessa aktiers egenskap av minoritetsaktier.⁵² Anledningen till detta uttalande torde ha varit att minoritetsaktier normalt sett ansågs betinga ett lägre värde på grund av det lilla inflytande sådana aktier medförde och att detta förhållande inte skulle kunna

⁴⁹ ABL (1975:1385)

⁵⁰ Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 38

⁵¹ Hur doktrin och praxis valt att behandla frågan om vad som utgör verkligt ”värde” kommenteras under 4.3.

⁵² Prop. 1975:103 s. 533

läggas till grund för ett lägre lösenbelopp än tillbörligt.⁵³ Innebörden av detta uttalande har diskuterats inom doktrinen och bedömts i praxis.⁵⁴ Under 4.3 redogörs för praxis samt i viss mån doktrin på området.

4.2.3 2005 års ABL

I den nyligen ikraftträdde ABL från 2005⁵⁵ har lagstiftaren slutligen valt att ange hur minoritetsaktier enligt huvudregeln ska värderas vid tvångsinlösen. I 22 kap 2 § 2 st står således följande.

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

I fråga om noterade bolag ska således börskursen användas som värderingsobjekt. Förvisso medtogs inte heller i denna lag skrivningen från 1944 års ABL om att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarade aktiernas ”verkliga värde”. Dock grundar sig reglerna i 2005 års lag på Balken-målet⁵⁶ i vilket HD använder sig av uttrycket ”verkligt värde” såsom bestämmande faktor för lösenbeloppets storlek.⁵⁷ Man torde därför kunna sluta sig till att lagstiftaren med nuvarande reglering avsett att just det verkliga värdet ska ligga till grund för bestämmandet av lösenbeloppets storlek.

Vad gäller tillämpningen av särregeln vid fastställande av lösenbeloppet har inga principiella förändringar gjorts.

⁵³ Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier. En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996 (1996) s. 42

⁵⁴ Jfr Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier. En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996 (1996) s. 38 f. Svensson går här så långt som att påstå att 1975 års ABL ger stöd för att substansvärdet, den sk dotterbolagstolkningen, är det rätta värderingsobjektet. Denna uppfattning torde inte ha vunnit lagstiftarens gehör.

⁵⁵ ABL (2005:551)

⁵⁶ NJA 1996 s. 293

⁵⁷ Balken-målet kommenteras utförligare under 4.3.4.

4.3 Lösenbeloppet i praxis och doktrin

Då såväl 1944 som 1975 års ABL i stort sett varit tysta vad gäller regler för fastställande av lösenbeloppets storlek har av naturliga skäl utvecklingen av vägledande principer skett genom praxis. I de allra flesta fallen handlar det om skiljedomspraxis. Allra tyngst väger dock de fall som fått sitt avgörande fastställt av HD. Vid sidan av det mål i vilket denna undersökning tar sin utgångspunkt – det så kallade Balken-målet – finns ytterligare ett mål som brukar karaktäriseras som vägledande i fråga om fastställande av lösenbeloppets storlek; det sk Gimo-målet⁵⁸. I den fortsatta framställningen kommer således Gimo- och Balken-målen att redogöras för under separata rubriker medan skiljedomspraxis över överlappande tidsperioder kommenteras mer summariskt med stöd i tidigare utförda undersökningar på området. I förekommande fall kompletteras också med synpunkter hämtade från doktrinen.

4.3.1 Gimo-målet⁵⁹

Gimo var ett aktiebolag som inte bedrev någon aktiv verksamhet. Bolaget ägde däremot huvudsakligen fastigheter vilka utarrenderades till moderbolaget Korsnäs AB. Storleken på arrendet hade vidare beräknats så att Gimo via detta fick täckning för fastighetsskatt samt utgiftsräntor m m avseende de utarrenderade skogsfastigheterna.⁶⁰ Runt 1951 begärde majoritetsägaren Korsnäs AB tvångsinlösen av minoritetens aktier varvid rätten till sådant tvångsinlösen utan några kontroverser fastslogs. Storleken på själva lösenbeloppet kom å andra sidan parterna emellan att bli föremål för intensiv förhandling. Moderbolagets skiljeman fann å sin sida med stöd i *avkastningsvärdet* att Gimoaktien skulle värderas till 125 kr. Skiljenämnden i helhet värderade aktien till 465 kr grundat på *det högsta av avkastnings- och substansvärdet*. I första instans fann rådhusrätten att dessa båda metoder ledde till ungefär samma resultat och fastställde lösenbeloppet till 700 kr. I hovrätten refererade man till *det matematiska värdets metod* – detsamma som substansvärdesmetoden – och fastställde lösenbeloppet till 1900 kr. I HD, slutligen, godkändes hovrättens val av värderingsmetod. Beräkningen underkändes dock

⁵⁸ NJA 1957 s. 1. Se dock kritiken mot Gimo-målets prejudikatvärde i Dahlgren och Moberg, *Tvångsinlösen av aktier* s. 49.

⁵⁹ *Ibid*

⁶⁰ Flodhammar, *Företagsvärdering vid tvångsinlösen* (1980) s. 132 f

varvid lösenbeloppet bestämdes till 900 kr.⁶¹ HD uttalade också att "...de metoder som kan komma till användning vid värdering av aktier – då värderingen anses icke böra grundas på förekomna försäljningar – är det matematiska värdets...metod och förräntningsmetoden...". Två justitieråd var dock skiljaktiga. De fann att avkastningsvärdet skulle ligga till grund för värderingen och kom fram till att värdet på aktien kunde uppskattas till 465 respektive 600 kr.⁶²

En gemensam ståndpunkt i alla (be-)dömande instanser från skiljenämnden till HD var att värderingen av aktierna skulle ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier.⁶³ Denna ståndpunkt torde ha sin grund i departementschefens uttalande i förarbetena till 1975 års ABL.⁶⁴ Sammanfattningsvis konstaterade således HD att det är det högsta av substansvärdet (matematiska värdet) och avkastningsvärdet (förräntningsvärdet) skall läggas till grund aktiens marknadsvärde, det vill säga det verkliga värde som avgör lösenbeloppets storlek.

I och med Gimo-målets avgörande fick således innebörden av "verkligt värde" i 1944 års ABL en klarare innebörd under det att det var det högsta av substansvärdet och avkastningsvärdet som skulle läggas till grund för beräkandet av lösenbeloppet. Målets prejudikatvärde har, om än i mycket begränsad utsträckning, kritiserats inom doktrinen med hänvisning till de speciella omständigheter som förelåg i målet.⁶⁵

4.3.2 Skiljedomspraxis 1948-1977. Flodhammars undersökning.

Under perioden 1948-1977 avkunnades 168 skiljedomar avseende tvångsinlösen. Inklusivt det ovan presenterade Gimo-målet innefattar Flodhammars undersökning, efter urval och bortfall, 55 av dessa skiljedomar.⁶⁶ I undersökningen granskades skiljedomarna bland annat med avseende på val av värderingsmetod samt vilken betydelse "verkligt värde" givits.⁶⁷ Resultaten från undersökningen visar enligt Flodhammar att lösenbeloppets storlek genomgående har beräknats på grundval av

⁶¹ HD gjorde här avdrag för skogsvinstskatt samt utskiftningsskatt.

⁶² Svensson, Om tvångsinlösen av aktier (1999) s. 24 f

⁶³ Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier. En analys med utgångspunkt från Balkendomen den 8/5 1996 (1996) s. 42 f

⁶⁴ Se ovan under 4.2.2.

⁶⁵ Jfr Dahlgren och Moberg, Tvångsinlösen av aktier (1976) s. 49

⁶⁶ Se Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 130 ff

⁶⁷ Se Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 142 f

det högsta av likvidationsvärdet och avkastningsvärdet.⁶⁸ Detta värde har också enligt praxis varit att betrakta som det ”verkliga värdet”. Vidare framgår av denna praxis att aktiernas egenskap av minoritetsaktier inte skall beaktas vid värderingen.⁶⁹ Skiljedomspraxis för värdering av minoritetsaktier under perioden 1948-1977 överensstämmer således med de i Gimo-målet fastslagna principerna såtillvida att det är bolagets värde i sig som skall ligga till grund för värdering av aktierna.⁷⁰

4.3.3 Skiljedomar 1987-1990. Bergman och Hellners undersökning.

Under denna period avkunnades 103 skiljedomar. I Bergman och Hellners undersökning⁷¹ ingick efter urval och bortfall⁷² 89 av dessa skiljedomar. Den första slutsatsen som dras i denna undersökning är att tillämpningen av särregeln ökat kraftigt sedan dess införande genom 1975 års ABL. I övrigt fördelade sig tillämpningen av värderingsobjekt på följande sätt: Avkastningsvärdet 45 %⁷³, substansvärdet 33 %, likvidationsvärdet 6 % och börskursen 16 %.⁷⁴ Under perioden 1987-1990 visar således skiljedomspraxis att avkastningsvärdet är det mest tillämpade värderingsobjektet tätt följt av substansvärdet. Likvidationsvärdets betydelse har minskat jämfört med Flodhammars undersökning samtidigt som tillämpningen av börskursen som värderingsobjekt har ökat. Emellertid kan konstateras att principen om att det är bolagets värde i sig som skall ligga till grund för värdering av aktierna i hög grad fortfarande var aktuell 1990.⁷⁵

4.3.4 Balken-målet⁷⁶

Detta kända mål handlar om inlösen av aktier i bolaget Balken AB. Majoritetsägare och tillika inlösare var NH Nordiska Holding AB (NH)⁷⁷. Föremål för avgörande var

⁶⁸ Märkligt nog finns notering i Flodhammars undersökning om att substansvärdet har tillämpats. I Dahlgren och Mobergs undersökning vilken tidsmässigt överlappas av Flodhammars undersökning finns dock en notering om att substansvärdet har tillämpats i 20 % av fallen. Vad detta beror på är inte lätt att svara på. En tänkbar anledning kan vara Flodhammars urval och bortfall.

⁶⁹ Se Flodhammar, Företagsvärdering vid tvångsinlösen (1980) s. 165

⁷⁰ Jfr Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier. En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996 (1996) s. 25 f

⁷¹ Bergman och Hellner, Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier (1992)

⁷² Se Bergman och Hellner, Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier (1992) s. 15

⁷³ I 6 % av dessa fall tillämpades avkastningsvärdet i kombination med annat värderingsobjekt.

⁷⁴ Bergman och Hellner, Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier (1992) s. 77

⁷⁵ Jfr Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier. En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996 (1996) s. 25 f

⁷⁶ NJA 1996 s. 293

frågan om lösenbeloppets storlek, med andra ord vad som skulle ligga till grund för värderingen av minoritetsaktierna i Balken AB (Balken). NH yrkade i första hand att börskursen vid påkallandetidpunkten skulle läggas till grund för värderingen medan minoriteten i Balken yrkade att värderingen skulle ske på grundval av bolagets substansvärde vid påkallandetidpunkten. Mot bakgrund av praxis så som denna presenterats ovan torde således minoriteten ha haft goda skäl för sitt yrkande.

Efter att ha konstaterat att det är aktiens verkliga värde som skall ligga till grund för fastställandet av lösenbeloppet slår HD fast att med detta värde avses marknadsvärdet. För aktier som är noterade på börs eller föremål för liknande notering återges enligt HD marknadsvärdet av den aktuella noteringen. Vad HD avser med jämförlig notering illustreras till viss del av målet. Balken AB var nämligen inte börsnoterat utan bara noterat på Stockholms Börsinformations inofficiella lista.⁷⁸ Detta godtogs dock av HD såsom en notering indikerande marknadsvärdet. Den springande punkten är att HD i Balken-målet slår fast att minoritetsaktien skall värderas som en finansiell tillgång och inte som en andel av det bolag i vilket aktien är föremål för inlösen. I och med detta uttalande kan konstateras att HD genom sitt domslut bröt med den i Gimo-målet och efterföljande skiljedomspraxis fastlagda principen att det är bolagets värde i sig som skall ligga till grund för värderingen av minoritetsaktierna.

Det finns klara indikationer på att värderingsprinciperna från Balken-målet snabbt fick fäste i praxis.⁷⁹ Nyligen lagfästes också i 2005 års ABL de i Balken-målet fastslagna principerna. Frågan om vilken värderingsmetod som skall användas vid fastställandet av lösenbeloppet på aktier i noterade bolag har således fått sitt slutliga avgörande.

