



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Viktor Wihlstrand

# Några värderingsfrågor vid tvångsinlösen av minoritetsaktier

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: Period 1 VT2017

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>3</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>5</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>6</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>7</b>
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och frågeställningar	8
1.3 Avgränsningar	9
1.4 Metod och material	10
1.5 Forskningsläge	13
1.6 Disposition	13
<b>2 TVÅNGSINLÖSEN AV MINORITETSAKTIER</b>	<b>15</b>
2.1 Inledning	15
2.2 Regleringen	15
2.2.1 Lösenbeloppet	17
2.2.2 Skiljedomens verkningar samt kostnader för förfarandet	18
2.3 Skäl för ett tvångsinlöseninstitut	19
<b>3 NORDISK UTBLICK</b>	<b>22</b>
3.1 Inledning	22
3.2 Norge	22
3.3 Danmark	23
3.4 Finland	24
3.5 Sammanfattande observationer	25
<b>4 VÄRDERING AV AKTIER I ONOTERADE BOLAG</b>	<b>26</b>
4.1 Inledning	26
4.2 Värdering enligt lagmotiven	26

<b>4.3</b>	<b>Företagsvärdering</b>	<b>27</b>
4.3.1	Inledning	27
4.3.2	Avkastningsvärdering	28
4.3.3	Substansvärdering	29
4.3.4	Jämförande värdering	29
<b>4.4</b>	<b>Värdering enligt doktrin</b>	<b>30</b>
<b>4.5</b>	<b>Avgöranden</b>	<b>32</b>
4.5.1	Skiljedom 1	32
4.5.2	Ballingslöv International AB (publ)	34
4.5.3	Ekerö Energi AB	37
4.5.4	VLT AB (publ)	39
<b>4.6</b>	<b>Analys och slutsatser</b>	<b>40</b>
<b>5</b>	<b>”SÄRSKILDA SKÄL” I 22 KAP. 2 § ANDRA STYCKET ABL</b>	<b>43</b>
<b>5.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>43</b>
<b>5.2</b>	<b>”Särskilda skäl” enligt lagmotiven</b>	<b>43</b>
<b>5.3</b>	<b>”Särskilda skäl” enligt doktrin</b>	<b>45</b>
<b>5.4</b>	<b>Värderingsutlåtande</b>	<b>46</b>
<b>5.5</b>	<b>Avgöranden</b>	<b>47</b>
5.5.1	Skiljedom 2	47
5.5.2	Brinova Fastigheter AB (publ)	50
<b>5.6</b>	<b>Analys och slutsatser</b>	<b>52</b>
<b>6</b>	<b>”SKÄL” I 22 KAP. 2 § TREDJE STYCKET ABL</b>	<b>55</b>
<b>6.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>55</b>
<b>6.2</b>	<b>”Skäl” enligt lagmotiven</b>	<b>55</b>
<b>6.3</b>	<b>”Skäl” enligt doktrin</b>	<b>57</b>
<b>6.4</b>	<b>Avgöranden</b>	<b>57</b>
6.4.1	Skiljedom 3	57
6.4.2	Skiljedom 4	60
<b>6.5</b>	<b>Analys och slutsatser</b>	<b>63</b>
<b>7</b>	<b>SAMMANFATTANDE SLUTSATSER</b>	<b>66</b>
<b>7.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>66</b>
<b>7.2</b>	<b>Värdering av aktier i onoterade bolag</b>	<b>66</b>
<b>7.3</b>	<b>”Särskilda skäl” i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL</b>	<b>67</b>
<b>7.4</b>	<b>”Skäl” i 22 kap. 2 § tredje stycket andra meningen ABL</b>	<b>68</b>

<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>70</b>
<b>RÄTTSFALLS- OCH SKILJEDOMSFÖRTECKNING</b>	<b>73</b>

# Summary

The thesis examines three questions with regards to how the share value is determined in companies which are subject to buy-out. When a shareholder owns more than nine tenths of the shares in a company, either the majority shareholder or a minority shareholder are able to demand that the majority shareholder should buy-out the rest of the shares in the company. When the parties are not able to agree upon the purchase price of the shares, the value of the shares has to be determined. The purchase price which the majority shareholder has to pay for the shares will be based upon the determined share value.

Neither statutes nor preparatory work does, in a satisfactory way, cover the matter regarding the three questions which constitutes the basis of this thesis. Disputes regarding buy-out rights and obligations are settled by an arbitration tribunal. Hence, the greater part of the thesis consists of arbitral awards which are being summarized and analysed.

The first question of the thesis is how the share value is determined in companies that are not listed on a regulated stock exchange market. According to statutes and preparatory work, the “real value” of the shares is to be paid, but the term “real value” is not uniformly defined. The conclusion in the thesis is that previous trade with the shares often works as a benchmark to decide the share value. When previous trade has not occurred, a theoretical company evaluation is often used. A method which decides upon the net asset value of a company is used more frequently than other methods.

The second question is how the prerequisite “particular grounds” is defined in the context that this has to be met if a valuation of shares is to be conducted with the stock exchange rate as a benchmark. This only applies to shares in companies that are listed on a regulated stock exchange market. As stated above, the reasoning of arbitration tribunals determines the greater part of the conclusions in this thesis. These conclusions state that the circumstances in each case will have to be the basis of the decision, but that the application of the prerequisite is restrictive. It is also noted that a theoretical company evaluation which points to another share value is not enough to abandon the stock exchange rate as a benchmark.

The third and last question that is discussed in the thesis is the meaning of the prerequisite “grounds”, which has to be met to abandon the day of the claim for buy-out when deciding upon which day the stock exchange rate shall be

examined as benchmark. Arbitrational awards show that arbitration tribunals are quite unrestricted when it comes to this prerequisite in comparison with “particular grounds”. Arbitration tribunals takes into consideration all relevant circumstances to decide upon a day which is as suitable as possible. Examples of circumstances which have been considered when the prerequisite has been met is that a takeover offer has affected the stock exchange rate and that the trade with the shares has been of limited extent on the day of the claim for buy-out in comparison with the previous time.

# Sammanfattning

Denna uppsats behandlar tre olika värderingsfrågor vad gäller aktier som är föremål för tvångsinlösen. Tvångsinlösen får påkallas då en aktieägare äger mer än nio tiondelar av andelarna i ett bolag. Rätten att påkalla tvångsinlösen gäller för såväl majoritetsaktieägaren som var och en av minoritetsaktieägarna. En värdering av aktierna måste, i de fall parterna inte kan komma överens om värdet, företas för att sedermera läggas till grund för det lösenbelopp som ska erläggas för aktierna.

Gemensamt för de tre frågor som ligger till grund för diskussionen i denna uppsats är att lagtext och förarbeten ger knapphändig vägledning. Uppsatsen är därför inriktad på att analysera skiljedomar i vilka problematiken aktualiserats. Anledningen till att just skiljedomar är föremål för diskussion och analys inom ramarna för denna uppsats är att tvister gällande tvångsinlösenförfaranden avgörs i första instans genom skiljeförfarande.

Det första ämnet som diskuteras rör värdering av aktier i bolag som inte är noterade på en reglerad marknad. Enligt lagtext och förarbeten ska aktiernas ”verkliga värde” ersättas genom lösenbeloppet, men vad detta närmare innebär preciseras inte. Diskussionen i denna uppsats ger vid handen att tidigare handel, vilken inte förekommit i obetydlig omfattning, ofta fungerar som vägledande vid värderingen. I de fall sådan handel inte förekommit sker en värdering genom olika teoretiska värderingsmetoder, av vilka en substansvärdering synes vinna störst framgång.

Det andra ämnet rör rekvisitet ”särskilda skäl” i det sammanhang att detta måste anses uppfyllt för att en värdering av aktier ska frångå det noterade värdet i de fall tvångsinlösen av aktier i börsnoterade bolag företas (se 22 kap. 2 § andra stycket ABL). Den närmare innebörden av rekvisitetet framgår inte med tydlighet av lagtext eller förarbeten, vilket innebär att skiljenämndernas resonemang legat till grund för slutsatserna i detta arbete. Dessa slutsatser innebär i huvudsak att omständigheterna i varje enskilt fall får ligga till grund för bedömningen, men att en restriktiv tillämpning av rekvisitetet råder. Slutsatserna innebär även att det inte är tillräckligt med en företagsvärdering vars utfall skiljer sig från börskursen för att ett frångående från densamma som måttstock ska kunna ske.

Det tredje och sista problemområdet som diskuteras är innebörden av rekvisitet ”skäl” i 22 kap. 2 § tredje stycket ABL, vilket måste vara uppfyllt för ett frångående av påkallandedagen (den dag då en tvist rörande tvångsinlösen

hänskjuts till skiljenämnd) som värderingstidpunkt angående berörda aktier. Även här ligger skiljedomar till grund för stora delar av slutsatserna, och dessa slutsatser innebär framförallt att rättstillämparen synes anse sig ha relativt fria händer att beakta alla omständigheter som denne anser relevanta vid tillämpningen av rekvisitet. Rättstillämparens utrymme att göra egna bedömningar och att således frångå huvudregeln är alltså mer vidsträckt här än i föregående fall. Exempel på omständigheter vilka legat till grund för tillämpning av rekvisitet är de fall då offentliga uppköpserbudanden påverkat börskursen samt då handeln med aktierna under påkallandedagen varit av ringa omfattning i jämförelse med tidigare handelsdagar.



# Förord

I och med detta arbete har min tid på Juridiska fakulteten i Lund nått sitt slut. Jag ser nu fram emot nya utmaningar, men innan fokus helt läggs om vill jag nämna de som nämnas bör.

Jag vill inleda med att nämna Magnus Svensson tillsammans med mina tidigare och nuvarande amanuenskollegor. Tack för att ni förgyllt min tid på Juridicum avsevärt.

Tack till Advokatfirman Lindahl i allmänhet och Helsingborgskontoret i synnerhet för att jag fått nyttja era lokaler, ert material och inte minst era kaffemaskiner under de senaste månaderna.

Tack till Per Samuelsson för tydlig och konkret handledning. Tack även till Magnus Ramberg, Johan Munck, Stefan Sandén och Carl Svernlöv för intressanta diskussioner och värdefulla synpunkter.

Tack till m/s Pernille och Roland för flertalet fina stunder av reflektion och återhämtning på Öresund under juristprogrammets gång. Tack även till Hit-tarps IK och Filborna Arena för ynnesten att få känna mig helt befriad från jobb och studier då och då.

Slutligen vill jag tacka mina föräldrar för ALLT och min lillebror för att jag fortfarande får ta viss del av mat och proteinpulver hemma på Råå.

*Viktor Wahlstrand*  
*Helsingborg 2017*

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
ABL 1944	Aktiebolagslag (1944:705)
ABL 1975	Aktiebolagslag (1975:1385)
BrB	Brottsbalk (1962:700)
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätten
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LSF	Lag (1999:116) om skiljeförfarande
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
Nedsättningslagen	Lag (1927:56) om nedsättning av pengar hos myndighet
Prop.	Proposition
RF	Regeringsformen (1974:152)
SOU	Statens offentliga utredningar

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Denna uppsats behandlar tvångsinlösen av minoritetsaktier.<sup>1</sup> Med minoritetsaktier förstås aktier som utgör mindre än en tiondel av det totala antalet aktier i ett bolag i då det finns en majoritetsaktieägare i bolaget. Med majoritetsaktieägare avses en aktieägare som, direkt eller indirekt, äger mer än nio tiondelar av det totala antalet aktier i ett bolag.

Tvångsinlösentvister berör årligen ett högt antal minoritetsaktieägare, och tvisterna avser i många fall betydande belopp. En stor andel av alla offentliga erbjudanden som företas åtföljs av tvångsinlösenförfaranden, detta då det är ovanligt att de offentliga erbjudandena, vilka i normalfallet syftar till att budgivaren vill förvärva kontroll över hela bolaget vars aktier är föremål för erbjudandet, leder till en fullständig anslutning bland aktieägarna.

Det finns ett antal frågetecken gällande tillämpningen av reglerna vilka behandlar tvångsinlöseninstitutet vilka kan vålla problem bland annat vid värdering av ett bolags aktier. Konkret föreligger det oklarheter gällande fastställande av värderingsmetod samt värderingstidpunkt. Oklarheten härstammar ur att lagstiftningen i dessa fall är oprecist utformad genom rekvisit som exempelvis ”särskilda skäl”. Dessa rekvisit har inte givits ett klart och enhetligt innehåll i varken lagtext, förarbeten, doktrin eller praxis. Detta kan leda till en osäkerhet vid tillämpning av lagtexten i syfte att värdera ett bolags aktier.

Inom ramarna för denna uppsats kommer värderingsmetod samt värderingstidpunkt i enlighet med huvudregeln i 22 kap. 2 § andra och tredje styckena ABL diskuteras och analyseras med ledning av sedvanliga rättskällor. Denna huvudregel stadgar hur och när aktier i ett bolag, som är föremål för tvångsinlösen, ska värderas då ett tvångsinlösenförfarande inte föregåtts av ett offentligt erbjudande vilket minst nio tiondelar av ägarna till de aktier som erbjudandet avser accepterat. I det senare fallet blir nämligen den så kallade särregeln i 22 kap. 2 § fjärde stycket ABL tillämplig.

Regeln som ligger till grund för uppsatsen har följande lydelse:

---

<sup>1</sup> ”Tvångsinlösen av minoritetsaktier” benämns även ”tvångsinlösen” eller ”inlösen”.

”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 på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet 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.”<sup>2</sup>

Utgångspunkten är att det är målbolagets aktie som är värderingsobjektet (och därmed inte målbolaget som sådant) och att värderingstidpunkten är dagen för påkallande av inlösentvisten. Utöver det kan konstateras att det noterade värdet fungerar som utgångspunkt vad gäller lösenbelopp om målbolagets aktier är föremål för handel på en reglerad marknad.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Målsättningen med detta arbete är att dels klarlägga vad som åsyftas med de två rekvisiten ”skäl” respektive ”särskilda skäl” i 22 kap. 2 § andra och tredje styckena ABL, dels analysera hur ett onoterat bolags aktier värderas vid ett tvångsinlösenförfarande. Syftet med detta är att klarlägga rättsläget och därmed öka förutsebarheten vid tillämpning av huvudregeln i 22 kap. 2 § andra och tredje styckena ABL. Utöver detta kommer en internationell utblick göras

---

<sup>2</sup> 22 kap. 2 § ABL.

med jämförelser mellan å ena sidan svensk rätt och å andra sidan norsk, dansk och finsk rätt vad gäller tvångsinlöseninstitutet. Den internationella utblicken syftar främst till att ge läsaren ett vidare perspektiv avseende de problem som behandlas.

För att uppnå syftet med arbetet kommer diskussioner och analyser föras kring främst lagstiftning, förarbeten, doktrin samt skiljenämndsavgöranden. Tre specifika delar av regeln som stadgas i 22 kap. 2 § andra stycket ABL kommer vara centrala för diskussionerna som förs i arbetet. Den första frågeställningen som ska besvaras behandlar hur aktier i onoterade bolag ska värderas då den så kallade huvudregeln i 22 kap. 2 § andra stycket första meningen ABL tillämpas. Den andra frågeställningen behandlar rekvisitet ”särskilda skäl”, vilket enligt 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL måste vara uppfyllt för ett frångående av börskursen som måttstock vid bestämmande av lösenbeloppet för aktier som är noterade på en reglerad marknad. Den tredje frågeställningen behandlar rekvisitet ”skäl”, vilket måste föreligga enligt 22 kap. 2 § tredje stycket andra meningen ABL för att påkallandedagen inte ska fungera som värderingstidpunkt.

## 1.3 Avgränsningar

Ett antal avgränsningar har fordrats för att kunna behålla en kärnfullhet i arbetet. Det finns för uppsatsen relevanta ämnen som skulle kunna vara föremål för diskussion, men vilka valts bort. Nedan följer en kortare redogörelse för vad som valts bort och anledningarna därtill.

Trots att teckningsoptioner och konvertibler ofta är en del av ett tvångsinlösenförfarande så kommer dessa inte diskuteras inom ramarna för detta arbete. I stället ligger fokus på aktierna i ett bolag, detta på grund av att det inte är nödvändigt för arbetets syfte att diskutera annat än aktierna för att uppsatsens syfte ska uppnås. Teckningsoptioner och konvertibler behandlas nämligen i enlighet med behandlingen av aktierna, vilket innebär att en redogörelse för dessa skulle föranleda onödiga upprepningar.

LUA kommer inte diskuteras eller redogöras för i någon vidare utsträckning. Tillräckligt för läsaren är att ha vetskap om att det finns en lag som reglerar offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Vissa historiska nedslag kommer att göras. Detta på grund av att nya motiv och förarbeten inom bolagsrätten ofta knyter an till äldre motsvarigheter. Det sagda innebär att äldre förarbeten fortfarande är ”levande” i viss mån, vilket

ger anledning att beakta även dessa. Med detta sagt bör poängteras att tonvikten kommer att ligga på gällande rätt och att den historik som diskuteras enbart ska ligga till grund för ökad förståelse av gällande rätt.

Uppsatsen intar inte ett *de lege ferenda*-perspektiv, utan syftar till att klarlägga och analysera gällande rätt. Vissa värderande inslag kommer påträffas, och då främst i de rättsanalytiska delarna av uppsatsen. Detta innebär dock inte att det görs någon ansats till att förklara hur rätten i stället borde se ut på området i de fall det nuvarande regelsystemet inte är tillfredsställande.

Inom ramarna för en internationell utblick har jag valt att koncentrera mig på Norge, Danmark och Finland. Dessa länders respektive tvångsinlöseninstitut diskuteras på grund av rättssystemens naturliga närhet gentemot det svenska. Tvångsinlöseninstitut i fler länder skulle kunna diskuteras, men denna avgränsning har varit påkallad på grund av dels syftet med den internationella utblicken, dels utblickens begränsade värde för de centrala delarna av arbetet. Utblickens syfte är nämligen att ge läsaren ett något vidgat perspektiv inför de kommande, mer centrala delarna av arbetet.

## 1.4 Metod och material

Den metod som främst används inom ramarna för detta arbete är den rättsdogmatiska. Arbetet är regelorienterat och syftar till att fastställa gällande rätt avseende särskilda områden inom aktiebolagsrätten. Här lämpar sig en rättsdogmatisk metod bra, då denna metod enligt Peczenik och Sandgren fungerar som ett verktyg för att beskriva samt systematisera gällande rätt.<sup>3</sup> Den rättsdogmatiska metoden innebär först och främst informationssökning i rättspraxis, lagstiftning, förarbeten och relevant juridisk doktrin i enlighet med rättskällevärdet. Denna information systematiseras och analyseras.<sup>4</sup>

Stora delar av innehållet i arbetet utgörs av analyser av skiljedomar. Analyserna som genomförs inom ramarna för detta arbete framför främst skiljenämnders, men även författarens, åsikter och ståndpunkter i en inte obetydlig omfattning. Det sagda innebär att metoden som används i dessa avsnitt är en rättsanalytisk snarare än en rättsdogmatisk sådan.<sup>5</sup>

En rättsdogmatisk metod fyller emellertid en normativ funktion inom vilken gällande rätt kan rättfärdigas och kritiserats, vilket innebär att rättsdogmatiken

---

<sup>3</sup> Peczenik (SvJT 2005) s. 249f. och Sandgren (2015) s. 43.

<sup>4</sup> Kleineman i Korling & Zamboni (red.) (2013) s. 21 ff.

<sup>5</sup> Sandgren (2015) s. 45 f.

innehåller drag av värderande natur. Enligt Peczenik är rättsdogmatiken ”deskriptivnormativ”, vilket innebär att den är både deskriptiv och normativ.<sup>6</sup> De diskussioner och analyser som sker inom ramarna för detta arbete kommer dock sträcka sig längre än att behandla endast källor vilka ingår i den traditionella rättskälleläran, vilket innebär att en rättsanalytisk metod kommer användas i dessa delar.<sup>7</sup>

Inom den rättsanalytiska metoden faller även diskussioner som förts med verksamma praktiker inom området för tvångsinlösen. Dessa diskussioner har legat till grund för dels delar av bakgrundsinformationerna rörande tvångsinlöseninstitutet, dels delar av de analytiska inslagen. Diskussionerna har förts med jurister vilka är och har varit verksamma som gode män, skiljedomare eller företrädare för majoritetsaktieägare. Enligt Sandgren faller sådana diskussioner inom ramen för den rättsanalytiska metoden, detta då en rättsanalytisk metod är friare i sitt förhållningssätt till källor än vad fallet är med en rättsdogmatisk metod.<sup>8</sup> Vid användning av en rättsanalytisk metod kan därför exempelvis skiljedomavgöranden, intervjuer med jurister samt föreskrifter fungera som underlag.<sup>9</sup>

Den rättsanalytiska metoden ligger även till grund för de jämförelser med utländska rättssystem som genomförs. Dessa jämförelser utgör inte någon komparativ studie som ska bidra till att fastställa gällande rätt på området, utan de ger snarare läsaren en grundläggande bakgrundskunskap som kan vara till nytta vid den fortsatta läsningen.<sup>10</sup>

Skiljedomar är i många fall inte offentliga handlingar, detta eftersom skiljeförfarandet är ett privat tvistlösningsförfarande. Dock blir skiljedomar offentliga i de fall skiljedomen överklagas till allmän domstol samt i de fall majoritetsaktieägaren måste sätta ned det fastställda lösenbeloppet hos myndighet i enlighet med nedsättningslagen.<sup>11</sup> Till det nedsatta lösenbeloppet ska en kopia av skiljedomen fogas, vilket leder till att handlingen blir offentlig och därmed tillgänglig för envar. Det finns emellertid skiljedomar vilka använts inom ramarna för detta arbete som inte är offentliga, vilket innebär att dessa anonymiserats här av sekretessskäl. Detta innebär även att beskrivningen av aktuella skiljedomar i vissa fall har kortats ned något då de inte ska kunna härledas till en särskild bransch. De anonymiserade skiljedomarna har jag fått ta del av genom att praktiker på endera sidan av respektive skiljeförfarande delgivit mig dem.