⁷⁷ Före detta Pronator AB.

⁷⁸ Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier. En analys med utgångspunkt från Balken- domen den 8/5 1996 (1996) s. 59

⁷⁹ Se Flodhammar, Balans nr 2 1997

5. Empiri

Här redogörs för resultaten från vår undersökning. Inledningsvis presenteras undersökningens upplägg samt hur de granskade skiljedomarna har bearbetats. I kapitlet redogörs också för de variabler som har använts samt hur dessa har beräknats. Viss kritik mot undersökning presenteras också.

5.1 Inledande anmärkningar

I vår undersökning ingår 118 skiljedomar fördelade över en trettonårsperiod.⁸⁰ Av dessa domar har med avseende på de två tillämpade variablerna 17 respektive 32 stycken domar utöver övriga bortfall uteslutits då de innehållit extremvärden.⁸¹ Undersökningens utgångspunkt är tillämpningen av de värderingsprinciper som fastslagits i Balken-domen och sedermera lagfästs. Härvidlag är det lämpligt att återigen redogöra för uppsatsens syfte. Detta är att

- fastställa om, samt i så fall i vilken omfattning de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen givit upphov till lägre lösenbelopp; samt
- undersöka om, samt i så fall i vilken omfattning, de ursprungliga offentliga buden som en följd av de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen satts lägre.

Som nämnt i metodkapitlet använder vi oss både kvantitativ och kvalitativ metod. Med syftet färskt i minnet ska nu i kommande avsnitt redogöras för hur vi använts oss av dessa både metoder samt de resultat som har erhållits. Det framgår av framställningen att tonvikten lagts vid den kvantitativa delen av undersökningen.

⁸⁰ Se angående urval och bortfall ovan under 2.3.4.1.

⁸¹ Se angående extremvärden nedan under 5.2.3.

5.2 Skiljedomar – kvantitativ undersökningsmodell

Modellens *undersökningsenheter* utgörs av de 118⁸² fallen av skiljedomar avseende tvångsinlösen som vi granskat. *Undersökningsvärdena* utgörs av storleken på de i skiljedomarna fastställda lösenbeloppen samt storleken på de ursprungliga (offentliga) buden. Under kommande rubriker nedan följer en utförligare redogörelse för undersökningens variabler; hur de har beräknats samt hur de behandlats och presenterats.

5.2.1 Undersökningsvariabler

Vår primära undersökningsvariabel utgörs av *förhållandet mellan storleken på det lösenbelopp som fastställts i skiljedomen och det verkliga värdet på de inlösta aktierna*. Detta förhållande beräknas som kvoten av lösenbeloppet per inlöst aktie samt varje sådan akties börskurs vid tiden för tvångsinlösandets påkallande, det vill säga:

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

Med hjälp av denna variabel försöker vi fastställa om samt i vilken omfattning de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen givit upphov till lägre lösenbelopp.

Vår andra undersökningsvariabel utgörs av *förhållandet mellan det ursprungliga (offentliga) erbjudandet och det verkliga värdet på de inlösta aktierna* och beräknas med samma logik som ovan såsom kvoten av det ursprungliga (offentliga) erbjudandet per inlöst aktie samt varje sådan akties börskurs vid tiden för tvångsinlösandets påkallande, det vill säga:

$$\frac{\text{ursprungligt(offentligt)erbjudande}}{\text{börskurs}}$$

⁸² Se angående extremvärden nedan under 5.2.3.

Denna undersökningsvariabel används för att fastställa om, samt i så fall vilken omfattning, de ursprungliga buden satts lägre samt om något samband i detta avseende finns med de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna. De erhållna kvoterna anges i undersökningen i procenttal.

Att det fastställda lösenbeloppet respektive det ursprungliga erbjudandet måste användas vid beräkandet av kvoterna enligt ovan torde vara självklart. Mindre självklart är dock användandet av börskursen som bestämmande faktor för aktiens verkliga värde. Mot bakgrund av de i det föregående kapitlet presenterade värderingsobjekten samt uppsatsens syfte skulle en rad andra värderingsobjekt kunna betraktas som minst lika adekvata och kanske till och med lämpligare. Man skulle t ex kunna hävda att förhållandet mellan lösenbeloppet respektive ursprungliga erbjudandet och substansvärdet fördelat på respektive inlöst aktie lika bra, eller kanske t o m bättre, illustrerat en eventuell trend avseende lösenbeloppets respektive det ursprungliga erbjudandets storlek. Vi har dock valt börskursen som bestämmande faktor för aktiens verkliga värde. Dels för att uppsatsens utgångspunkt är Balken-domen i vilken börskursen som värderingsobjekt har fastslagits, dels för att börskursen som värderingsprincip har lagfästs i nya ABL⁸³. En invändning härvidlag skulle dock kunna vara att man i tiden före Balken-domen använt sig av andra värderingsobjekt än börskursen och att användandet av börskursen vid framräkandet av våra undersökningsvariabler av denna anledning skulle ge ett missvisande resultat. Vår undersökning tar emellertid sikte på att försöka fastställa en trend över en längre period. Att då som underlag för framräkandet av en undersökningsvariabel använda sig av den i varje enskilt fall av tvångsinlösen tillämpade värderingsmetoden skulle inte bara vara tidsödande, det skulle dessutom ge upphov till ett inkonsekvent beräkningsunderlag. Ur ett framåtblickande perspektiv är börskursen också att föredra då den nyligen lagfästs som värderingsprincip och därför kan förväntas komma att gälla tills vidare. Att använda börskursen framstår således för oss som det mest adekvata, både ur praktisk och ur teoretisk synvinkel.

⁸³ 22 kap ABL (2005:551)

Vad gäller angivelser av börskurser ska påpekas att vi i varje fall av tvångsinlösen i undersökningen bara inkluderat en aktieserie när flera sådana funnits. Den aktieserie som varit av störst betydelse har då använts. Vi har vidare uteslutit andra avvikande aktieslag, t ex bonusaktier och dyl. För varje bolag har vi således angivit börskurs i ett homogent aktieslag. Här ska också påpekas avvikande aktieslag uteslutande varit av undantagskaraktär och i förekommande fall av obetydligt ekonomiskt intresse.

5.2.2 Extremvärden

För att erhålla rättvisande medelvärden har extremvärden uteslutits ur undersökningen. Genom att för variablerna ta fram minsta och största värde, medianvärde, första och tredje kvartilen samt kvartilavstånd kan dessa extremvärden beräknas.

Som ”låga” extremvärden betraktas de variabelvärden som ligger ett och ett halvt kvartilavstånd till vänster om det numeriska variabelvärde som ligger på första kvartilen (Q1). Som ”höga” extremvärden betraktas vidare de variabelvärden som ligger ett och ett halvt kvartilavstånd till höger om det numeriska variabelvärde som ligger på tredje kvartilen (Q3).⁸⁴ Kvartilavståndet är avståndet mellan Q1 och Q3. För variabeln ”lösenbelopp/börskurs” är det numeriska värdet för Q1 1,00 och för Q3 1,13. Kvartilavståndet blir således 0,13. För variabeln ”ursprungligt erbjudande/börskurs” är det numeriska värdet för Q1 1,00 och för Q3 1,01. Kvartilavståndet i detta fall blir således 0,03:

$$Q3 - Q1 \rightarrow 1,13 - 1,00 = 0,13 \text{ respektive } Q3 - Q1 \rightarrow 1,03 - 1,00 = 0,03$$

Genom att multiplicera kvartilavståndet med 1,5 erhålls sedan riktvärden för vilka värden som skall betraktas som extrema och uteslutas ur undersökningen. Detta riktvärde är i vårt fall 0,195 respektive 0,045, dvs:

$$\frac{Q3 - Q1}{1,5} \rightarrow \frac{1,13 - 1,00}{1,5} = 0,195 \text{ respektive } \frac{Q3 - Q1}{1,5} \rightarrow \frac{1,03 - 1,00}{1,5} = 0,045$$

⁸⁴ Körner och Wahlgren, Praktisk statistik (1996) s. 102 ff

För variabeln ”lösenbelopp/börskurs” blir ”låga” extremvärden således värden lägre än 0,85 och ”höga” extremvärden värden högre än 1,325. För variabeln ”ursprungligt erbjudande/börskurs” blir ”låga” extremvärden värden lägre än 0,955 och ”höga” extremvärden värden högre än 1,075:

$$Q1 - 0,195 \rightarrow 1,00 - 0,195 = 0,85 \text{ och } Q3 + 0,195 \rightarrow 1,13 + 0,195 = 1,325$$

respektive

$$Q1 - 0,045 \rightarrow 1,00 - 0,045 = 0,955 \text{ och } Q3 + 0,045 \rightarrow 1,03 + 0,045 = 1,075$$

Med denna metod har totalt sjutton fall av tvångsinlösen uteslutits ur undersökningen med avseende på variabeln ”lösenbelopp/börskurs”. Med avseende på variabeln ”ursprungligt erbjudande/börskurs” har 32 fall uteslutits. Nedan i diagram 1.a och 1.b visas varje värde som betraktas som extremt som en röd asterisk och medianen som en röd punkt. I undersökningen uttrycks de kvoter som undersökningsvariablerna utgörs av i procentform. I diagrammen nedan anges kvoterna i relativa tal.

Diagram 1.a. Extremvärden med avseende på lösenbelopp/börskurs vid påkallande av tvångsinlösen.

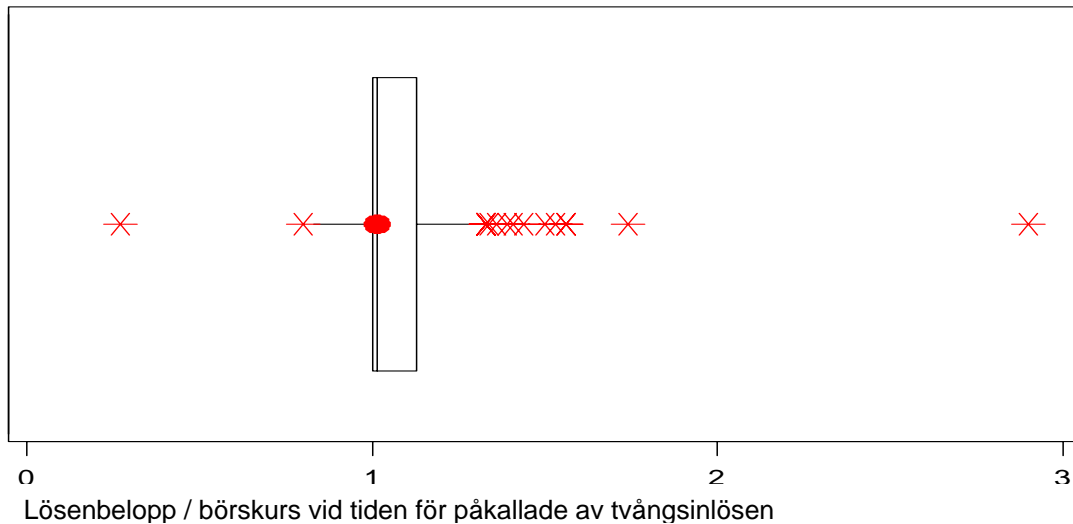
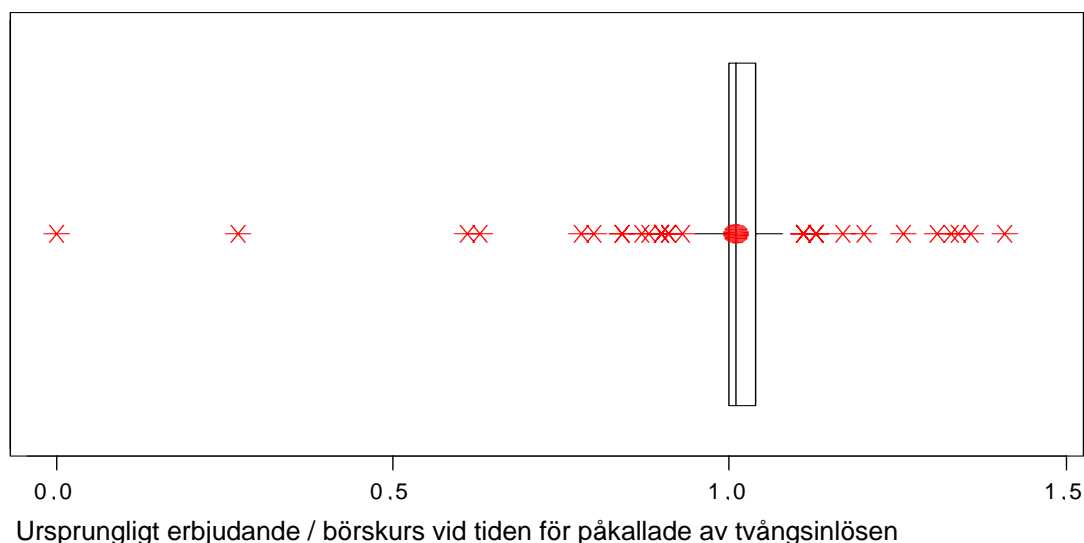


Diagram 1.b. Extremvärden med avseende på ursprungligt (offentligt) erbjudande/ börskurs vid påkallande av tvångsinlösen.



5.2.3 Medelvärden

Vårt statistiska material är i råform relativt omfattande. För att kunna beskriva materialet på ett adekvat sätt har således, efter extremvärdessorteringen, räknats fram ett aritmetiskt medelvärde för undersökningsvariablerna för varje kalenderår som ingår i undersökningen. På detta sätt har vi fått fram tretton värden för respektive variabel. Dessa värden har sedan lagts till grund för den vidare analysen.

5.2.4 Resultat från den kvantitativa undersökningsmodellen

I Tabell 1 på nästa sida presenteras variablerna som årliga medelvärden med extremvärdena bortsorterade. I kolumnen "Dom/börskurs" ser vi utvecklingen av det pris (lösenbeloppet) minoriteten fick för sina aktier i förhållande till börskursen vid påkallandedatum för perioden 1993-2005. Åren innan Balken (1996) ligger skiljedomsvillkoren på mellan 115-124% av börskursen, för att därefter sjunka till mellan 100-105%, bortsett från uppgången år 2000 då villkoren låg på 109%. Orsaken till uppgången under detta år kan man spekulera i; möjligtvis inverkade det rådande börsklimatet under IT- yran, eller så handlade det helt enkelt om speciella omständigheter för de berörda bolagen. Den sistnämnda förklaringen är den mest troliga eftersom de fall som drog upp värdet inte var IT-bolag. Istället var det bland annat SEB som efter förlikning med Trygg Hansa betalade ett lösenbelopp på 114% av börskursen, samt Candle Corporation som genom tillämpning av särregeln fick

betala det offentliga budet för Liljeholmen. Detta offentliga bud uppgick till 126% jämfört med börskursen vid påkallandetidpunkten för tvångsinlösen.

Trenden verkar ändå trots allt vara försämrade villkor för minoriteten vid tvångsinlösen sedan början av 90-talet. Som nämnt tidigare fastslog HD i Balkendomen att lösenbeloppet skulle fastställas med ledning av aktiens börskurs vid påkallandedatum. Detta verkar även ha tillämpats i skiljenämnderna, då vi efter 1996 kan se att vår variabel ligger närmare 100%; det vill säga att lösenbeloppet allt oftare bestämts efter börskursen.

Tabell 1. Undersökningsvariabler angivna som årliga medelvärden.

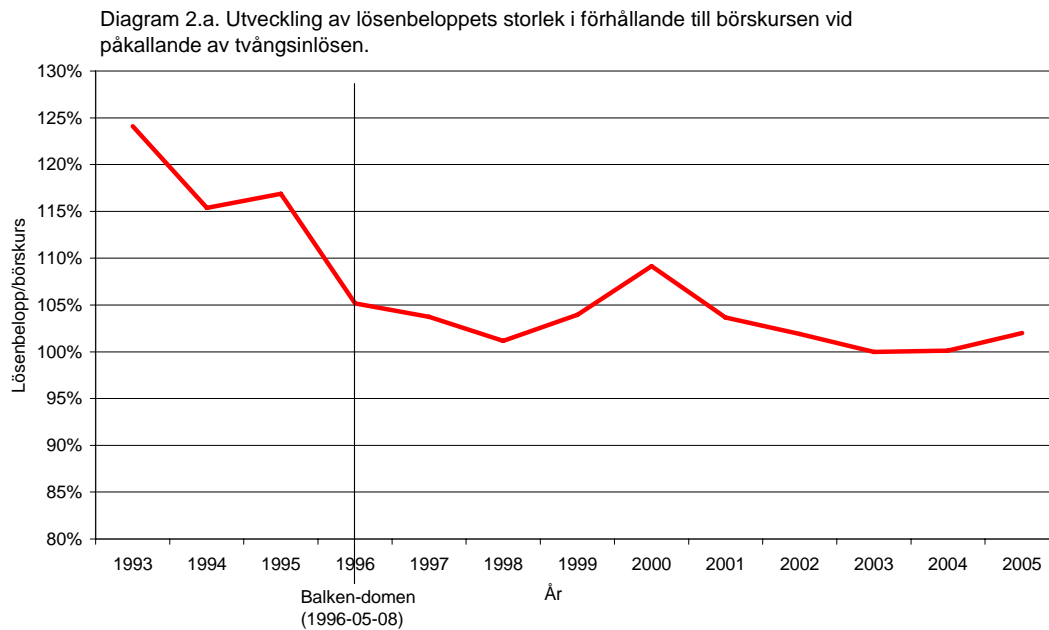
	Dom / börskurs	Ursprungligt villkor / börskurs
1993	124%	104%
1994	115%	100%
1995	117%	101%
1996	105%	102%
1997	104%	102%
1998	101%	100%
1999	104%	102%
2000	109%	103%
2001	104%	101%
2002	102%	100%
2003	100%	100%
2004	100%	104%
2005	102%	100%

(Grafisk återgivning av ovanstående tabell finns på nästa sida)

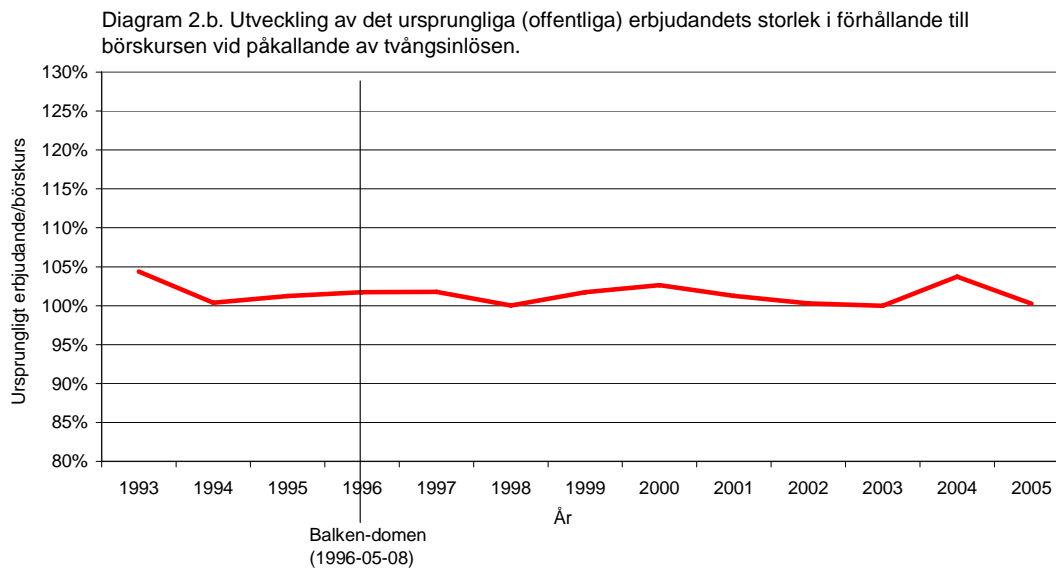
Om vi istället tittar på det ursprungliga budet i förhållande till börskursen kan vi notera att budet generellt ligger i nivå med, eller precis över börskursen. Vi kan emellertid inte urskilja någon direkt trend. Förhållandet verkar ligga på en relativt jämn nivå både före och efter Balkendomen.

Innan vi fick fram våra resultat hade vi ett antagande om att buden skulle ha lagts något högre innan Balkendomen då värderingsfrågan inte var lika klar. Det verkar dock inte som att Balkendomen har påverkat storleken på de offentliga buden som föregår tvångsinlösen. Å andra sidan faller det sig ganska naturligt att börskursen, både för och efter Balkendomen, anpassar sig till ett offentligt bud. Detta med tanke

på att det i annat fall hade varit möjligt att, innan påkallad tvångsinlösen, köpa aktierna billigt på börsen och därefter sälja till det högre offentliga budet.



I diagram 2.a ovan skildras (från tabell 1) de årliga medelvärdena av lösenbeloppet i förhållande till börskursen vid påkallandedatum. Som vi kan se verkar trenden vara att lösenbeloppen perioden före Balken har varit högre än efter.



I diagram 2.b ovan skildras (från tabell 1) de årliga medelvärdena av det ursprungliga erbjudandet i förhållande till börskursen vid påkallandedatum. Det finns till synes ingen påvisbar trend; det offentliga budet och börskursen ligger för hela undersökningsperioden nära varandra.

5.4 Intervjuer – kvalitativ undersökningsmodell

Nedan följer de frågor som ställdes under intervjuerna.

1. Med avseende på lösenbeloppets storlek, hur tycker du att minoritetens villkor vid tvångsinlösen har utvecklats sedan 90-talets början fram till idag?
2. Vad ser du för anledning(ar) till den utveckling som du beskriver?
3. Har du sedan 90-talets början uppmärksammat några trender avseende investeringar i minoritetsposter?
4. Hur anser du att de offentliga budens storlek sedan början av 90-talet har utvecklats i förhållande till börskursen vid påkallandetidpunkten?
5. Tycker du att börskursen är ett lämpligt värderingsobjekt? Motivera.

Efter önskemål från vissa av de intervjuade skiljemännen har vi valt att behandla de erhållna svaren anonymt. Under varje fråga presenteras nedan samtliga intervjuobjekts svar samfällt i ett allmänt resonemang.

5.4.1 Resultat från intervjuerna

Med avseende på lösenbeloppets storlek, hur tycker du att minoritetens villkor vid tvångsinlösen har utvecklats sedan 90-talets början fram till idag?

Merparten av intervjuobjekten tycker här sig kunna se en trend i form av försämrade villkor för minoriteten. Emellertid varierar den angivna graden av försämring mellan intervjuobjekten. Ett intervjuobjekt ”vågar inte dra slutsatsen” att det finns en generell trend gällande försämringen av minoritetens villkor men utesluter dock inte förekomsten av lägre lösenbelopp.

Vad ser du för anledning(ar) till den utveckling som du beskriver?

Här anser merparten av intervjuobjekten att det efter Balken-domen har blivit svårare för minoriteten att tillgodogöra sig ett eventuellt övervärde i det tvångsinlösta bolaget. Det för att värderingen, enligt Balken, ska ske enligt börskursen och inte enligt bolagets totala värde. Ett av intervjuobjekten är emellertid av en annan uppfattning och menar att detta inte nödvändigtvis beror på Balken-domen i sig. Istället hänvisar denne till den ökade tillämpningen av särregeln samt att denna regel generellt vunnit mer acceptans och därmed i mindre utsträckning

bestrids av minoriteten. Ett av intervjuobjekten påpekar att det i tiden före Balken-domen ”gjordes professionella värderingar av bolagen” medan lösenbeloppet nu för tiden fastställs av jurister utan särskild fackkunskap och att detta medför att prövning av börskursen som måttstock kanske inte alltid görs på ett adekvat sätt. Vidare framfördes synpunkter på att majoritetsägaren kan ”misshandla” börskursen, till exempel genom att hålla inne utdelningar, göra dåliga investeringsbeslut etc. När sedan börskursen som följd härav har sjunkit läggs ett ”skambud”. Intervjuobjektet säger också att det nu beskrivna förfarandet är en vanlig take over-strategi medelst tvångsinlösen.

Har du sedan 90-talets början uppmärksammat några trender avseende investeringar i minoritetsposter?

Med hänvisning till Balken-domen säger sig ett av intervjuobjekten kunna se en trend i form av minskade investeringar i minoritetsaktier sedan 90-talets början medan resterande intervjuobjekt inte säger sig kunna se någon särskild trend i detta avseende. Ett av intervjuobjekten menar dock att denna typ av investeringar ökat, dock inte som en följd av Balken-domen utan på grund av de förmånligare räntevillkoren i samband med förhandstillträde.