---

<sup>6</sup> Peczenik (SvJT 2005) s. 249 f.

<sup>7</sup> Sandgren (2015) s. 45 ff.

<sup>8</sup> Ibid. s. 46.

<sup>9</sup> Ibid. s. 46.

<sup>10</sup> Ibid. s. 47.

<sup>11</sup> Se nedan under avsnitt 2.2.

Skiljedomar kommer ges ett stort utrymme, och eftersom dessa inte ger uttryck för gällande rätt på ett sätt motsvarande ett prejudikat från HD så måste användningen förklaras och rättfärdigas. Anledningen till att skiljedomar intar en central ställning i framställningen är att de ger uttryck för hur rättstillämpningen ser ut på området. Som framgått ovan är tvångsinlösenförfarandet ett skiljeförfarande som följer av lag, ett så kallat legalt skiljeförfarande. Redan av dessa skäl är min uppfattning att skiljemannapraxis bör tillmätas vikt vid en bedömning angående vad som utgör gällande rätt. Vid en genomgång av offentligt tillgängliga skiljedomar kan även konstateras att ett relativt begränsat antal personer återkommande utses som skiljemän. Dessa ståndpunkter angående skiljenämndsavgörandens ställning bekräftas av Gunnar Flodhammar.<sup>12</sup>

Med tanke på ovan nämnda skäl är skiljenämndernas bedömningar talande för hur rättstillämpningen på området ser ut just nu, vilket gör att de inte bara är intressanta, utan dessutom essentiella, för att uppnå syftet med detta arbete. Ambitionen med analysen av skiljedomarna är att, utifrån skiljenämndernas resonemang och slutsatser, söka kartlägga ett mönster enligt vilket skiljenämnderna resonerar angående de situationer som är aktuella för detta arbete. Det sagda föranleder att skiljedomar är väsentliga att analysera inom ramarna för arbetet trots sin till synes ringa normativa status.

Vidare är det ett begränsat antal skiljedomar som analyseras, vilket främst är kopplat till svårigheterna att få tag i skiljedomar (offentliga såväl som icke-offentliga) som är av relevans för ämnet. Det är därför svårt att berättiga några generella slutsatser på grundval av de avgöranden som presenteras och analyseras här. Avgörandena har, trots detta, ett indikativt värde på grund av att de pekar åt samma håll samt då rättstillämpningen utövas av ett fåtal personer vilka tillämpar rätten på ett till synes relativt enhetligt sätt. Några av skiljedomarna är av relevans för mer än en av frågeställningarna, vilket kommer märkas i de avsnitt av uppsatsen där skiljedomarna diskuteras och analyseras.

Den litteratur som hänvisas till i detta arbete är författad av framstående auktoriteter inom associationsrätten i allmänhet och tvångsinlöseninstitutet i synnerhet. För att benämna några av personerna vars arbeten och åsikter legat till grund för stora delar av arbetet kan Gustaf Sjöberg, Magnus Ramberg, Gunnar Flodhammar, Per Samuelsson, Johan Munck, Jan Sandström och Carl Svernlöv nämnas.

---

<sup>12</sup> Se Flodhammar (1980) s. 209.



## 1.5 Forskningsläge

Det finns två centrala monografier på området. I sin avhandling ”Tvångsinlösen” intar Gustaf Sjöberg ett rättsekonomiskt perspektiv utifrån vilket han analyserar och kritiserar gällande rätt. Sjöberg framför dessutom en del förslag *de lege ferenda* utifrån sitt rättsekonomiska perspektiv. I ”Företagsvärdering vid tvångsinlösen” av Gunnar Flodhammar diskuteras olika värderingsmetoder som prövas mot gällande rätt. Genom en analys av skiljedomsavgöranden kommer Flodhammar även fram till slutsatser angående hur begreppet ”verkligt värde” tillämpats i skiljedomspraxis. Området för företagsvärdering har avhandlats i ekonomisk litteratur, och utifrån denna litteratur har ett urval gjorts för detta arbete.

”Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie” av Jan Sandström tangerar området för tvångsinlösen och är därför av visst intresse för detta arbete. Utöver detta har ett antal artiklar författats angående tvångsinlöseninstitutet, men det är få som är av stort intresse här. Här bör dock särskilt artikeln ”Tvångsinlösen av aktier” av Gunnar Flodhammar i SvJT 1971 nämnas. Där diskuteras de rättspolitiska skäl som ligger till grund för ett tvångsinlöseninstitut.

Detta arbete analyserar ett urval skiljedomar med avseende på aktuell värderingsproblematik. Målsättningen är att belysa hur regeltillämpningen ser ut på detta betydelsefulla område.

## 1.6 Disposition

Kapitel två består av en redogörelse för vad institutet tvångsinlösen innebär, hur det är reglerat i Sverige samt vilka rättspolitiska skäl som ligger till grund för att det över huvud taget finns ett tvångsinlöseninstitut inom det svenska rättssystemet. I kapitel tre görs en internationell utblick inom ramarna för vilken den danska, norska och finska motsvarigheten till det svenska tvångsinlöseninstitutet studeras och diskuteras.

Efter den internationella utblicken inleds arbetets mest centrala delar. I kapitel fyra diskuteras hur andelar i onoterade bolag värderas. I kapitel fem diskuteras rekvisitet ”särskilda skäl” i förhållande till användning av börskursen som måttstock vid bestämmande av lösenbelopp, och i kapitel sex återfinns en redogörelse för rekvisitet ”skäl” gällande frågående av påkallandedagen som

värderingstidpunkt. Gemensamt för kapitel fyra, fem och sex är att de är uppbyggda på så sätt att lagstiftning, förarbeten, doktrin och avgöranden redogörs för samt analyseras.

Uppsatsen knyts sedermera ihop genom sammanfattade slutsatser. Dessa återfinns i kapitel sju och består främst av en sammanfattning av de slutsatser som dragits genom analyserna i de föregående kapitlen. Frågeställningarna besvaras inom ramarna för kapitel fyra, fem och sex, vilket innebär att det sjunde och avslutande kapitlet främst fungerar som ett sammanknytande och avslutande sådant.

# 2 Tvångsinlösen av minoritetsaktier

## 2.1 Inledning

Inom ramarna för detta kapitel kommer regleringen i 22 kap. ABL behandlas och beskrivas på ett relativt överskådligt sätt. Vilka rättspolitiska skäl som ligger bakom tvångsinlöseninstitutet kommer även diskuteras. Detta i syfte att läsaren ska erhålla en grundläggande kunskap om tvångsinlöseninstitutet inför den fortsatta framställningen.

## 2.2 Regleringen

Tvångsinlöseninstitutet i svensk rätt innebär en rätt att påkalla inlösen av minoritetsaktier i ett aktiebolag då det finns en ägare som, direkt eller indirekt, innehar mer än nio tiondelar av aktierna i bolaget. Rätten till inlösen gäller oavsett huruvida majoritetsaktieägaren är en juridisk eller fysisk person samt huruvida ägaren har sitt säte i Sverige eller i något annat land. Denna inlösenrätt- och skyldighet tillfaller både majoritetsaktieägare och minoritetsaktieägare, vilket innebär att en majoritetsaktieägare å ena sidan kan påtvinga minoritetsaktierna att sälja sina aktier medan en minoritetsaktieägare å andra sidan kan tvinga majoritetsaktieägaren att förvärva minoritetsaktieägarens aktier.<sup>13</sup> Institutet är tillämpligt på såväl privata som publika, noterade som onoterade bolag. En vanlig företeelse är att tvångsinlösen företas i samband med offentliga erbjudanden att förvärva samtliga aktier i ett bolag.<sup>14</sup>

Reglerna om tvångsinlösen finns stadgade i 22 kap. ABL. De mest centrala skälen till tvångsinlöseninstitutets existens tar sikte på att skydda majoritets- och minoritetsaktieägarnas intressen. Från majoritetsaktieägarnas perspektiv finns reglerna framförallt till för att underlätta fusion mellan moder- och dotterbolag, och ur minoritetsaktieägarnas perspektiv utgör regleringen en ”väg ut” ur ett bolag inom vilket de inte har någon reell makt då deras andel är för liten för att få utöva minoritetsrättigheter i enlighet med ABL.<sup>15</sup> Det krävs nämligen att minst en tiondel av rösterna i ett bolag ska samlas för att vissa minoritetsrättigheter ska kunna utövas. Dessa minoritetsrättigheter handlar

---

<sup>13</sup> Se 22 kap. 1 § ABL.

<sup>14</sup> Se exempelvis under kapitel 4, 5 och 6.

<sup>15</sup> SOU 1997:22 s. 255.

bland annat om att påfordra viss vinstutdelning enligt 18 kap. 11 § ABL samt möjligheten att för bolagets räkning föra talan om skadestånd gentemot styrelsen i enlighet med 29 kap. 7 § ABL.