Hur anser du att de offentliga budens storlek sedan början av 90-talet har utvecklats i förhållande till börskursen vid påkallandetidpunkten?

Två intervjuobjekt lutar här åt att ingen särskild trend kan skönjas i detta avseende. Ytterligare två intervjuobjekt är osäkra men lutar mer åt att budpremien i de ursprungliga buden kan ha höjts något. Utan att explicit ange det gör ett intervjuobjekt uttalanden som indikerar en åsikt om försämrade ursprungliga bud. Generellt sett gav emellertid merparten av intervjuobjekten uttryck för åsikten att börskursen vanligtvis är anpassar sig efter det ursprungliga erbjudandet.

Tycker du att börskursen är ett lämpligt värderingsobjekt? Motivera.

Merparten av intervjuobjekten tycker att börskursen är ett lämpligt värderingsobjekt under förutsättning att den prövas och vid behov justeras. Vikten av marknadens effektivitet påtalas samtidigt som brister i denna effektivitet anförs som eventuella skäl för att frånga börskursen som värderingsobjekt. Ett av intervjuobjekten gör

tillägget att börskursen inte lämplig som värderingsmetod i de fall där det finns en majoritetsägare som genom olika manövrar påverkat börskursen innan det offentliga budet lagts. Ett femte intervjuobjekt säger att värdering av hela bolaget är att föredra framför värdering av minoritetsaktien i sig, dvs avkastningsvärde alternativt substansvärde framför börskurs.

5.4.2 Kommentar till resultaten från intervjuerna

Först och främst skall framhållas merparten av intervjuobjekten inte haft tillgång till någon samlad statistik avseende den tidsperiod vi frågat om. Frånvaro av sådant underlag påverkar givetvis svaren på frågorna, särskilt frågorna 1, 3 och 4. Detta till trots kan konsensus kring ett flertal synpunkter utläsas ur svaren på de fem frågorna.

Att det finns en trend i form av försämrade villkor för minoriteten är en sådan synpunkt där konsensus generellt verkar råda. En annan synpunkt kring vilken merparten av intervjuobjekten i princip verkar eniga är att denna trend till stor del låter sig förklaras av de i Balken- domen fastställda principerna för värdering av minoritetsaktier. Med en något mindre tydlig enighet anser ändå merparten av intervjuobjekten att börskursen är ett lämpligt värderingsobjekt vid fastställande av lösenbeloppet. Samtliga av de intervjuobjekt som representerade denna åsikt gjorde dock detta med vissa tydliga reservationer, till exempel att börskursen måste prövas som måttstock vilket ligger helt i linje med de uttalanden HD gjort i Balken-målet.

De två återstående frågorna gav de minst eniga svaren. På frågan huruvida någon trend avseende investeringar i minoritetsaktier kunde skönjas gavs skiftande och i flertalet fall osäkra svar. Samma sak gällde frågan om hur det offentliga budets storlek utvecklats i förhållande till börskursen. Med avseende på denna fråga fanns dock stöd för åsikten att börskursen i stor utsträckning anpassar sig efter det offentliga budet.

5.5 Kritik mot undersökningen

Den främsta kritiken som kan riktas mot undersökningen är att den innehåller relativt få skiljedomar från tiden innan Balken-domen. Emellertid är den trend vi kunnat utläsa från domarna innan Balken i jämförelse med domarna efter Balken mycket övertygande, detta även efter gallring av extremvärden. Av denna anledning anser vi att undersökningens reliabilitet svårligen kan ifrågasätta på denna grund.

Vidare används i undersökningen kvoten ”ursprungligt (offentligt) bud / börskursen vid tiden för påkallande av tvångsinlösen. I ett relativt sent skede i undersökningen framkom dock att det ursprungliga budet i väldigt hög grad påverkar börskursen. Av denna anledning hade det således som jämförelsepost varit bättre att använda börskursen vid tiden precis innan det offentliga budet lades.

6. Slutsatser

I detta kapitel analyseras de i det föregående kapitlet erhållna resultaten samt presenteras undersökningens slutsatser.

Uppsatsens huvudsyfte var att fastställa om, samt i så fall i vilken omfattning de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen givit upphov till lägre lösenbelopp.

Vid en granskning av de kvantitativa resultaten i föregående kapitel drar vi först och främst slutsatsen att lösenbeloppet jämfört med börskursen över tid generellt sett kommit att fastställas till lägre belopp. Från 90-talets början fram till 2005 har kvoten lösenbelopp / börskurs vid påkallandedatum minskat från ca 120 % till ca 100 %. Detta kan uttryckas på så sätt att den premie som minoriteten tidigare kunde påräkna vid ett tvångsinlösenförfarande successivt minskat. En sådan slutsats finner vi också stöd för i de resultat vi erhållit från vår kvalitativa undersökning. I svaren på våra intervjufrågor rådde bland intervjuobjekten stor enighet om att minoritetens villkor med avseende på lösenbeloppets storlek hade försämrats.

Vad sedan gäller sambandet mellan försämringen av minoritetens villkor och Balken-domen drar vi följande slutsatser. Åren före denna doms avkunnande låg kvoten lösenbelopp / börskurs vid påkallandedatum i genomsnitt på ca 120 %. Omedelbart efter Balken-domen vidtar en trend i form av lägre lösenbelopp i förhållande till börskurser vid påkallandedatum. Genom doktrin vet vi vidare att värderingsprinciperna från Balken-domen vann mer eller mindre omedelbar tillämpning.⁸⁵ Mot denna bakgrund samt vår kvantitativa undersökning gör vi således bedömningen att det finns ett samband mellan de i Balken-domen fastställda värderingsprinciperna och de generellt sett lägre fastställda lösenbeloppen som vår undersökning påvisar. Också denna slutsats stöds av vår kvalitativa undersökning.

⁸⁵ Jfr Flodhammar, Gunnar. Balans nr 2 1997

Intervjuobjekten ansåg där med stor enighet att det efter Balken-domen blivit svårare för minoriteten att tillgodogöra sig ett eventuellt övervärde i det bolag vari aktier varit föremål för tvångsinlösen. Med den terminologi som använts i föregående stycke kan detta uttryckas som att den premie som minoriteten tidigare kunde påräkna vid ett tvångsinlösenförfarande har minskat.

Vad gäller omfattningen av minoritetens försämrade villkor hänvisas till presentationen av resultaten från undersökningen i avsnitt 5.2.4.⁸⁶

Ytterligare ett syfte med uppsatsen var att undersöka om, samt i så fall i vilken omfattning de ursprungliga offentliga buden som en följd av de i Balken-målet fastslagna värderingsprinciperna vid tvångsinlösen satts lägre.

Resultaten av vår kvantitativa undersökning stödjer inte tesen att de ursprungliga buden i förhållande till börskurs vid påkallandedatum har satts lägre. Undersökning visar inte heller på något samband mellan de i Balken-domen fastslagna värderingsprinciperna och storleken på de ursprungliga buden. Däremot kan undersökningen fastställa att det ursprungliga budet och börskursen vid påkallandedatumet för tvångsinlösen oftast ligger nära varandra. Av detta kan två till varandra motstående slutsatser dras. 1. Att börskursen tenderar att anpassa sig till det ursprungliga budet eller 2. att det ursprungliga budet anpassas efter börskursen. I vår kvalitativa undersökning erhöll vi resultat i linje med tolkningsalternativ 1. Mot denna bakgrund framstår det som att detta tolkningsalternativ är det riktiga.

Som en parentes kan ytterligare ett konstaterande göras i detta avseende; att det offentliga budet som kontrollvärde åt börskursen inte är av nämnvärt intresse eftersom börskursen snarare är en funktion av det offentliga budet.⁸⁷ Konstaterandet är särskilt tänkvärt i anslutning till ett uttalande av HD i Balken-målet. HD fastställer i detta uttalande att när börskursen används som värderingsobjekt måste denna prövas och då enligt HD förslagsvis bland annat mot det ursprungliga

⁸⁶ Se härvidlag särskilt tabell 1 samt diagram 1 a och b.

⁸⁷ Svensson, Värderingsfrågor vid tvångsinlösen av aktier: En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996 (1996) s. 52

offentliga budet.⁸⁸ Vad HD föreslår är således att börskursen ska prövas mot ett värde som den redan i första hand är en funktion av! Resonemanget framstår knappast som rimligt.

Med uppsatsens syften i minnet kan undersökningens slutsatser således sammanfattas på följande sätt:

- De i Balken-domen fastslagna värderingsprinciperna har inneburit en försämring av villkoren för minoriteten. Detta i form av en trend innebärande generellt sett lägre fastställda lösenbelopp.
- Vår undersökning tyder inte på något samband mellan de i Balken-domen fastslagna värderingsprinciperna för fastställande av lösenbelopp och storleken på de ursprungliga buden.

⁸⁸ NJA 1996 s.293 (se HD:s domskäl i separat utdrag s. 11)

7. Förslag till vidare forskning

Här presenteras förslag till vidare forskning som har dykt upp under arbetets gång.

Under arbetets gång framkom att det förekommer att majoritetsägare medvetet misshandlar börskursen innan det offentliga budet läggs. Detta som ett led i att försöka driva igenom ett så lågt bud som möjligt. Av intresse vore att studera denna strategi och utröna hur vanligt förekommande den är. Om det skulle visa sig att denna strategi används frekvent hade det även varit av intresse att ytterligare utreda hur lämplig börskursen är som värderingsobjekt.

Litteratur- och källförteckning

Litteratur

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

Dahlgren, Elisabeth och Moberg, Krister. (1976), Tvångsinlösen av aktier. Lund: Juridiska föreningen i Lund.

Flodhammar, Gunnar. (1980), Företagsvärdering vid tvångsinlösen. Lund: P. A. Nordstedts & Söners förlag.

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

Körner, Svante och Wahlgren, Lars. (1996), Praktisk statistik. Lund: Svante Körner och Studentlittertur.

Löfgren, Sigurd och Gometz, Ulf. (1991), Företagsvärdering. Stockholm: Ernst & Young.

Skog, Rolf (red). (2003), Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen? Stockholm: Författarna och Stockholm Centre for Commercial Law.

Svensson, Lennart. (1996), Värderingsfrågor vid tvångsinlösen aktier. En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996. Stockholm: Svensson, Eriksson Tjus Revisionsbyrå AB.

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

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

Tidsskriftsartiklar

Flodhammar, Vänta på tvångsinlösen är inte alltid lönsamt. Aktiespararen 2/87 s. 66-67

Flodhammar, Gunnar. Balans nr 2 1997

Segersfors, Nils-Erik Segersfors. Lönsamt invänta tvångsinlösen: Svea-akties pris ökade 55 kr. Aktiespararen 11/86, 25-26

Offentligt tryck

Prop. 1975:103

Prop. 2004/05:85

SOU 1941:9 s. 692.

Nytt juridiskt arkiv avd I

NJA 1957 s. 1

NJA 1996 s. 293

Intervjuer

Per-Ivar Svensson, advokat vid Delphi & Co, telefonintervju

Magnus Nedström, advokat vid Sigeman & Co, telefonintervju

Lars Milberg, jur kand., telefonintervju

Magnus Ramberg, advokat vid Lindahl, telefonintervju.

Stefan Kamlin, advokat vid DLA Nordic, telefonintervju

Skiljedomar

Se appendix 1.a och 1.b

Appendix

1.a Urval skiljedomar; pres. av ursprungligt bud och skiljedomsvillkor

Bolag varaktigt är föremål för inlösen	Inlösnare (majoritetsägare)	Tvångs-inlösen begärt per	Skiljedomsdatum	Ursprungligt bud	Skiljedomsvillkor (lösenbelopp)	Tillämpad regel: hurudregel: hr särregel: sr analogiskt: ara förklaring: f
Inter Innovation	De L Rue	1992-01-27	1993-05-17	A=300 kr B=233 kr	B=273 kr rta fr	f
Fundia	Fundia Intressenter	1991-12-01	1993-09-30	35,50 kr	45,18 kr	hr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03		170 kr rta fr	sra
Grauten Oil	HCI	1993-05-11	1994-09-27	5 Grauten ger 2 HCI 200 TO ger 1 HCI	4,35 rta fr 5/5 -93 (disk+6%)	f
Edata	Storage Technology Sweden	1993-07-02	1994-10-04	A=182 kr B=170 kr	230 kr rta fr 2/7 -93 (disk+6%)	f
Roslags Energi	Granninge	1992-04-29	1994-11-09	450 kr	520 kr rta fr 29/4 -92	f
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	200 kr	259 kr rta fr 28/6 -95	f
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	21 kr	21 kr rta fr 1/9 -92	sr
Bastionen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	17 Bastionen Syd ger 4B Klövern, 1 konv ger 1 konv B	2,10 rta fr 2/5 -94	f
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	57 Nobel ger 2 Akzo eller 26,50 kr	31 kr rta fr 1/3 -94	hr
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	120 kr konv 89/94 175 kr + rta	120 kr rta fr 17/6 -93	sr
BCP	Volvo	1994-07-08	1996-04-21	6 BCP ger 1 Volvo	122,37 kr rta fr 8/7 -94	hr
Balken	Nordiska Holding fd Pronator	1986-06-10	1996-05-08	Avser offentligt erbjudande per okt 1985	30 kr rta fr 10/6 -86	hr
Owell	WM-Data	1995-08-07	1996-05-29	25 Owell ger 21 WM-Data alt 2 Owell ger 1 WM-Data plus 112 kr	221,51 kr rta fr 7/8 -95	f
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	42 kr	53 kr	f
Gorthon Invest	Cardo	1993-07-02	1996-06-20	3 Gorthon ger 1 Cardo	104,40 kr rta fr 5/7 -93	hr
Enator	Celsius	1995-12-27	1996-06-30	55 kr	84 kr rta 10/12 -96 10%	f
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	73 kr	73 kr rta fr 19/7 -95	f
Providentia	Investor	1992-02-07	1996-07-14	5 Providentia ger 4 Investor	156 kr rta fr 1/2 -96	f
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	7 Frigoscandia ger 1 ASG+135 kr	38,24 rta fr 21/10 -95	hr
Gnosjögruppen	Hidef Kapital	1995-02-16	1996-09-05	1 Gnosjö ger 3 Hidef alt 85 kr	87 kr rta fr 16/2 -95	sr
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	24,50 kr	24,50 kr + 12	f
Almedahl-Fagerhult	Latur	1993-03-30	1996-09-13	3 Almedahl A ger 4 Latur A, 1 Almedahl B ger 1 Latur B	A=135 kr B=100 kr rta fr 30/3 -93	hr
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	10 Export-Invest ger 9 Investor alt 178 kr	178 kr rta fr 1/6 -94	f
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	380 kr	420 kr rta fr 26/9 -94	f
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	300 kr - 7,75 kr (utdelning under 1990). Förlagsbevis gav 334 kr (n	294,80 kr rta fr 27/6 -91+21,60 kr	hr
Swegon	Latur	1995-06-13	1996-10-24		44kr rta fr 13/6 -95	sra
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	A=250 kr B=225 kr	250 kr rta fr 29/1 -96	f
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	87 kr	87 kr rta fr 7/2 -95	hr
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	232,69 rta fr 26/1 -96	232,69 rta fr 26/1 -96	f
Hilab	M 2 fd Exab i Burlöv	1996-03-12	1997-03-18	28 kr alt 8 Hilab ger 3 Exab	39 kr rta fr 27/2 -96	f
Abu Garcia	Outdoor Technologies Group Sw	1995-07-21	1997-03-26	18 kr	18 kr rta fr 21/7 -95	sr
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	42 kr	43,50 kr rta fr 28/6 -95	sr
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	45,20 kr + 1,5 kr (utdelning)	46,70 kr rta fr 28/6 -95	sr
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	46,25 kr + 1,75 kr (utdelning)	48 kr rta fr 28/6 -95	sr
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	265 kr	272 kr rta fr 10/1 -96	f
Synectics Medical	MDTRNC int Technologies	1996-09-19	1997-05-16		291 kr rta fr 12/6 -96	f
Swedspan Industrier	IKEA Invest	1996-08-30	1997-09-26		89,50 rta fr 26/8 -96 diskonto + 4%	f
Swentens AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	53,50+21,50 förlagsbevis 15,3%		hr
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01		162,50 kr rta 8kr	f
Bergaliden	Riksbyggen	1994-10-04	1997-10-14	27 kr	40 kr rta fr 4/10 -94	hr
Stancia	Prifast	1995-12-28	1997-10-31		30kr+ränta	hr
CynCrona AB	OEM International	1997-04-21	1997-12-19	1 CynCrona ger 1 OEM	135,60 kr+rta fr 3/4 -95 disk. +2%	hr
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	50,5 + 0,75 utdelning	50,50 kr + rta	f
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	A 82,50 kr bonus 116 kr	82,50 kr för varje A och B rta fr 27/9 -96 116 kr per	sr
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	155 kr	155 kr + rta fr 23/12 -96	f
Horda	Trelleborg	1997-02-06	1998-03-18	A=69 kr B=62,50 kr	62,50 kr rta fr 3/2 -97	sr
SIAB	NCC	1997-07-01	1998-04-02	7 Siab A ger 4 NCC A alt B	54 kr rta fr 11/6 -97	f
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	2 Rörvik-gruppen ger 1 Rörvik Timber och 1 R-vik Industrigrupp	27,24 kr rta fr	f
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	6,85 kr	6,85 kr +rta	f
Arjo	Getinge Ind AB	1995-12-05	1998-06-25	3 Arjo ger 1 Getinge + 24 kr	99,27 kr rta fr 2/12 -95	f
Gotic	Vasakronan	1997-01-19	1998-10-05	A=19,75 kr B=19 kr	A 19,75 B19	sr
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	190 kr alt 1 pref i Handelsbanken Hypotek	190 kr rta fr 24/2 -97 diskonto +2	sr
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	155 kr	155 kr	sr
SwePart	Hexagon	1996-12-20	1998-12-23	7 SwePart ger 1 Hexagon plus 172kr	45,97 kr + rta fr 20/12 -96	hr
YBBgruppen	Sweco fd FFNS	1997-05-30	1999-01-01	2 YBB ger 1 FFNS	rta	sr
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	173 kr	200 kr per aktie + rta	hr
Korsnäs	Tourelle Förv. AB	1994-01-03	1999-03-25	10 A eller B ger 3 A och 9 B alt 1 ger 1 konv. nom. 110 kr.	95 kr + rta 32	sr
Nordström & Thulin	Argonaut	1998-02-18	1999-09-21	17 kr / aktie	17 kr + rta	sr
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	A=80 kr, B=75 kr	75 kr per aktie	f
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	1 Caravan B ger 100 kr	100 kr för B + rta fr. 10/2 6%	sr
Klövern Fastigheter AB	Wihlborgs	1998-01-22	1999-11-17	26,8	26,8 + rta	sr
VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27		68 kr + rta	hr
Hufvudstaden International	Diligentia	1997-10-29	2000-02-29	8,5	8,50 rta	sr
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13		Stora Kopparbergs B ger 95 kr + rta	f
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	112 kr per aktie	112 kr +rta	f
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	För två SIFAB gavs 1 Tornet + 2 kr	62,68 kr + rta	sra
United Tankers AB	Broström Shipping AB	1998-02-27	2000-04-17		60 kr + rta	hr
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27		265 kr +rta	f
Liljeholmens	Candle corporation	1999-08-01	2000-10-06	19 A = 19 kr, B = 15:50 kr	19 kr för A, 15,50 kr för B +rta	sr
Scancem Aktiebolag	Newcem Holding AB	1999-11-02	2000-11-24	397,30 kr för A, 378,15 kr för B	397,30 kr för A, 378,15 kr för B +rta	f
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	75 kr - 2 kr (utdelning 1998)	73 kr +rta	sr
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	10 JP gav 9 Matteus	39,59 + rta	hr
PLM	Rexam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	118 kr	95 kr + rta	hr

Tvångslösen av minoritetsaktier – en studie av minoritetens villkor

Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	1 Celsius B ger 179kr	179 kr + rta	sr
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	325 kr	325 kr + rta	f
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	1 Eldon B ger 180 kr	180 kr + rta	f
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	1 Asticus ger 117 kr	117 kr + rta	sr
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	1 Provobis B ger 31 kr eller 10 Provobis B ger 3 nyemitterade Scar	31 kr + rta	sr
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	160 kr	160 kr + rta	sr
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	43,50 kr	43,50 kr + rta	f
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	141 kr	141 kr	sr
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	1 BPA A ger 30:50 kr 1 BPA B ger 28 kr	30,5 för a, 28 kr för b, + rta	sr
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	140 kr	136,50 kr + rta	hr
ICB	Filago Handels AB/Frontline	2000-01-05	2001-12-06	112,58 för A 72,58 för B	112,58 för A, 72,58 för B + rta	f
Enator	TietoEnator Oyj	1999-10-05	2001-12-21	1 Enator ger 0,725 TietoEnator	240 kr	f
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	1 FB Industri Holding ger 30 kr	30 kr + rta	f
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	1 Norrporten ger 140 kr	140	sr
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	147 kr, samt utdelning av Studsvik	147 kr + rta	sr
Entra AB	TietoEnator Abp	2000-09-14	2002-03-18	7 Entra ger 6 TietoEnator	237,72 + rta	hr
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	1 Lindab B ger 144 SEK	144 kr + rta	f
Arete	TurnIT	2000-12-14	2002-05-16	100 Arete ger 85 TurnIT	113,30 + rta	sr
Diös AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	78 kr	78 + rta	sr
BT Industries AB	Toyoda International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	275 kronor	270,75 + rta disk+3	f
Perstorp	Sydsvenska Kemi	2001-07-11	2002-06-25	Förlagsbevis Sydsv Kemi nom 16,50 kr + utdeln 23,60 kr i form av	A 98,50 + rta och B 87,50 + rta	sr
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	1 Kalmar gav 126 kronor	126 + rta	hr
Bulten	Finnveden	2001-01-29	2002-07-19	1 Bulten ger 45 kr	47 + rta	f
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10		185 kr + rta	sr
Piren AB	Rodamco Nortern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	1 Piren ger 69,60 kr		sr
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	42 kr	42 kr + rta	sr
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	199 kr	199 kr + rta	sr
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	46 kr	46 kr + rta	sr
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	1 Lundin B ger 36,50 SEK	36,50 + rta	sr
Ahus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18		rta fr o m 2002-09-04	sr
Stena Line AB	Stena AB	2001-02-15	2003-07-02		12 kr + rta	hr
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19	1 diligentia ger 90 kr	90 + ränta	sr
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	1 Diffchamb ger 42 kr	42 kr + ränta	sr
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29		260,89 + ränta	sr
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	22 kr	22 kr + ränta	sr
Segerström & Svensson AB	Sanmina Corp	2001-03-20	2004-08-17		189,62 kr + ränta	f
Scandiaconsult AB	Ramböll Hanneman & Højlund	2003-04-01	2004-12-22	47 kr - 5 kr (utdelning)	47 kr + ränta - erhållen utdelning	sr
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	14 per aktie	14 kr + ränta	sr
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	1 Sorb ger 45 kr	45 kr + ränta	f
Allgon	LGP Telecom Holding	2003-05-01	2005-04-06	1 Allgon B gav 0,7 LGP, 1 Allgon A gav 0,77 LGP	15,57 kr + ränta	hr
Proact IT Sweden AB (fd. Dimensio	ProAct IT Group AB	2004-02-13	2005-06-09	1 Dimension ger 2,90 kr alt.1 aktie i mB för varje 8 aktier i Dimensio	3,08 kr + ränta	sr
RKS AB	Sigma AB	2004-10-06	2005-07-06	1 RKS A ger 1,15 Sigma A/B och 1 RKS B ger 1,05		f
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02		108 kr + ränta	sr
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	1 Frango A/B gav 85,50 kr	85,50 kr + ränta	sr