Vid tillämpning av reglerna om tvångsinlösen jämföras indirekt med direkt aktieinnehav vad gäller en majoritetsaktieägare, även då majoritetsaktieägaren inte utgör en juridisk person. Detta innebär att ägande genom exempelvis andra bolag likställs med direkt ägande. Om det finns flera som når upp till gränsen för tvångsinlösen så tillämpas reglerna på den som är närmast överordnad det bolag vars aktier är föremål för tvångsinlösen.<sup>16</sup>

Enligt 22 kap. 5 § ABL ska tvister om inlösen av minoritetsaktier prövas av en skiljenämnd. Om inte annat föreskrivs i 22 kap. ABL ska förfarandet följa det som stadgas i LSF. Detta innebär att tvister om tvångsinlösen avgörs genom ett legalt eller tvingande skiljeförfarande. Skiljedomen i ett tvångsinlösenförfarande kan överklagas materiellt och formellt.<sup>17</sup>

Talan i en tvist angående inlösen får prövas om den avser skyldighet till inlösen, lösenbeloppets storlek eller betalningsförpliktelse för en majoritetsaktieägare. För att påkalla skiljeförfarande begär en majoritetsaktieägare skriftligen hos bolagets styrelse att tvisten ska avgöras av skiljemän. I denna skrift uppges även den skiljeman som majoritetsaktieägaren valt.<sup>18</sup> Om det är en minoritetsaktieägare som påkallar skiljeförfarandet sker detta genom en skriftlig begäran ställd till majoritetsaktieägaren.<sup>19</sup>

Det är vanligt att bolag som är föremål för ett tvångsinlösenförfarande har en spridd ägarkrets. I sådana fall kan det vara praktiskt svårt för minoritetsaktieägarna att utse en gemensam skiljeman. Om minoritetsaktieägarna inte lyckats enas om en gemensam skiljeman ska bolagets styrelse ansöka hos Bolagsverket om att en god man ska utses för minoritetsaktieägarna, detta i enlighet med 22 kap. 8 § ABL. I realiteten är det ovanligt att minoritetsaktieägarna lyckas komma överens om en gemensam skiljeman.<sup>20</sup>

Den gode mannen ska utse en gemensam skiljeman för minoritetsaktieägarna samt agera ombud för frånvarande aktieägare i tvisten. Kvalifikationskraven för den gode mannen är att denne ska vara ”lämplig för sitt uppdrag” enligt 22 kap. 9 § ABL. Detta innebär i realiteten att personen ska ha integritet och gott omdöme samt kunskaper och erfarenhet som är relevanta för uppdraget

---

<sup>16</sup> Svernlöv (2014) s. 157 f.

<sup>17</sup> Se 22 kap. 24 § ABL.

<sup>18</sup> Se 22 kap. 5–6 §§ ABL.

<sup>19</sup> Se Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen: en kommentar (1 juni 2016, Zeteo), kommentaren till 22 kap. 6 §.

<sup>20</sup> Se till exempel skiljedomen i avsnitt 4.5, 5.5 och 6.4.

som god man.<sup>21</sup> Gode män brukar i praktiken utses från en begränsad krets av advokater med stor erfarenhet av tvångsinlöseninstitutet i allmänhet och uppdraget som god man i synnerhet.<sup>22</sup> Det föreligger inga hinder mot att, som minoritetsaktieägare, företräda sig själv i en inlösentvist. Ett sådant beslut kan även tas av aktieägaren efter att ha företrätts av den gode mannen under inledningen av förfarandet.<sup>23</sup>

Skiljenämnden kan, i enlighet med 22 kap. 12 § ABL, förordna om förhandstillträde till aktierna innan slutgiltig dom avkunnats. Detta sker, enligt nyssnämnda paragraf, på begäran av majoritetsaktieägaren, och det ligger ofta i majoritetsaktieägarens intresse att få tillträde till aktierna så fort som möjligt för att kunna utöva ensam styrning av bolaget. Det ligger däremot oftast inget intresse i att, som minoritetsaktieägare, fortsätta förfoga över sina aktier under förfarandet om det redan står klart att tvångsinlösen kommer ske.<sup>24</sup> Förhandstillträde får dock bara ske då parterna är överens om att lösningsrätt/skyldighet föreligger samt då majoritetsaktieägaren ställt godkänd säkerhet för framtida betalning, detta enligt 22 kap. 12 § andra stycket ABL.

## 2.2.1 Lösenbeloppet

Det är inte ovanligt att majoritets- och minoritetsaktieägarna kommer överens om lösenbeloppet i de fall minoritetsaktieägarna kan identifieras. Detta bland annat på grund av att en dylik förlikning kan begränsa kostnaderna för skiljeförfarandet avsevärt. Det förekommer även fall då majoritetsaktieägaren och den gode mannen kommer överens om lösenbeloppet, men detta är relativt ovanligt.<sup>25</sup> Om parterna inte kan komma överens om ett lösenbelopp, gäller enligt lagtexten att vederlaget ska motsvara värdet på aktien under normala förhållanden. Detta stadgande utgör huvudregeln i 22 kap. 2 § andra stycket ABL. Priset på aktier som är börsnoterade ska motsvara det noterade värdet om det inte föreligger särskilda skäl som talar emot det.<sup>26</sup>

Tidpunkten för värderingen stadgas i 22 kap. 2 § tredje stycket ABL och bestämmelsen innebär att värderingen ska utgå från aktiens värde under påkal-

---

<sup>21</sup> Se Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen: en kommentar (1 juni 2016, Zeteo), kommentaren till 22 kap. 9 §.

<sup>22</sup> Svernlöv (2014) s. 160.

<sup>23</sup> Ibid. s. 160.

<sup>24</sup> Ibid. s. 162.

<sup>25</sup> Ibid. s. 161.

<sup>26</sup> Denna princip är en del av den så kallade ”Balken II-principen”. Se Svernlöv (2014) s. 161 f.

landedagen, vilket är den dag då tvisten lämnades till prövning av skiljenämnd.<sup>27</sup> Detta gäller så länge det inte föreligger skäl som talar för en tidigare värderingstidpunkt. Med tanke på utformningen av paragrafen kan alltså värderingstidpunkten aldrig infalla efter påkallandedagen. Däremot kan en skiljenämnd besluta att utgå från en värderingstidpunkt vilken infaller tidigare än påkallandedagen.

Enligt den så kallade särregeln i 22 kap. 2 § fjärde stycket ABL ska, om tvångsinlösenförfarandet föregåtts av ett offentligt erbjudande, priset på en aktie motsvara det erbjudna vederlaget om erbjudandet accepterats av ägarna till minst nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avsåg. I många tvångsinlösenförfaranden blir särregeln tillämplig då det är vanligt att ett sådant föregås av ett offentligt erbjudande vilket accepteras av ägare till en stor andel av minoritetsaktierna.<sup>28</sup>

## **2.2.2 Skiljedomens verkningar samt kostnader för förfarandet**

Efter att en skiljedom avseende lösenbelopp meddelats och vunnit laga kraft ska minoritetsaktieägarna överlämna sina aktiebrev till majoritetsaktieägaren i de fall inlösenförfarandet tagit sikte på ett kupongbolag. Vad gäller avstämningsbolag så ska aktierna på majoritetsaktieägarens begäran registreras med denne som ägare. Om ett aktiebrev eller lösenbevis inte överlämnas inom en månad från den dag domen vunnit laga kraft, eller om en aktieägare i ett avstämningsbolag är okänd, ska lösenbeloppet för aktuell aktie nedsättas hos länsstyrelsen i enlighet med nedsättningslagen. Efter denna nedsättning får majoritetsaktieägaren utöva de rättigheter som ägande av aktierna ger.<sup>29</sup>

Överklagande av skiljedom får ske av den part eller god man som är missnöjd, och denna talan ska väckas vid Stockholms tingsrätt inom sextio dagar från att den klagande fick del av skiljedomens enligt 22 kap. 24 § ABL. Prövnings-tillstånd krävs vid överklagande till HovR i enlighet med andra stycket i paragrafen. Enligt tredje stycket blir en dom om förhandstillträde gällande innan den vunnit laga kraft om skiljemännen beslutar detta. Ett sådant beslut får dock endast avse aktier vars ägare medgett att förhandstillträde ska få ske.

Kostnaderna för förfarandet, inklusive ersättningen till den gode mannen, ska som utgångspunkt betalas av majoritetsaktieägaren enligt 22 kap. 23 § ABL. Detta gäller så länge det inte finns särskilda skäl för att någon annan ska stå

---

<sup>27</sup> Denna princip är en del av den så kallade ”Balken II-principen”.

<sup>28</sup> Sjöberg (2007) s. 355.

<sup>29</sup> Svernlöv (2014) s. 163.

för en del av eller hela kostnaden. Vid eventuell talan mot skiljedomen ska majoritetsaktieägaren svara för alla kostnader i domstolen om det är denne som fört talan. Om annan fört talan mot domen gäller vanliga regler om fördelning av rättegångskostnader i tvistemål enligt 22 kap. 25 § ABL.

## 2.3 Skäl för ett tvångsinlöseninstitut

Enligt förarbetena till nuvarande lagstiftning är de rättspolitiska skälen för tvångsinlöseninstitutet främst att förenkla fusion av moder- och dotterbolag samt att skydda minoritetsaktieägarna från majoritetsaktieägarens missbruk i form av exempelvis missgynnande beslut. Detta med tanke på att många av minoritetsrättigheterna bortfaller då det finns en ägare som innehar mer än nio tiondelar av aktierna.<sup>30</sup> I övrigt hänvisar förarbetena till tidigare aktiebolagslagars motiv, vilka kommer diskuteras i det följande.

Enligt förarbetena till ABL 1975 var syftet med likställigheten mellan direkt och indirekt ägande, att minoritetsaktieägaren är i samma utsatta position oavsett om ett och samma bolag utövar kontroll över nio tiondelar av aktierna eller om flera bolag i en koncern tillsammans kontrollerar nio tiondelar av desamma.<sup>31</sup> I övrigt är även förarbetena till ABL 1975 relativt knapphändiga vad gäller skäl för tvångsinlösen som institut.

För att finna lagstiftarens grundläggande syften med tvångsinlöseninstitutet får ABL 1944 och dess förarbeten anlitas. Det var genom denna lag som tvångsinlösen infördes i svensk rätt. I Lagberedningens förslag togs hänsyn till röster inom näringslivet vilka argumenterat för en möjlighet att, som ägare av minst nio tiondelar av aktierna i ett bolag, kunna lösa in resterande aktier i detta bolag.<sup>32</sup>

Genom att föreslå en ömsesidig rätt till tvångsinlösen för ett moderbolag så skyddades moderbolaget mot att minoritetsaktieägarna skulle kunna utkräva ett oskäligt högt pris för sina aktier samtidigt som minoritetsaktieägarna skyddades mot att moderbolaget skulle pressa minoritetsaktieägarna till att behöva sälja sina andelar till ett oskäligt lågt pris. Lagberedningen uttalade i samband med förslaget att ett tvångsinlöseninstitut utgjorde ett intrång i äganderätten samt att det förelåg en risk att moderbolagets inlösenrätt skulle vara skadlig

---

<sup>30</sup> Prop. 2004/05:85 s. 437 f.

<sup>31</sup> Prop. 1975:103 s. 530.

<sup>32</sup> SOU 1941:9 II s. 610 f.

för minoritetsaktieägarna. Institutet skulle dock öka möjligheterna för moderbolag att ordna sina koncerners organisation och drift på ett enhetligt och rationellt sätt.<sup>33</sup>

Enligt både nu- och dåvarande gällande rätt är det enklare att företa en fusion då ett dotterbolag är helägt. Bestämmelserna om tvångsinlösen förlades därför i anslutning till de förenklade bestämmelserna om fusion som stadgades i och med ABL 1944.<sup>34</sup> Lagberedningen menade att gränsen för tvångsinlösen bör förläggas till då minoritetsaktieägarnas minoritetsrättigheter upphör. Därför föreslogs att gränsen skulle förläggas vid ett aktieinnehav om mer än nio tiondelar för en majoritetsaktieägare.<sup>35</sup>

Lagberedningen menade slutligen att ett tvångsinlöseninstitut skulle gagna både majoritets- och minoritetsaktieägare i svenska aktiebolag. ABL 1944 trädde i kraft år 1948 i enlighet med Lagberedningens förslag, och de bakomliggande skälen för detta förslag gäller alltjämt.<sup>36</sup> Enligt flertalet författare underlättar tvångsinlöseninstitutet strukturåtgärder och främjar en högre flexibilitet inom olika bolag. Minoritetsaktieägare förhindras att låsa majoritetsaktieägare som vill förändra ett bolags verksamhetsinriktning, vilket leder till att majoritetsaktieägare ges möjlighet att fatta övergripande och radikalt förändrande beslut för bolaget.<sup>37</sup>

En majoritetsaktieägare kan, trots ett stort aktieinnehav, vara förhindrad att företa sådana större organisatoriska förändringar som en koncernbildning ger möjlighet till. Detta skulle kunna utnyttjas av minoritetsaktieägare om det inte fanns ett tvångsinlöseninstitut. Minoritetsaktieägarna skulle kunna vägra att sälja sina aktier till ett skäligt pris, samtidigt som majoritetsaktieägare skulle kunna påverka minoritetsaktiernas värde i sådan grad att de i princip förlorar sitt ekonomiska värde. Detta innebär att reglerna fungerar som ett skydd och ett effektiviserande institut för både majoritets- och minoritetsaktieägare.<sup>38</sup>

Enligt Bergman och Hellner har skälen till aktieköp som en finansiell investering betydelse vad gäller tvångsinlösen. De menar nämligen att det faktum att det finns en ägare som innehar mer än nio tiondelar av aktierna i ett bolag ofta påverkar omsättningen negativt, vilket försämrar likviditeten i aktien. Tvångsinlösen kan följaktligen fungera som en ventil för minoritetsaktieägare som vill sälja sina aktier till ett skäligt pris.<sup>39</sup>

---

<sup>33</sup> SOU 1941:9 II s. 611.

<sup>34</sup> Ibid. s. 610.

<sup>35</sup> Ibid. s. 610 ff.

<sup>36</sup> SOU 1941:9 II s. 610 f. och prop. 2004/05:85 s. 437 f.

<sup>37</sup> Se Bergström & Samuelsson (2015) s. 168f. och Sandström (2015) s. 367 f.

<sup>38</sup> Bergström & Samuelsson (2015) s. 168.

<sup>39</sup> Bergman & Hellner (1992) s. 34.



Sammanfattningsvis innebär ett tvångsinlöseninstitut en inskränkning i den privata äganderätten, men då det samtidigt leder till betydande fördelar för både minoritets- och majoritetsaktieägare har lagstiftaren ansett att det har sin plats i rättsordningen.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> Flodhammar (SvJT 1971) s. 104 f.

# 3 Nordisk utblick

## 3.1 Inledning

I det följande kommer en översiktlig internationell utblick göras genom att eventuella motsvarigheter till det svenska tvångsinlöseninstitutet presenteras och diskuteras. De rättssystem som kommer behandlas är det norska, danska och finska. Dessa tre rättssystem ligger nära det svenska rättssystemet i många avseenden, varför det är av intresse att studera om och hur tvångsinlöseninstitutet i dessa länder skiljer sig från det svenska i större utsträckning.

Innan den internationella utblicken görs bör någonting nämnas om EU-rätten på området. Tvångsinlösenområdet omfattas inte av någon reglering inom EU, vilket innebär att det åvilar lagstiftaren i varje medlemsstat att välja om reglering ska ske och hur den i så fall ska utformas.

## 3.2 Norge

Enligt det norska rättssystemet finns det två typer av aktiebolag, nämligen ”aksjeselskap” och ”allmennaksjeselskap”. Dessa regleras i varsin lag, men båda dessa lagar innehåller bestämmelser om tvångsinlösen vilka är snarlika.<sup>41</sup> Utöver tvångsinlösen reglerar dessa lagar olika sorters tvångsvis överföring av aktier, vilket inte kommer behandlas här. Vad gäller just tvångsinlösen av minoritetsaktier innehåller lagarna varsin paragraf som reglerar tvångsinlöseninstitutet. Paragrafernas lydelse är identiska i de två lagarna.<sup>42</sup>

Enligt lagtexten är det endast ett moderbolag som får besluta om tvångsinlösen. Om det inte finns någon aktieägare i målbolaget som motsätter sig detta blir ingen skiljenämnd eller domstol inblandad. För att en rätt till tvångsinlösen ska föreligga krävs ett innehav om mer än 90 % av kapital och röster i målbolaget.<sup>43</sup>

Rätten att företa tvångsinlösen gäller även om majoritetsaktieägaren inte är ett moderbolag.<sup>44</sup> Styrelsen i ett bolag som har lösenställning kan besluta att

---

<sup>41</sup> Lov om aksjeselskaper (benämns ”aksjeloven”) och Lov om allmenaksjeselskaper (benämns ”allmennaksjeloven”).

<sup>42</sup> § 4–26 i aksjeloven och § 4–25 i allmenaksjeloven.

<sup>43</sup> § 4–26 1 st. i aksjeloven och § 4–25 1 st. i allmenaksjeloven.

<sup>44</sup> § 4–26 7 st. i aksjeloven och § 4–25 7 st. i allmenaksjeloven.

företa inlösen och i så fall ska minoritetsaktieägarna bli erbjudna ett lösenbellopp. De som accepterar detta samt de som inte svarar på erbjudandet blir bundna av erbjudandet.<sup>45</sup>

Eventuella tvister angående inlösen avgörs av skiljenämnd. Då det saknas bestämmelser om hur vederlaget ska bestämmas har praxis fått utvisa hur detta ska ske. Enligt ett avgörande från Høyesterett (Norges motsvarighet till HD) ska bolagets ”underliggande värde” fördelas på samtliga aktier.<sup>46</sup>

### 3.3 Danmark

Den danska motsvarigheten till ABL är Lov nr. 470 af 12.6.2009 om aktie- og anpartsselskaber.<sup>47</sup> I denna finns bestämmelser om tvångsinlösen, och lagen lämnar även utrymme att i bolagsordningen ta in bestämmelser om tvångsvis överföring av aktier.<sup>48</sup> Det finns i Danmark två bolagsformer utan personligt ansvar, och dessa bolagsformer är ”aktieselskab” (avsedd för större publika bolag) och ”anpartsselskab” (avsedd för mindre bolag).<sup>49</sup>

En ägare till mer än 90 % av röster och kapital kan, tillsammans med målbolagets styrelse, besluta om tvångsinlösen av resterande aktier.<sup>50</sup> Rätten att påkalla tvångsinlösen tillfaller även minoritetsaktieägarna enligt samma förutsättningar.<sup>51</sup> Minoritetsaktieägarna ska då inom fyra veckor överlåta aktierna till majoritetsaktieägaren.<sup>52</sup> Om minoritetsaktieägarna motsätter sig lösenbelloppet ska detta prövas av en skiljenämnd. Det är bolaget vars aktier är föremål för tvångsinlösen som står för kostnaderna rörande skiljeförfarandet.<sup>53</sup>

Det finns bestämmelser om tvångsinlösen efter ett offentligt uppköpserbjudande, men dessa bestämmelser skiljer sig inte nämnvärt från bestämmelserna om ett tvångsinlösenförfarande som inte föregåtts av ett offentligt erbjudande.<sup>54</sup> Vidare saknas i bestämmelserna någon vägledning angående hur lösenbelloppet ska bestämmas vid ett tvångsinlösenförfarande. Det enda som anges är att vederlaget ska motsvara aktiernas värde.<sup>55</sup>

---

<sup>45</sup> § 4–26 1, 3 och 4 st. i aksjeloven och § 4–25 1, 3 och 4 st. i allmenaksjeloven.

<sup>46</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood).

<sup>47</sup> Benämns ”Selskabsloven”.

<sup>48</sup> § 69 Selskabsloven.

<sup>49</sup> Krüger Andersen (2006) s. 29.

<sup>50</sup> § 70 Selskabsloven.

<sup>51</sup> § 73 Selskabsloven.

<sup>52</sup> § 70 Selskabsloven.

<sup>53</sup> § 70 Selskabsloven.

<sup>54</sup> § 70 Selskabsloven.

<sup>55</sup> § 70 Selskabsloven.

Den danska motsvarigheten till aktiebolagslagen ger utrymme att genom bolagsordningen ta in bestämmelser om tvångsinlösen, detta då det finns regler om nio tiondelars majoritet för ändring av bolagsordningen i detta avseende. Aktieägare som motsätter sig en dylik ändring av bolagsordningen har rätt att få sina aktier inlösta. Om en överenskommelse inte kan nås gällande lösenbeloppet ska lösenbeloppet bestämmas av en skiljenämnd.<sup>56</sup> Vidare finns det inga bestämmelser om eventuella tvångsinlösenbestämmelsers utformning eller hinder mot bestämmelser om tvångsinlösen, vilket innebär att det finns utrymme för regler i bolagsordningen som stadgar rätt till inlösen av aktier i olika former.<sup>57</sup> Det danska rättssystemet utgår från att lagens bestämmelser om tvångsinlösen ska tjäna som allmän vägledning. Om bestämmelser i en bolagsordning är uppenbart orimliga på något sätt kan dessa åsidosättas.<sup>58</sup>

### 3.4 Finland

Den finska Aktiebolagslag 624/2006 innehåller olika bestämmelser gällande privata respektive publika aktiebolag, men regleringen ser likadan ut för alla aktiebolag vad gäller tvångsinlösen.<sup>59</sup> Reglerna finns i 18 kap. Aktiebolagslagen, och institutet kallas för ”inlösen av minoritetsaktier”. För att en rätt att företa tvångsinlösen ska föreligga krävs ett innehav om mer än 90 % av det totala antalet aktier i målbolaget, och med egenägda aktier likställs aktier tillhörande en sammanslutning eller stiftelse i vilken majoritetsaktieägaren har ett bestämmande inflytande. Även aktier som ägs tillsammans med någon annan ska likställas med aktier som ägs av enbart majoritetsaktieägaren. Bestämmelserna ger, precis som enligt den svenska regleringen, rätt till minoritetsaktieägarna att kräva att få sina aktier inlösta då ovan nämnda förutsättningar är uppfyllda.<sup>60</sup>

Tvister som uppstår på grund av att majoritets- och minoritetsägarna inte är överens om inlösenrätt eller lösenbelopp ska prövas av skiljemän. Efter ansökan ska Centralhandelskammarens inlösningsnämnd utse lämpliga skiljemän.<sup>61</sup> En akties ”gängse pris före inledandes av skiljeförfarandet” ska vara avgörande för lösenbeloppets storlek, och om ett tvångsinlösenförfarande föregåtts av ett obligatoriskt köpebud i enlighet med värdepapperslagstiftningen ska priset som erbjudits här betraktas som gängse pris om det inte föreligger någon särskild anledning att inte göra det. Om ett inlösenförfarande

---

<sup>56</sup> §§ 69 och 74 Selskabsloven.