1.b Urval skiljedomar; pres. av god man och personer i skiljenämnd

Bolag var aktier är föremål för inlösen	Inlösa (majoritetsägare)	Tvångs- inlösen begärt per	Skiljedomsdatum	God man	Majoritetens	Minoritetens	Ördförande
Inter Innovation	De L Rue	1992-01-27	1993-05-17	Peter Haglund	Hans Carlsten	Lennart Svensson	Göran Ramberg
Fundia	Fundia Intressenter	1991-12-01	1993-09-30	Stefan Kamlin	Bertil Henriques	Nils Erik Segerfors	Lars Rahmn
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	Jan Lombach	Gunnar Widhagen	Magnus Blomström	Jan Ljungar
Grauten Oil	HCI	1993-05-11	1994-09-27	Jan Lombach	Ulf Gometz	Gunnar Flodhammar	Lars Rahmn
Edata	Storage Technology Sweden	1993-07-02	1994-10-04	Jan Lombach	Gunnar Widhagen	Lennart Svensson	Göran Ramberg
Roslags Energi	Graninge	1992-04-29	1994-11-09	Jan Lombach	Mats Hilding	Magnus Blomström	Gottard Calissendorf
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	Göran Ramberg	Bertil Henriques	Lennart Svensson	Jan Ljungar
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	Göran Sandén	Johan Lind	Carl Hemström	Jan Ljungar
Bastionen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	Rolf Christman	Sigvard Heurlin	Göran Ramberg	Jan Ljungar
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	Lars Milberg	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Gunnar Flodhammar
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	Jan Lombach	K-E Danielsson	Lennart Svensson	Johan Lind
BCP	Volvo	1994-07-08	1996-04-21	Stefan Sandén	Gunnar Widhagen	Göran Ramberg	Anders Knutsson
Balken	Nordiska Holding fd Pronator	1986-06-10	1996-05-08	Nils E Segerfors	Per Bergman	Lars Hjerner	Bengt Grönquist
Owell	WM-Data	1995-08-07	1996-05-29	Jan Lombach	Bertil Henriques	G Blomberg	Jan Ljungar
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	Peter Haglund	Sigvard Heurlin	Gunnar Widhagen	Jan Ljungar
Gorthon Invest	Cardo	1993-07-02	1996-06-20	Lars Milberg	Lars Laurin	Lennart Svensson	Magnus Pfannenstill
Enator	Celsius	1995-12-27	1996-06-30	Peter Haglund	Jan Ljungar	Ingvar Gullnäs	Johan Lind
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	Peter Haglund	Ellisabet Fura-Sandström	Lennart Svensson	Johan Munck
Providentia	Investor	1992-02-07	1996-07-14	Stefan Sandén	Jan Ljungar	Gunnar Flodhammar	Allan Lindén
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	Göran Ramberg	Jan Ljungar	Jan Ljungar	Johan Lind
Gnosjögruppen	Hidef Kapital	1995-02-16	1996-09-05	Peter Haglund	Lars B Olander	Ulf Egenäs	Lars Rahmn
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	Axel Weibull	Jan Sandström	Lars Rahmn	Peter Hedberg
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	Stefan Kamlin	Bertil Henriques	Göran Ramberg	Johan Lind
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	Peter Haglund	Sigvard Heurlin	Gunnar Flodhammar	Magnus Pfannenstill
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	Allan Lindén	Lars Östman	Gunnar Flodhammar	Jan Ljungar
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	Nils E Segerfors	Jan Ljungar	Lars Hjerner	Göran Ramberg
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	Christer Hansson	Bertil Henriques	Lennart Svensson	Jan Ljungar
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	ingen	ingen	ingen	Jan Ljungar
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	Stefan Kamlin	Pontus Kågerman	Jan Ljungar	Johan Lind
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	Göran Ramberg	Jan Ljungar	Gunnar Widhagen	Johan Lind
Hilab	M 2 fd Exab i Burlöv	1996-03-12	1997-03-18	Rolf Christman	Bengt Andersson	Göran Ramberg	Magnus Pfannenstill
Abu Garcia	Outdoor Technologies Group Sweden	1995-07-21	1997-03-26	Jan Lombach	Karl-Erik Danielsson	Erik Nerep	Jan Ljungar
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	Lars Milberg	Ingvar Boman	Göran Ramberg	Jan Ljungar
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	Lars Milberg	Ingvar Boman	Göran Ramberg	Jan Ljungar
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	Lars Milberg	Ingvar Boman	Göran Ramberg	Jan Ljungar
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	Lars Milberg	Gunnar Widhagen	Lennart Svensson	Jan Ljungar
Synectics Medical	MDTRNC int Technologies	1996-09-19	1997-05-16	Lars Milberg	Eva Hägg	Erik Nerep	Leif Thorsson
Swedspan Industrier	IKEA Invest	1996-08-30	1997-09-26	Peter Haglund	Lars Rahmn	Erik Nerep	Jan Ljungar
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	Göran Ramberg	Gunnar Widhagen	Stefan Sandén	Lars Rahmn
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	Peter Haglund	Lars-Ola Andersson	Stefan Sandén	Göran Ramberg
Bergaliden	Riksbbyggen	1994-10-04	1997-10-14	Peter Haglund	Stefan Lindskog	Lennart Svensson	Göran Ramberg
Stancia	PriFast	1995-12-28	1997-10-31	Jan Lombach	Karl-Erik Danielsson	Lennart Svensson	Johan Munck
CynCrona AB	OEM International	1997-04-21	1997-12-19	Lars Milberg	Gunnar Widhagen	Lennart Svensson	Jan Ljungar
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	Björn Edgren	Millert Carlsson	Ingemar Bernhult	Leif Thorsson
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	Jörgen Hoolmé	Jan Ljungar	Lennart Svensson	Ingvar Gullnäs
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	Lars Milberg	Ingvar Gullnäs	Gunnar Flodhammar	Göran Ramberg
Horda	Trelleborg	1997-02-06	1998-03-18	Jörgen Hoolmé	Jan Ljungar	Erik Nerep	Johan Lind
SIAB	NCC	1997-07-01	1998-04-02	Lars Milberg	Jan Ljungar	Lars Nycander	Johan Munck
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	Magnus Ramberg	Lars Rahmn	Stefan Sandén	Jan Ljungar
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	Anders Wallander	Otto Rydbeck	Bertil Oppenheimer	Leif Thorsson
Arjo	Getinge Ind AB	1995-12-05	1998-06-25	Stefan Kamlin	Gunnar Widhagen	Lennart Svensson	Göran Ramberg
Gotic	Vasakronan	1997-01-19	1998-10-05	Magnus Nedström	Jan Ljungar	Lennart Svensson	Lars Welamson
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	Stefan Sandén	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Jan Heurman
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	Lars Milberg	Ingvar Gullnäs	Lennart Svensson	Jan Ljungar
SwePart	Hexagon	1996-12-20	1998-12-23	Lars Milberg	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Leif Thorsson
VBBgruppen	Sweco fd FFNS	1997-05-30	1999-01-01	Stefan Kamlin	Karl-Erik Danielsson	Göran Ramberg	Jan Ljungar
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	Stefan Sandén	Cheddi Liljeström	Lennart Svensson	Rolf Nöteberg
Korsnäs	Tourelle Förv. AB	1994-01-03	1999-03-25	Stefan Kamlin	Göran Tidström	Johan Munch	Johan Lind
Nordström & Thulin	Argonaut	1998-02-18	1999-09-21	Jan Lombach	Hans-Gunnar Solerud	Stefan Sandén	Göran Ramberg
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	Marianne Ueesson	Jan Ljungar	Lennart Svensson	Lars Welamson
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	Torbjörn Sköld	Leif Thorsson	Claes Beyer	Karl-Erik Danielsson
Klövern Fastigheter AB	Wihlborgs	1998-01-22	1999-11-17	Lars Milberg	Claes Englund	Lars Nycander	Göran Ramberg
VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	Lars Milberg	Gunnar Nord	Göran Ramberg	Hans-Gunnar Solerud
Hufvudstaden International	Diligentia	1997-10-29	2000-02-29	Stefan Sandén	Ingemar Bernhult	Gunnar Blomberg	Leif Thorsson
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	Stefan Kamlin	Bo Svensson	Johan Munch	Hans-Gunnar Solerud
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	Peter Haglund	Johan Gernandt	Stefan Kamlin	Johan Munck
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	Lars Milberg	Maths Heuman	Göran Ramberg	Anders Knutsson
United Tankers AB	Broström Shipping AB	1998-02-27	2000-04-17	Stefan Kamlin	Jon Mannheimer	Lennart Svensson	Allan Lindén
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	Stefan Kamlin	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Johan Munck
Liljeholms	Candle corporation	1999-08-01	2000-10-06	Lars Persson	Svante Johansson	Per-Gunnar Simonsson	Johan Munck
Scancem Aktiebolag	Newcem Holding AB	1999-11-02	2000-11-24	Magnus Nedström	Claes Peyron	Magnus Ramberg	Jan Heuman
PriFast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	Lars Milberg	Karl-Erik Danielsson	Christina Hultmark	Jan Ljungar
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	Lars Söderqvist	Rolf Skog	Peter Clemedtsson	EJ klart
PLM	ReXam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	Magnus Nedström	Peter Traung	Per-Ivar Svensson	Johan Munck

Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en studie av minoritetens villkor

Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	Stefan Kamlin	Jan Ljungar	Peter Haglund	Jan Heuman
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	Magnus Ramberg	Jan Lombach	Lennart Svensson	Lars Welamson
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	Magnus Ramberg	Peter Traung	Stefan Kamlin	Johan Munck
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	Peter Haglund	Gunnar Widhagen	Lennart Svensson	Jan Heuman
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	Per Fridén	Lars Göthlin	Jan-Erik Lund	Jan Ljungar
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	Peter Haglund	Gunnar Nord	Stefan Kamlin	Jan Heuman
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	Stefan Kamlin	Jan Heuman	Jan Lombach	Jan Ljungar
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	Jesper Grünbaum	Olof Waern	Ake J. Fors	Jan Heuman
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	Peter Haglund	Jan Ljungar	Lars Milberg	Johan Munck
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	Björn Schultz	Jan Ljungar	Johan Gernandt	Johan Munck
ICB	Filago Handels AB/Frontline	2000-01-05	2001-12-06	Stefan Sandén	Robert Ohlsson	Leif Carbell	Karl-Erik Danielsson
Enator	TietoEnator Oyi	1999-10-05	2001-12-21	Peter Haglund	Hans-Gunnar Solerud	Lennart Svensson	Lars Welamson
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	Magnus Nedström	Karl-Erik Danielsson	Lars Laurin	Leif Thorsson
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	Hans-Erik Andersson	Jan Ljungar	Sten Burman	Ingvar Gullnäs
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	Jan Lombach	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Hans-G Solerud
Entra AB	TietoEnator Abp	2000-09-14	2002-03-18	Lars Milberg	Rolf Skog	Erik Nerep	Jan Ljungar
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	Magnus Nedström	Jan Ljungar	Jan Heuman	Ingvar Gullnäs
Arete	TurnIT	2000-12-14	2002-05-16	Carl Stefan Christensson	Jan Ljungar	Erik M Runesson	Ingvar Gullnäs
Dios AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	Magnus Ramberg	Stefan Kamlin	Einar Wanhainen	Hans-G Solerud
BT Industries AB	Toyoda International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	Lars Milberg	Karl-Erik Danielsson	Robert Ohlsson	Johan Lindh
Perstorp	Sydsvenska Kemi	2001-07-11	2002-06-25	Jesper Grünbaum	Karl-Erik Danielsson	Stefan Sandén	Einar Wanhainen
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	Lars Milberg	Karl-Erik Danielsson	Erik Nerep	Johan Lind
Bulten	Finveden	2001-01-29	2002-07-19	Lars Milberg	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Johan Munck
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10	Magnus Nedström	Jan Heuman	Erik Nerep	Ej klart
Piren AB	Rodamco Nortern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	Olle Flygt	Karl-Erik Danielsson	Olof Nilsson	Einar Wanhainen
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	Peter Haglund	Karl-Erik Danielsson	Anders Lindblad	Jan Ljungar
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	Peter Haglund	Jan Ljungar	Jan Lombach	Johan Munck
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	Lars Milberg	Karl-Erik Danielsson	Göran Ramberg	Jan Heuman
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	Stefan Sandén	Johan Lind	Stefan Lindskog	Leif Thorsson
Ahus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	Magnus Ramberg	Magnus Nedström	Stefan Kamlin	Johan Munck
Stena Line AB	Stena AB	2001-02-15	2003-07-02	June Lassesson	Pontus Kågeman	Lars Göthlin	Johan Munck
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19				
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	Ann-Christine Hemsedal	Göran Nyström	Jan-Erik Lund	Jan Ljungar
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	Stefan Kamlin	Jan Ljungar	Magnus Ramberg	Ingvar Gullnäs
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	Magnus Nedström	Karl-Erik Danielsson	Magnus Ramberg	Anders Knutsson
Segeström & Svensson AB	Sanmina Corp	2001-03-20	2004-08-17	Stefan Kamlin	Jan Ljungar	Göran Ramberg	Ingvar Gullnäs
Scandiaconsult AB	Ramböll Hanneman & Højlund	2003-04-01	2004-12-22	Peter Haglund	Karl-Erik Danielsson	Lena Fränstedt Lofalk	Jan Ljungar
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	John Kadelburger	Stefan Sandén	Erik Nerep	Stefan Lindskog
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	Lars Söderqvist	Claes Albinsson	Lars Pehrson	Hans-G Solerud
Allgon	LGP Telecom Holding	2003-05-01	2005-04-06	Peter Haglund	Karl-Erik Danielsson	Stefan Kamlin	Leif Thorsson
Proact IT Sweden AB (fd. Dimension AB)	ProAct IT Group AB	2004-02-13	2005-06-09	Therese Isaksson	Rolf Skog	Stefan Kamlin	Johan Munck
RKS AB	Sigma AB	2004-10-06	2005-07-06	Lars Milberg	Jesper Grünbaum	Göran Ramberg	Anders Knutsson
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	Stefan Sandén	Jan Ljungar	Stefan Lindskog	Torkel Gregow
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	Carl-Stefan Christensson	Rolf Skog	Magnus Björck	Johan Munck

2.a Källdata för variabeln “lösenbelopp / börskurs”.