<sup>57</sup> Werlauff (2006) s. 302.

<sup>58</sup> Ibid. s. 302.

<sup>59</sup> Aktiebolagslag 624/2006 benämns ”Aktiebolagslagen”, och med det avses i detta avsnitt den finska aktiebolagslagen.

<sup>60</sup> 18 kap. 1 § 1 och 2 mom. Aktiebolagslagen.

<sup>61</sup> 18 kap. 3 § 1 mom. och 4 § 1 mom. Aktiebolagslagen.

föregåtts av ett frivilligt offentligt erbjudande vilket accepterats av minst nio tiondelar av ägarna till de aktier som avses med erbjudandet, så ska det erbjudna vederlaget anses som gängse pris om det inte finns särskild anledning att frångå detta.<sup>62</sup> Majoritetsaktieägaren står, precis som enligt svensk rätt, för kostnaderna för skiljeförfarandet. Detta gäller så länge skiljemännen inte anser att någon annan lösning är skälig.<sup>63</sup>

### **3.5 Sammanfattande observationer**

Den svenska regleringen angående tvångsinlöseninstitutet är mer omfattande och komplicerad än övriga nordiska länders regleringar. Finland har en lagstiftning som är mycket lik den svenska, om än mindre detaljerad. Det danska och det norska rättssystemet har bestämmelser som synes vara mindre komplicerade för rättstillämparen att befatta sig med. I de fall det inte föreligger någon tvist mellan majoritets- och minoritetsaktieägare blir förfarandet inte föremål för någon sorts behandling av varken domstol eller skiljenämnd. Enligt norsk rätt finns ingen rättighet för minoritetsaktieägarna att begära inlösen av sina aktier, vilket innebär att minoritetsskyddet i detta avseende är mer begränsat i Norge än i Sverige och övriga nordiska länder.

---

<sup>62</sup> 18 kap. 7 § 1, 2 och 3 mom. Aktiebolagslagen.

<sup>63</sup> 18 kap. 8 § Aktiebolagslagen.

# 4 Värdering av aktier i onoterade bolag

## 4.1 Inledning

Enligt 22 kap. 2 § andra stycket ABL ska vederlaget för en aktie bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. För en börsnoterad aktie presumeras lösenbeloppet motsvara det noterade värdet om inte särskilda skäl motiverar någonting annat. För en onoterad aktie ger lagtexten inte någon närmare beskrivning angående hur vederlaget bestäms. En utgångspunkt är att parterna ska försöka enas om ett pris, men om detta inte går ska vederlaget bestämmas till vad aktierna skulle säljas för under ”normala förhållanden”.<sup>64</sup>

## 4.2 Värdering enligt lagmotiven

I NJA 1996 s. 293, den så kallade ”Balkendomen”, tog HD ställning till vilka metoder som ska användas vid värdering av minoritetsaktier vid ett tvångsinlösenförfarande.<sup>65</sup> HD framförde att ett onoterat bolags förmögenhetsställning och avkastningsförmåga skulle ligga till grund för värderingen, och enligt HD innebar detta att det var aktiernas verkliga värde som skulle ersättas.<sup>66</sup> Detta innebar tydliga riktlinjer för rättstillämpningen, men kommittén menade i sitt betänkande att tvångsinlösen har sådana likheter med expropriativa förfaranden att lagstiftningen måste uppfylla kraven som stadgas i 2 kap. 18 § RF.<sup>67</sup> Därmed måste, enligt kommittén, lagbestämmelser som anger grunder för lösenbeloppets fastställande, instiftas.<sup>68</sup>

Kommittén uttalade vidare att minoritetsaktieägarnas förmögenhetsställning efter ett tvångsinlösenförfarande bör vara detsamma som om något tvångsinlösenförfarande inte ägt rum. Vidare menade kommittén att det inte fanns anledning att frångå den princip HD fastställt i Balkendomen, nämligen att lösenbeloppet ska bestämmas efter värdet aktierna har då de är i aktieägarens ägo. Då aktier är onoterade får ett värde räknas ut på grundval av bolagets

---

<sup>64</sup> Sandström (2015) s. 369.

<sup>65</sup> Balkendomen benämns även ”Balken II” och ”Balkenmålet”.

<sup>66</sup> Se NJA 1996 s. 293.

<sup>67</sup> Utredningskommittén benämns även ”aktiebolagskommittén” och ”kommittén”.

<sup>68</sup> SOU 1997:22 s. 280.

resultat eller ställning.<sup>69</sup> Kommittén valde att inte frångå någon av de centrala principer som framfördes i Balkendomen, och en av anledningarna till detta kan ha varit att referenten under målet i HD även var ordförande i Aktiebolagskommittén.<sup>70</sup>

Regeringen valde, i sin proposition som sedermera blev antagen, att följa kommitténs utlåtande gällande lagreglering av värderingsmetoden. Regeringen framförde vidare att det, även efter klargörandet i Balkendomen, förts en debatt angående hur lösenbeloppet bör bestämmas. Dessutom kunde, enligt propositionen, ett förtydligande i lagtext bidra till minskad spekulation i aktier i samband med ett inlösenförfarande.<sup>71</sup>

Trots ifrågasättande från ett par remissinstanser valde regeringen i sin proposition att värderingsreglerna bör, i likhet med vad som gäller inom expropriativa förfaranden, eftersträva att säkerställa att minoritetsaktieägarnas förmögenhetsställning är densamma såväl före som efter inlösenförfarandet.<sup>72</sup>

Utgångspunkten bör, enligt regeringens mening, vara att lösenbeloppet för onoterade aktier ska motsvara aktiernas verkliga värde eller beräknade försäljningsvärde. Om det förekommit regelbunden handel med aktierna kan vederlaget beräknas med ledning av denna handel, och i andra fall kan ett beräknat försäljningsvärde ligga till grund för beräkningen. Det beräknade försäljningsvärdet kan fastställas med hjälp av exempelvis bolagets resultat eller ställning samt genom jämförelser med liknande aktier som varit föremål för regelbunden handel.<sup>73</sup>

## 4.3 Företagsvärdering

### 4.3.1 Inledning

Det är, vilket nämnts ovan, aktierna som ska värderas vid en tvist angående lösenbeloppet vid ett tvångsinlösenförfarande. Det är emellertid vanligt att argument förs angående att en värdering av bolaget vilket är föremål för tvångsinlösen ska ligga till grund för lösenbeloppet.<sup>74</sup> Därför är det lämpligt att en diskussion förs avseende några av de värderingsmetoder som ofta åberopas.

---

<sup>69</sup> SOU 1997:22 s. 281.

<sup>70</sup> Sjöberg (2007) s. 356.

<sup>71</sup> Prop. 2004/05:85 s. 449.

<sup>72</sup> Ibid. s. 449.

<sup>73</sup> Ibid. s. 451 f.

<sup>74</sup> Se t.ex. avsnitt 4.5.4 och 5.5.2.

Värdet av ett bolag bestäms av nyttan som ägaren erhåller eller kommer att erhålla genom ägandet av bolaget, och denna kan bestå av dels ekonomisk nytta (vad ägaren kan ta ut i pengar eller motsvarande), dels nytta i form av självförverkligande och andra personliga nyttor.<sup>75</sup> Vad gäller värdering av bolag inom ramarna för tvånginlöseninstitutet är det främst den förstnämnda nyttan som är av intresse, och det är således den som diskuteras i detta arbete. En rad olika företagsekonomiska metoder används vid värderingar av bolag och dess aktier. Det är inte heller ovanligt att dessa värderingsmetoder kombineras.<sup>76</sup> I detta avsnitt kommer några av de vanligaste värderingsmetoderna redogöras för översiktligt.

### 4.3.2 Avkastningsvärdering

Avkastningsvärdet bygger på en beräkning av ett bolags framtida avkastning genom en nuvärdesberäkning. Den vanligaste och mest erkända avkastningsvärderingsmetoden är en kassaflödesanalys, som bygger på att bolagets prognostiserade framtida kassaflöden uppskattas.<sup>77</sup> Dessa diskonteras sedan till ett nuvärde, för att sedan läggas till en tillväxtfaktor enligt en förväntan på branschen eller motsvarande.<sup>78</sup> En kassaflödesanalys lämpar sig bäst för värdering av stora bolag vilka har positiva kassaflöden.<sup>79</sup>

Enligt Flodhammar uppstår problem vid en kassaflödesanalys med tanke på att den förutsätter en kännedom om framtiden som inte är möjlig att inneha, samt att avkastningar som infaller vid olika tidpunkter ska hänföras till en och samma tidpunkt (i regel nutid). Det sagda leder till en osäkerhet i form av att valet av framtida dispositioner och händelser inom bolaget på ett betydande sätt kan påverka utfallet.<sup>80</sup>

En kassaflödesanalys bygger på ett avkastningskrav som är konstant över tiden. Risken är vidare normalfördelad kring förväntat framtida kassaflöde. Det finns en risk att dessa förutsättningar inte kan anses rimliga, vilket leder till att andra värderingsmetoder måste användas.<sup>81</sup>

---

<sup>75</sup> Flodhammar (1980) s. 93.

<sup>76</sup> PwC - Företagsvärdering (2014) s. 19.

<sup>77</sup> En kassaflödesanalys benämns även ”DCF-värdering” från det engelska begreppet ”Discounted cashflows”. Se Sevenius (2011) s. 229.

<sup>78</sup> Flodhammar (1980) s. 98 ff.

<sup>79</sup> Sevenius (2011) s. 229.

<sup>80</sup> Flodhammar (1980) s. 99 f.