Bolag vari aktier är föremål för inlösen	Inlösare (majoritetsägare)	Datum för påkallande av tvångsinlösen	Skiljedomsdatum	Lösenbelopp / börskurs	Tillämpad regel (hr/sr/sr ex analogi/förlikning)	Börskurs per påkallandedatum i inlöst bolag	Ursprungligt villkor per aktie	Lösenbelopp per aktie (skiljedomsvillkor)
Inter Innovation	De L Rue	1992-01-27	1993-05-17	124%	förlikning	220,00 kr	300,00 kr	273,00 kr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	100%	sr ex analogia	170,00 kr	170,00 kr	170,00 kr
Roslags Energi	Graninge	1992-04-29	1994-11-09	117%	förlikning	446,00 kr	450,00 kr	520,00 kr
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	130%	förlikning	200,00 kr	200,00 kr	259,00 kr
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	102%	sr	20,50 kr	21,00 kr	21,00 kr
Bastionen Syd	Klövern	1994-05-30	1995-04-21	131%	förlikning	1,60 kr	1,52 kr	2,10 kr
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	117%	hr	26,50 kr	26,50 kr	31,00 kr
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	100%	sr	120,00 kr	120,00 kr	120,00 kr
Balken	Nordiska Holding fd Pronator	1986-06-10	1996-05-08	100%	hr	30,00 kr	27,37 kr	30,00 kr
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	128%	förlikning	41,30 kr	42,00 kr	53,00 kr
Gorthon Invest	Cardo	1993-07-02	1996-06-20	116%	hr	90,00 kr	55,00 kr	104,40 kr
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	101%	förlikning	72,50 kr	73,00 kr	73,00 kr
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	106%	hr	36,00 kr	37,86 kr	38,24 kr
Gnosjögruppen	Hidef Kapital	1995-02-16	1996-09-05	102%	sr	85,00 kr	87,00 kr	87,00 kr
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	100%	förlikning	24,50 kr	24,50 kr	24,50 kr
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	100%	hr	135,00 kr	144,00 kr	135,00 kr
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	102%	förlikning	175,00 kr	178,00 kr	178,00 kr
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	111%	förlikning	380,00 kr	380,00 kr	420,00 kr
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	101%	hr	291,00 kr	292,25 kr	294,80 kr
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	100%	sr ex analogia	44,00 kr	44,00 kr	44,00 kr
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	111%	förlikning	225,00 kr	225,00 kr	250,00 kr
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	102%	hr	85,50 kr	87,00 kr	87,00 kr
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	104%	sr/förlikning	223,00 kr	232,69 kr	232,69 kr
Abu Garcia	Outdoor Technologies Group Sweden	1995-07-21	1997-03-26	90%	sr	20,00 kr	18,00 kr	18,00 kr
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	104%	sr	45,10 kr	46,70 kr	46,70 kr
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	104%	sr	42,00 kr	42,00 kr	43,50 kr
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	104%	sr	46,30 kr	48,00 kr	48,00 kr
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	100%	förlikning	272,00 kr	265,00 kr	272,00 kr
Synectics Medical	MDTRNC int Technologies	1996-09-19	1997-05-16	100%	förlikning	291,00 kr	291,00 kr	291,00 kr
Swedspan Industrier	IKEA Invest	1996-08-30	1997-09-26	100%	förlikning	89,50 kr	75,00 kr	89,50 kr
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	132%	hr	72,00 kr	77,35 kr	95,00 kr
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	101%	förlikning	161,00 kr	162,50 kr	162,50 kr
Stancia	PriFast	1995-12-28	1997-10-31	103%	hr	29,00 kr	29,40 kr	30,00 kr
CynCrona AB	OEM International	1997-04-21	1997-12-19	100%	hr	135,00 kr	126,00 kr	135,60 kr
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	101%	förlikning	50,00 kr	51,25 kr	50,50 kr
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	100%	sr	82,50 kr	82,50 kr	82,50 kr
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	100%	förlikning	155,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
Horda	Trelleborg	1997-02-06	1998-03-18	87%	sr	72,00 kr	62,50 kr	62,50 kr
SIAB	NCC	1997-07-01	1998-04-02	110%	förlikning	49,00 kr	44,69 kr	54,00 kr
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	94%	förlikning	29,00 kr	27,87 kr	27,24 kr
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	101%	förlikning	6,75 kr	6,85 kr	6,85 kr
Arjo	Getinge Ind AB	1995-12-05	1998-06-25	94%	förlikning	106,00 kr	118,00 kr	99,27 kr
Gotic	Vasakronan	1997-01-19	1998-10-05	120%	sr	16,50 kr	19,75 kr	19,75 kr
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	100%	sr	190,00 kr	190,00 kr	190,00 kr
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	103%	sr	151,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
SwePart	Hexagon	1996-12-20	1998-12-23	104%	hr	44,00 kr	27,77 kr	45,97 kr
VBBgruppen	Sweco fd FFNS	1997-05-30	1999-01-01	113%	sr	31,00 kr	35,11 kr	35,11 kr
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	116%	hr?/förlikning?	172,00 kr	173,00 kr	200,00 kr
Nordström & Thulin	Argonaut	1998-02-18	1999-09-21	88%	sr	19,40 kr	17,00 kr	17,00 kr
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	100%	förlikning	75,00 kr	75,00 kr	75,00 kr
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	101%	sr	99,50 kr	100,00 kr	100,00 kr
Klövern Fastigheter AB	Wihlborgs	1998-01-22	1999-11-17	106%	sr	25,30 kr	26,80 kr	26,80 kr

Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en studie av minoritetens villkor

VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	101%	hr	67,50 kr	68,00 kr	68,00 kr
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	108%	förlikning	88,00 kr	88,00 kr	95,00 kr
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	102%	förlikning	110,00 kr	112,00 kr	112,00 kr
Sifab	Tornet	1998-05-15	2000-04-04	108%	sr ex analogia/hr	58,00 kr	62,68 kr	62,68 kr
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	114%	förlikning	232,00 kr	244,00 kr	265,00 kr
Liljeholmens	Candle corporation	1999-08-01	2000-10-06	126%	sr	15,10 kr	19,00 kr	19,00 kr
Scancern Aktiebolag	Newcern Holding AB	1999-11-02	2000-11-24	105%	sr ex analogia/förlikning	377,00 kr	397,30 kr	397,30 kr
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	100%	sr	73,00 kr	73,00 kr	73,00 kr
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	112%	hr	35,50 kr	34,20 kr	39,59 kr
PLM	Rexam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	83%	hr	115,00 kr	118,00 kr	95,00 kr
Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	100%	sr	179,00 kr	179,00 kr	179,00 kr
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	106%	förlikning	306,00 kr	325,00 kr	325,00 kr
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	105%	förlikning	171,00 kr	180,00 kr	180,00 kr
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	100%	sr	116,50 kr	117,00 kr	117,00 kr
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	101%	sr	30,80 kr	31,00 kr	31,00 kr
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	100%	sr	159,50 kr	160,00 kr	160,00 kr
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	100%	förlikning	43,30 kr	43,50 kr	43,50 kr
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	100%	sr	140,50 kr	141,00 kr	141,00 kr
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	102%	sr	30,00 kr	30,50 kr	30,50 kr
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	100%	hr	137,00 kr	140,00 kr	136,50 kr
Enator	TietoEnator Oyj	1999-10-05	2001-12-21	122%	förlikning	197,50 kr	177,63 kr	240,00 kr
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	100%	förlikning	30,00 kr	30,00 kr	30,00 kr
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	101%	sr	139,00 kr	140,00 kr	140,00 kr
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	100%	sr	147,00 kr	147,00 kr	147,00 kr
Entra AB	TietoEnator Abp	2000-09-14	2002-03-18	111%	hr	215,00 kr	243,86 kr	237,72 kr
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	100%	förlikning (sr)	144,00 kr	144,00 kr	144,00 kr
Arete	TurnIT	2000-12-14	2002-05-16	113%	sr	100,00 kr	113,30 kr	113,30 kr
Diös AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	100%	sr	78,00 kr	78,00 kr	78,00 kr
BT Industries AB	Toyota International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	101%	förlikning	268,00 kr	275,00 kr	270,75 kr
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	100%	hr	126,00 kr	126,00 kr	126,00 kr
Bulten	Finnveden	2001-01-29	2002-07-19	100%	förlikning	47,00 kr	45,00 kr	47,00 kr
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10	102%	sr	181,00 kr	185,00 kr	185,00 kr
Piren AB	Rodamco Northern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	101%	sr	69,00 kr	69,60 kr	69,60 kr
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	101%	sr	41,70 kr	42,00 kr	42,00 kr
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	100%	sr	199,00 kr	199,00 kr	199,00 kr
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	101%	sr	45,70 kr	46,00 kr	46,00 kr
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	101%	sr	36,30 kr	36,50 kr	36,50 kr
Åhus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	100%	sr	11,00 kr	11,00 kr	11,00 kr
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19	100%	sr	90,00 kr	90,00 kr	90,00 kr
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	100%	sr	42,00 kr	42,00 kr	42,00 kr
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	103%	sr	253,00 kr	260,89 kr	260,89 kr
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	107%	sr	20,50 kr	22,00 kr	22,00 kr
Scandiaconsult AB	Ramböll Hanneman & Höjlund	2003-04-01	2004-12-22	90%	sr	46,70 kr	42,00 kr	42,00 kr
Binar AB	Argynnis Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	100%	sr	14,00 kr	14,00 kr	14,00 kr
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	100%	förlikning	45,00 kr	45,00 kr	45,00 kr
Allgon	LGP Telecom Holding	2003-05-01	2005-04-06	100%	hr	15,60 kr	20,51 kr	15,57 kr
Proact IT Sweden AB (fd. Dimension AB)	ProAct IT Group AB	2004-02-13	2005-06-09	111%	sr	2,77 kr	3,08 kr	3,08 kr
Pandox AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	100%	sr	107,50 kr	108,00 kr	108,00 kr
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	101%	sr	85,00 kr	85,50 kr	85,50 kr
			Medelvärden					
			1993	124%				
			1994	115%				
			1995	117%				
			1996	105%				
			1997	104%				
			1998	101%				
			1999	104%				
			2000	109%				
			2001	104%				
			2002	102%				
			2003	100%				
			2004	100%				
			2005	102%				

2.b Källdata för variabeln “ursprungligt villkor / börskurs”.