<sup>81</sup> PwC - Företagsvärdering (2014) s. 22.



Exempel på eventuella omständigheter som måste tas ställning till vid en kassaflödesanalys är avskrivningar, investeringar, löner, varulager, inkomstskatt, extraordinära poster och inflation. Hur dessa prognostiseras inverkar på resultatet av analysen, vilket innebär att analyser som görs av olika analytiker kan få vitt skilda utfall.<sup>82</sup> I ett hovrättsfall skilde sig två olika avkastningsvärderingar av samma bolag åt markant. Den ena avkastningsvärderingen resulterade i att målbolaget var värt 536 miljoner kr medan den andra avkastningsvärderingen resulterade i ett värde om 2200 miljoner kr.<sup>83</sup>

### 4.3.3 Substansvärdering

Substansvärdet i ett bolag räknas ut med utgångspunkt i bolagets balansräkning. Enkelt beskrivet består en substansvärdering av värdet på ett bolags eget kapital vid fortsatt drift.<sup>84</sup> Skillnaden mellan enskilda tillgångar och skulder justeras genom att hänsyn tas till eventuella skillnader mellan bokförda värden samt bedömda marknadsvärden.<sup>85</sup> I detta fall utgörs de vanligaste problemen av att värderingen av tillgångar kan vara felaktig, detta på grund av att bolagets egen balansräkning, som ofta används som underlag, präglas av en försiktighet. Det är dessutom vanligt att värdet av kombinationen av tillgångar i ett bolag, vilket kan betecknas som ”goodwill”, förbises vid en substansvärdesberäkning.<sup>86</sup>

Andra problem med en substansvärdering som värderingsmetod är att den till stor del baseras på historisk information, vilket innebär att den inte tar hänsyn till ett bolags framtida substans. Dessutom tas inte hänsyn till huruvida substansen i ett bolag kan förväntas ge avkastning i framtiden. På grund av detta är det ofta stor skillnad mellan ett bolags substansvärde respektive dess avkastningsvärde.<sup>87</sup>

### 4.3.4 Jämförande värdering

En jämförande värdering innebär att ett bolag jämförs med andra bolag som bedriver liknande verksamhet. En jämförande värdering benämns även relativvärdering, komparativ värdering eller multipelvärdering.<sup>88</sup> Värderingsmetoden innebär även i många fall att prissättning av aktier i jämförbara bolag

---

<sup>82</sup> Flodhammar (1980) s. 100 ff.

<sup>83</sup> Dom 1983-1223 i mål T121/82.

<sup>84</sup> Sevenius (2011) s. 236 f.

<sup>85</sup> PwC - Företagsvärdering (2014) s. 33.

<sup>86</sup> Flodhammar (1980) s. 115.

<sup>87</sup> Löfgren & Gometz (1991) s. 21 ff.

<sup>88</sup> Sevenius (2011) s. 233.

används som vägledande vid bestämmande av aktievärdet för de aktier som ska värderas.<sup>89</sup>

En jämförande värdering kan med fördel användas om jämförelsebolagen är börsnoterade och att det således finns ett aktiepris att utgå från. Metoden föranleder dock en stor osäkerhet avseende bland annat skillnader mellan olika bolags och branschers nuvarande och framtida värden, utsikter och risker.<sup>90</sup> En värdering av ett bolag enligt denna metod baseras på jämförelser med andra bolags värderrelaterade egenskaper såsom omsättning, kassaflöde och vinst.<sup>91</sup>

Tillförlitligheten i en jämförande värdering är i hög grad beroende av tillgången till jämförbara börsnoterade bolag, hur aktiehandeln sker samt av tillgången till information om hur prissättningen ser ut vid överlåtelse av aktier i jämförbara bolag. Det finns dessutom risker att köpeskillingen vid transaktioner av aktier i jämförbara bolag är påverkad av olika sorters överlåtelseklausuler såsom olika garantier och andra åtaganden.<sup>92</sup>

## 4.4 Värdering enligt doktrin

Vid en diskussion angående värderingsmetoder för onoterade bolag bör, utöver Balkendomen, NJA 1957 s. 1 nämnas.<sup>93</sup> I domen uttalade HD för första gången att minoritetsaktierna ska värderas med bortseende från deras ställning som just minoritetsaktier. Denna princip har senare uttalats i bland annat propositionen till 1975 års aktiebolagslag, och den har dessutom genomsyrat rättstillämpningen sedan det att domen avkunnades.<sup>94</sup> Principen innebär ett uttryck för likhetsprincipen och innebär att en aktie som ägs av en minoritetsaktieägare ska värderas på samma sätt som en aktie som ägs av en majoritetsaktieägare.<sup>95</sup>

Balkendomen behandlar främst tillämpningen av huvudregeln, och då huvudsakligen gällande börsnoterade bolag. Med tanke på att man refererar till Gimomålet i domskälen blir domen dock även aktuell vid tvångsinlösen av minoritetsaktier i onoterade bolag.<sup>96</sup>

---

<sup>89</sup> PwC - Företagsvärdering (2014) s. 19 f.

<sup>90</sup> Ibid. s. 19f. Se även t.ex. avsnitt 4.5.1 och 4.5.2 nedan.

<sup>91</sup> Sevenius (2011) s. 233 f.

<sup>92</sup> PwC - Företagsvärdering (2014) s. 35 ff.

<sup>93</sup> NJA 1957 s. 1 benämns även "Gimomålet".

<sup>94</sup> Se prop. 1975:103 s. 533.

<sup>95</sup> Sjöberg (2007) s. 355 ff.

<sup>96</sup> Ibid. s. 366.

Principerna i Balkendomen kodifierades genom införandet av ABL, vilket innebär att dess värde som prejudikat är tämligen ringa. Det finns dock vissa centrala principer som kan vara värda att ta upp i denna framställning. En central ståndpunkt i HD:s argumentation var att ett tvångsinlösenförfarande ska ge samma ekonomiska resultat för minoritetsaktieägarna som en frivillig försäljning av andelarna. Vederlaget ska alltså varken vara högre eller lägre än vad det varit om minoritetsaktieägarna sålt sina aktier utan att tvångsinlösen var aktuellt. Dessutom framförde HD, med hänvisning till Gimomålet, att det ska bortses från aktiernas ställning som just minoritetsaktier vid värderingen.<sup>97</sup> Prejudikatet i Balkenmålet innebär att det verkliga värdet av aktierna ska ersättas, och vad gäller onoterade bolag ska aktiernas värde baseras på bolagets förmogenhetsställning och avkastningsförmåga.<sup>98</sup>

I de flesta fall fungerar aktiernas marknadsvärde som en bra värdemätare för att fastställa det verkliga värdet, men under vissa omständigheter måste detta frångås. I Gimomålet var marknadsvärdet på minoritetsaktierna så pass lågt i förhållande till resterande aktier att minoritetsaktierna skulle ha varit närmast värdelösa om marknadsvärdet användes vid värderingen. I sådana fall finns det skäl att frångå marknadsvärdet enligt HD:s domskäl i Balkenmålet. Det är dock oklart under vilka omständigheter marknadsvärdet ska frångås och alltså i vilken utsträckning uttalandena i Gimomålet om just detta blir aktuella.<sup>99</sup>

Enligt Sjöberg är syftet med bestämmelserna angående vederlaget att minoritetsaktieägarna ska ha en oförändrad förmogenhetsställning före respektive efter tvångsinlösenförfarandet. Detta uppnås på bästa sätt om lösenbeloppet motsvarar aktiernas marknadsvärde, och vad gäller onoterade andelar måste detta uppskattas.<sup>100</sup> Till stöd för detta använder sig Sjöberg av uttalanden i propositionen om att syftet bäst uppfylls om vederlaget bestäms efter aktiernas marknadsvärde.<sup>101</sup>

Det sagda innebär att marknadsvärdet för en aktie i normalfallet motsvarar det verkliga värdet i aktieägarens hand, samt att det är detta som ska ersättas vid ett tvångsinlösenförfarande. Begreppet ”verkligt värde” är dock, enligt Sjöberg, så pass oklart och innehållslöst att det inte kan användas vid rättstillämpningen.<sup>102</sup> Därför bör i stället begreppet ”marknadsvärde” användas, och vägledande för bedömningen av marknadsvärdet för onoterade andelar som inte är föremål för regelbunden handel ska vara det pris som kan påräknas vid

---

<sup>97</sup> Sjöberg (2007) s. 366 f.

<sup>98</sup> Ibid. s. 367.

<sup>99</sup> Ibid. s. 369 f.

<sup>100</sup> Ibid. s. 381.

<sup>101</sup> Ibid. s. 380. Se även prop. 2004/05:85 s. 449.

<sup>102</sup> Ibid. s. 388 f.

en försäljning under normala förhållanden.<sup>103</sup> Med ”normala förhållanden” avses den situation då det inte kan antas att värdet för en aktie är manipulerat på något sätt eller annars inte kan påstås motsvara det egentliga värdet.<sup>104</sup>

Sandström menar å sin sida att värderingar av aktier förutsätter antaganden och prognoser inför framtiden vilka är omöjliga att vara helt säkra på. Därför är det inte möjligt att fastställa en värderingsnorm som är generellt tillämplig utan värderingen får ta sin form utefter omständigheterna i varje enskilt fall.<sup>105</sup>

Lagstiftaren har haft en till synes stark ambition att använda sig av ett försäljningspris vid bestämmande av lösenbeloppet för minoritetsaktier. Detta kommer till uttryck dels i lagtexten (gällande noterade aktier), dels i förarbeten. I propositionen till 2005 års aktiebolag nämns nämligen att, i de fall handel förekommit med onoterade andelar, torde ”det pris som betalats vid sådana affärer kunna ligga till grund för lösenbeloppets bestämmande, under förutsättning att detta pris kan anses vara representativt för aktiens verkliga värde”.<sup>106</sup>

## 4.5 Avgöranden

### 4.5.1 Skiljedom 1

Majoritetsaktieägaren (ett aktiebolag) påkallade i början av 2010 tvångsinlösen av utevarande aktier i målbolaget. Vid denna tidpunkt ägde majoritetsaktieägaren drygt 95 % av aktierna i målbolaget. Påkallandet föregicks av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier i målbolaget mot ett vederlag om 0,14 ny aktie i majoritetsaktieägarens bolag för varje såld aktie i målbolaget, och det var genom detta erbjudande majoritetsaktieägaren uppnådde ett aktieinnehav som föranledde en rättighet att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier. Vidare blev huvudregeln tillämplig då det enligt skiljenämnden förelåg särskilda skäl att frågå särregeln.<sup>107</sup>

Cirka två månader före påkallandet från majoritetsaktieägarens sida så påkallade en av minoritetsaktieägarna tvångsinlösen, varför de båda förfarandena

---

<sup>103</sup> Sjöberg (2007) s. 382.