Bolag vari aktier är föremål för inlösen	Inlösare (majoritetsägare)	Datum för påkallande av tvångsinlösen	Skiljedomsdatum	Ursprungligt villkor / börskurs	Tillämpad regel (hr/sr/sr ex analogi/förlikning)	Börskurs per påkallandedatum i inlöst bolag	Ursprungligt villkor per aktie	Lösenbelopp per aktie (skiljedomsvillkor)
Fundia	Fundia Intressenter	1991-12-01	1993-09-30	104%	hr	34,00 kr	35,50 kr	45,18 kr
Anticimex	Anticimex Development	1992-05-07	1994-02-03	100%	sr ex analogia	170,00 kr	170,00 kr	170,00 kr
Edata	Storage Technology Sweden	1993-07-02	1994-10-04	101%	förlikning	169,00 kr	170,00 kr	230,00 kr
Roslags Energi	Graninge	1992-04-29	1994-11-09	101%	förlikning	446,00 kr	450,00 kr	520,00 kr
Protorp	Protorp Intressenter	1993-06-24	1994-12-14	100%	förlikning	200,00 kr	200,00 kr	259,00 kr
Nordbanken	Venantius	1992-06-26	1995-02-15	102%	sr	20,50 kr	21,00 kr	21,00 kr
Nobel Industrier	Akzo Sweden	1994-03-02	1995-10-02	100%	hr	26,50 kr	26,50 kr	31,00 kr
AxTrade	Axel Johnson	1993-06-17	1996-02-22	100%	sr	120,00 kr	120,00 kr	120,00 kr
Kramo	Securum	1994-06-28	1996-06-11	102%	förlikning	41,30 kr	42,00 kr	53,00 kr
Enator	Celsius	1995-12-27	1996-06-30	100%	förlikning	55,00 kr	55,00 kr	84,00 kr
LIC Care	Getinge Industrier	1995-08-07	1996-07-12	101%	förlikning	72,50 kr	73,00 kr	73,00 kr
Providentia	Investor	1992-02-07	1996-07-14	104%	förlikning	100,00 kr	104,00 kr	156,00 kr
Frigoscandia	ASG	1995-10-23	1996-08-19	105%	hr	36,00 kr	37,86 kr	38,24 kr
Gnosjögruppen	Hidef Kapital	1995-02-16	1996-09-05	102%	sr	85,00 kr	87,00 kr	87,00 kr
Brukens	EQT Industries	1995-07-18	1996-09-12	100%	förlikning	24,50 kr	24,50 kr	24,50 kr
Almedahl-Fagerhult	Latour	1993-03-30	1996-09-13	107%	hr	135,00 kr	144,00 kr	135,00 kr
Export-Invest	Investor	1994-05-30	1996-10-01	102%	förlikning	175,00 kr	178,00 kr	178,00 kr
Esab	Bay Tree Holdings	1994-09-26	1996-10-09	100%	förlikning	380,00 kr	380,00 kr	420,00 kr
SAAB-Scania	Investor	1991-07-21	1996-10-21	100%	hr	291,00 kr	292,25 kr	294,80 kr
Swegon	Latour	1995-06-13	1996-10-24	100%	sr ex analogia	44,00 kr	44,00 kr	44,00 kr
Karolin Invest	Atle	1996-01-29	1997-01-13	100%	förlikning	225,00 kr	225,00 kr	250,00 kr
Stena Fastigheter fd Räckstahus	Stena AB	1996-02-07	1997-01-24	102%	hr	85,50 kr	87,00 kr	87,00 kr
Pharmacia	Pharmacia Förvaltning	1996-01-26	1997-02-03	104%	sr/förlikning	223,00 kr	232,69 kr	232,69 kr
Hilab	M 2 fd Exab i Burlöv	1996-03-12	1997-03-18	100%	förlikning	28,00 kr	28,000 kr	39,00 kr
KapN	Atle	1995-08-18	1997-04-08	100%	sr	42,00 kr	42,00 kr	43,50 kr
Partner Invest	Atle	1995-09-04	1997-04-08	104%	sr	45,10 kr	46,70 kr	46,70 kr
Produra Capital	Atle	1996-09-05	1997-04-08	104%	sr	46,30 kr	48,00 kr	48,00 kr
Hasselfors	AssiDomän	1996-01-10	1997-05-15	97%	förlikning	272,00 kr	265,00 kr	272,00 kr
Synectics Medical	MDTRNC int Technologies	1996-09-19	1997-05-16	100%	förlikning	291,00 kr	291,00 kr	291,00 kr
Proventus AB	Proventus Handels AB	1995-05-19	1997-09-29	107%	hr	72,00 kr	77,35 kr	95,00 kr
Terra Mining	WRI Holding	1996-12-23	1997-10-01	101%	förlikning	161,00 kr	162,50 kr	162,50 kr
Stancia	PriFast	1995-12-28	1997-10-31	101%	hr	29,00 kr	29,40 kr	30,00 kr
Östgöta Enskilda	Den Danske Bank	1997-07-11	1997-12-29	103%	förlikning	50,00 kr	51,25 kr	50,50 kr
Skåne-Gripen	Skanska Invest	1996-10-04	1998-01-26	100%	sr	82,50 kr	82,50 kr	82,50 kr
Orrefors Kosta Boda	Orrefors Kosta Boda Holding	1996-12-23	1998-02-11	100%	förlikning	155,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
Rörviksgruppen	Rörvik Timber	1997-06-24	1998-05-11	96%	förlikning	29,00 kr	27,87 kr	27,24 kr
Lodet Fastigheter	Svenska Bostäder	1997-03-10	1998-06-02	101%	förlikning	6,75 kr	6,85 kr	6,85 kr
Stadshypotek	Handelsbanken	1997-02-27	1998-10-29	100%	sr	190,00 kr	190,00 kr	190,00 kr
Gambro	Incentive	1996-04-09	1998-12-05	103%	sr	151,00 kr	155,00 kr	155,00 kr
Spira	Spira Intressenter	1997-11-08	1999-03-15	101%	hr?/förlikning?	172,00 kr	173,00 kr	200,00 kr
Skoogs	Trelleborg Holding	1997-10-15	1999-10-15	100%	förlikning	75,00 kr	75,00 kr	75,00 kr
Caran	WM-Data	1999-02-10	1999-11-15	101%	sr	99,50 kr	100,00 kr	100,00 kr
Klövern Fastigheter AB	Wihlborgs	1998-01-22	1999-11-17	106%	sr	25,30 kr	26,80 kr	26,80 kr

Tvångsinlösen av minoritetsaktier – en studie av minoritetens villkor

VenCap Ind.	Grimaldi Ind.	1997-04-23	2000-01-27	101%	hr	67,50 kr	68,00 kr	68,00 kr
Stora Kopparbergs	Stora Enso Oyj	1999-01-20	2000-03-13	100%	förlikning	88,00 kr	88,00 kr	95,00 kr
Linjebuss	Scantrain AB	1999-03-01	2000-03-16	102%	förlikning	110,00 kr	112,00 kr	112,00 kr
Trygg Hansa (TH)	SE-banken	1998-01-12	2000-04-27	105%	förlikning	232,00 kr	244,00 kr	265,00 kr
Scancem Aktiebolag	Newcem Holding AB	1999-11-02	2000-11-24	105%	sr ex analogia/förlikning	377,00 kr	397,30 kr	397,30 kr
Prifast	Balder	1999-09-03	2001-01-24	100%	sr	73,00 kr	73,00 kr	73,00 kr
JP Bank	Matteus AB	1999-05-28	2001-02-21	96%	hr	35,50 kr	34,20 kr	39,59 kr
PLM	Rexam Holdings AB	1999-02-26	2001-05-04	103%	hr	115,00 kr	118,00 kr	95,00 kr
Celsius	Saab	2000-03-01	2001-05-05	100%	sr	179,00 kr	179,00 kr	179,00 kr
Sendit	Microsoft	1999-08-26	2001-05-30	106%	förlikning	306,00 kr	325,00 kr	325,00 kr
Eldon	Eldon Thule Intressenter	2000-05-12	2001-06-25	105%	förlikning	171,00 kr	180,00 kr	180,00 kr
Asticus	IVG European Properties AB	1999-06-04	2001-07-06	100%	sr	116,50 kr	117,00 kr	117,00 kr
Provobis Hotel & restaurangr	Scandic Hotels AB	2000-05-02	2001-08-17	101%	sr	30,80 kr	31,00 kr	31,00 kr
Spectra Physics	Thermo Electron Sweden	1999-03-03	2001-09-04	100%	sr	159,50 kr	160,00 kr	160,00 kr
Folkebolagen	Lindab	2000-09-18	2001-09-06	100%	förlikning	43,30 kr	43,50 kr	43,50 kr
AGA	Linde AG	2000-09-22	2001-09-21	100%	sr	140,50 kr	141,00 kr	141,00 kr
BPA	Investeringsällskapet	1999-07-08	2001-09-30	102%	sr	30,00 kr	30,50 kr	30,50 kr
Balder	Drott	2000-04-20	2001-10-23	102%	hr	137,00 kr	140,00 kr	136,50 kr
FB Industri	Bergman & Beving	2001-04-05	2002-01-08	100%	förlikning	30,00 kr	30,00 kr	30,00 kr
Norrporten	NS Holding AB	2000-11-23	2002-01-28	101%	sr	139,00 kr	140,00 kr	140,00 kr
Atle	Woodrose Invest AB	2001-05-11	2002-03-14	100%	sr	147,00 kr	147,00 kr	147,00 kr
Lindab	Lindab Intressenter	2001-07-16	2002-04-08	100%	förlikning (sr)	144,00 kr	144,00 kr	144,00 kr
Diös AB	AP Fastigheter AB	2000-12-22	2002-05-24	100%	sr	78,00 kr	78,00 kr	78,00 kr
BT Industries AB	Toyoda International Sweden AB	2000-10-02	2002-06-12	103%	förlikning	268,00 kr	275,00 kr	270,75 kr
Kalmar Industries	Partek Oyj	2000-10-26	2002-07-02	100%	hr	126,00 kr	126,00 kr	126,00 kr
Bulten	Finnveden	2001-01-29	2002-07-19	96%	förlikning	47,00 kr	45,00 kr	47,00 kr
Svedala	Metso	2001-09-01	2002-08-10	102%	sr	181,00 kr	185,00 kr	185,00 kr
Piren AB	Rodamco Northern Europe AB	2000-09-19	2002-08-26	101%	sr	69,00 kr	69,60 kr	69,60 kr
Lifco	Carl Bennet AB	2000-12-27	2002-09-05	101%	sr	41,70 kr	42,00 kr	42,00 kr
Zeteco	Partek Oyj	2000-12-13	2002-09-10	100%	sr	199,00 kr	199,00 kr	199,00 kr
Monark Stiga AB	Stiga Intressenter AB	1999-12-21	2002-09-17	101%	sr	45,70 kr	46,00 kr	46,00 kr
Lundin Oil	Talisman Energy AB	2001-09-06	2002-11-07	101%	sr	36,30 kr	36,50 kr	36,50 kr
Åhus Glass AB	Ingman Foods	2002-09-02	2003-06-18	100%	sr	11,00 kr	11,00 kr	11,00 kr
Stena Line AB	Stena AB	2001-02-15	2003-07-02	100%	hr	8,00 kr	8,00 kr	12,00 kr
Diligentia	Skandia Fastighet	2000-06-30	2003-12-19	100%	sr	90,00 kr	90,00 kr	90,00 kr
Diffchamb AB	Rasio Life Sciences Sweden AB	2003-04-03	2004-03-08	100%	sr	42,00 kr	42,00 kr	42,00 kr
Assi Domän AB	Sveaskog	2002-01-10	2004-03-29	103%	sr	253,00 kr	260,89 kr	260,89 kr
Epsilon AB	Danir AB	2003-04-25	2004-04-23	107%	sr	20,50 kr	22,00 kr	22,00 kr
Segeström & Svensson AB	Sanmina Corp	2001-03-20	2004-08-17	105%	förlikning	121,50 kr	127,00 kr	189,62 kr
Binar AB	Argynniss Intressenter AB	2004-03-02	2005-01-24	100%	sr	14,00 kr	14,00 kr	14,00 kr
Sorb Industri AB	Carl Bennet AB	1999-08-11	2005-02-10	100%	förlikning	45,00 kr	45,00 kr	45,00 kr
Pandex AB	APES Holding AB	2004-01-27	2005-11-02	100%	sr	107,50 kr	108,00 kr	108,00 kr
Frango AB	Cognos AB	2004-10-07	2005-12-14	101%	sr	85,00 kr	85,50 kr	85,50 kr
			Medelvärden					
			1993	104%				
			1994	100%				
			1995	101%				
			1996	102%				
			1997	102%				
			1998	100%				
			1999	102%				
			2000	103%				
			2001	101%				
			2002	100%				
			2003	100%				
			2004	104%				
			2005	100%				