<sup>104</sup> Ibid. s. 393.

<sup>105</sup> Sandström (1976) s. 159.

<sup>106</sup> Prop. 2004/05:85 s. 812. Se även Sjöberg (2007) s. 392.

<sup>107</sup> Skiljedom 1 s. 1 f. och s. 17 ff.

hanterades tillsammans i ett gemensamt skiljeförfarande.<sup>108</sup> Majoritetsaktieägaren yrkade att skiljenämnden skulle fastställa lösenbeloppet till 2 kr per aktie medan X yrkade på i första hand 40 kr per aktie och gode mannen för resterande minoritetsaktieägare yrkade på 20 kr per aktie eller till det högre belopp som skiljenämnden skulle fastställa på yrkande av X.<sup>109</sup>

Gode mannen åberopade, till stöd för sin bedömning av aktiernas värde, en avkastnings- eller kassaflödesanalys utförd av KPMG. En sådan värdering krävde, enligt skiljenämnden, en mängd uppgifter av prognoskaraktär, varför det inte genom denna värdering var möjligt att komma fram till tillräckligt tillförlitliga resultat. Dessutom saknades koncernredovisning, och utöver detta var räkenskapsmaterialet för majoritetsaktieägaren bristfälligt.<sup>110</sup>

En värdering enligt vilken aktierna jämförs med andra aktier av liknande slag kunde företas, men skiljenämnden menade att en sådan jämförelse fordrar säkra uppgifter om bolaget samt de bolag detta ska jämföras med. Tillräckligt säkra uppgifter förelåg inte i detta fall enligt skiljenämnden.<sup>111</sup>

På grund av ovan anförda skäl kunde skiljenämnden endast luta sig mot en substansvärdering vilken utgick från bolagets ställning. I detta avseende fanns dels en due diligence-rapport som av skiljenämnden ansågs genomarbetad och tillförlitlig, dels en förvärvsanalys som genomfördes av majoritetsaktieägaren efter förvärvet.<sup>112</sup>

Skiljenämnden påpekade dock att det inte är tillräckligt att utgå från ett bolags tillgångars nettovärde, vilket blir resultatet av en substansvärdering. En mängd osäkerhets- och riskfaktorer måste beaktas även om de redan beaktats vid värderingen av de underliggande tillgångarna. Majoritetsaktieägaren menade vidare att aktier i bolag av målbolagets karaktär typiskt sett handlas med en viss rabatt (ca 40–50 %) i jämförelse med bolagets substans. Skiljenämnden fann det sannolikt att aktier i dessa bolag handlas med en viss rabatt med tanke på oklarheter och risker vid investeringar, och här menade nämnden att ett försäljningsvärde inte vanligtvis överstiger 75 % av nettovärdet enligt en substansvärdesberäkning.<sup>113</sup>

På grund av ovan anförda skäl beslutade skiljenämnden att vederlaget skulle motsvara 75 % av nettovärdet på aktierna baserade på substansvärderingen.

---

<sup>108</sup> Den enskilde minoritetsaktieägaren kallas här för ”X”. Skiljedom 1 s. 1 ff.

<sup>109</sup> Skiljedom 1 s. 3.

<sup>110</sup> Ibid. s. 20.

<sup>111</sup> Ibid. s. 20.

<sup>112</sup> Ibid. s. 20.

<sup>113</sup> Ibid. s. 20 f.

Därmed beslutade skiljenämnden att vederlaget för aktierna skulle bestämmas till 14 kr per aktie.<sup>114</sup>

## 4.5.2 Ballingslöv International AB (publ)

Stena Adactum AB ägde i maj 2008 38,4 % av aktierna i Ballingslöv International AB (publ), och valde då att utfärda ett offentligt erbjudande om förvärv av resterande aktier till ett pris om 185 kr per aktie.<sup>115</sup> Efter en split sänktes emellertid erbjudandet till 61,67 kr per aktie. Stena Adactum ägde efter erbjudandets utgång 80,2 % av aktierna i Ballingslöv, varpå Stena Adactum i december 2010 förvärvade ytterligare 15,9 % av aktierna mot ett vederlag om 42,50 kr per aktie. Efter dessa förvärv ägde Stena Adactum i december 2010 96,2 % av aktierna i Bolaget och valde då att påkalla tvångsinlösen av utestående aktier.<sup>116</sup> I januari 2011 erbjöd sig Stena Adactum att förvärva resterande aktier i Bolaget för ett pris om 42,50 kr per aktie, vilket accepterades i sådan utsträckning att Stena Adactum i mars 2011 ägde 99 % av aktierna i Ballingslöv.<sup>117</sup>

En god man förordnades för alla minoritetsaktieägare förutom Capital Cube AB, vilka valde att föra sin egen talan.<sup>118</sup> Majoritetsaktieägaren yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till 42,50 kr per aktie medan gode mannen yrkade att det skulle fastställas till i första hand 78 kr, i andra hand 62,50 kr och i tredje hand 52 kr. Capital Cube yrkade att lösenbeloppet per aktie skulle fastställas till i första hand 101,80 kr, i andra hand 96 kr och i tredje hand 79,50 kr.<sup>119</sup>

Skiljenämnden uttalade att huvudregeln var tillämplig i detta fall, och att vederlaget skulle motsvara det pris för aktien som kunde påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. Vidare angavs förhållandena på påkallandedagen som normalt sett avgörande för bestämmande av lösenbeloppet.<sup>120</sup>

Stena Adactum ansåg att vederlaget skulle baseras på det pris som betalats för aktierna i transaktionerna som genomfördes i december 2010 (42,50 kr per aktie), medan gode mannen och Capital Cube ansåg att dessa transaktioner

---

<sup>114</sup> Skiljedom 1 s. 21.

<sup>115</sup> Stena Adactum AB benämns ”Stena Adactum” eller ”Majoritetsaktieägaren”. Ballingslöv International AB (publ) benämns ”Ballingslöv” eller ”Bolaget”.

<sup>116</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 1 f.

<sup>117</sup> Ibid. s. 5.

<sup>118</sup> Capital Cube AB benämns ”Capital Cube”.

<sup>119</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 2 f.

<sup>120</sup> Ibid. s. 32.

inte skett under normala förhållanden. De ansåg i stället att lösenbeloppet skulle grundas på en värdering av aktien enligt kassaflödesmetoden eller på en jämförande värdering, vilket innebar en värdering som grundade sig på en jämförelse mellan Ballingslöv och andra bolag som bedrev liknande verksamheter. Alternativt borde värderingen, enligt gode mannen och Capital Cube, grunda sig på en kombination av nyssnämnda metoder.<sup>121</sup>

Skiljenämnden uttalade, med hänvisning till förarbetena, att prissättningen vid faktiskt genomförda försäljningar borde ges företräde framför teoretiska värderingar även i de fall då aktierna inte varit föremål för handel på en reglerad marknad. Detta gäller dock endast då försäljningspriset vid dessa försäljningar kan anses representativt och då det inte blivit påverkat av speciella faktorer. Detta beror, enligt skiljenämndens uttalande, bland annat på att teoretiska värderingar ofta är behäftade med stor osäkerhet och därför kan ge vitt skilda utfall beroende på val av parametrar samt vilka antaganden som görs vid värderingarna. Då dylika värderingar används ska, enligt lagstiftaren, dessa endast utgöra ett medel för att bestämma det pris aktien antas betinga vid en eventuell försäljning.<sup>122</sup>

Försäljningarna som skedde i december 2010 avseende 15,9 % av aktierna i Ballingslöv företogs av, bland andra, Fairford Holdings och två SEB-fonder.<sup>123</sup> Dessa kunde, enligt skiljenämnden, antas ha haft god förmåga att analysera och bedöma värdet på aktierna då de var professionella investerare. Dessutom hade Fairfords VD fram till 2009 varit styrelseledamot av Ballingslövs styrelse, vilket innebar att han antogs ha haft mycket god kunskap om bolaget. Detta talade enligt skiljenämnden för att det skulle läggas stor vikt vid vederlaget vid dessa försäljningar. En omständighet att beakta var dock att försäljningarna företogs av endast sex aktieägare, vilket innebar att det fanns anledning att undersöka huruvida det förelegat speciella omständigheter som medfört att säljarna varit redo att sälja sina aktier till ett lägre pris än motsvarande marknadsvärdet.<sup>124</sup>

Speciella omständigheter enligt ovan kunde föreligga exempelvis då en säljare av rättsliga eller finansiella skäl varit mer eller mindre tvungen att sälja sina aktier. I detta fall gjorde gode mannen och Capital Cube gällande att det förelegat sådana speciella omständigheter, men skiljenämnden uttalade att detta inte bevisats. Däremot hade det, enligt skiljenämnden, visats att försäljningarna i december 2010 var ett resultat av en tids förhandlingar mellan säljarna å ena sidan och Stena Adactum å andra sidan. Detta tydde på att det

---

<sup>121</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 33.

<sup>122</sup> Ibid. s. 33.

<sup>123</sup> Fairford Holdings benämns ”Fairford”.

<sup>124</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 33.

kunde presumeras att säljarna, eller i alla fall Fairford och SEB som var professionella investerare, grundat sina försäljningar på rationella skäl och att de ansett sig erhålla ett vederlag som motsvarade marknadsvärdet.<sup>125</sup>

Faktumet att ca 73,1 % av alltjämt utestående aktier i Bolaget såldes mot ett vederlag om 45,50 kr per aktie genom ett underhandserbjudande i anslutning till påkallandet av tvångsinlösen utgjorde, enligt skiljenämnden, ytterligare ett skäl att anse detta pris som rimligt. 95 % av de aktier som inte ägdes av Stena Adactum före december 2010 förvärvades av Stena Adactum mot ett vederlag om 42,50 kr per aktie genom dels transaktionerna i december 2010, dels underhandserbjudandet i anslutning till påkallandet av tvångsinlösen i början av 2011.<sup>126</sup>

Aktierna i Ballingslöv var börsnoterade fram till december 2008, vilket enligt skiljenämnden innebar att förvärv som skedde över börsen låg för långt bak i tiden för att kunna beaktas. Av samma anledning uttalade skiljenämnden att det offentliga erbjudandet i maj 2008 (både före och efter revidering) inte kunde beaktas vid bedömningen av aktievärdet vid påkallandetidpunkten (i december 2010).<sup>127</sup>

Gode mannen och Capital Cube stödde sina yrkanden om högre lösenbelopp än 42,50 kr per aktie på ekonomiska analyser. Den analys som gode mannen hänvisade till var utfärdad av Ernst & Young medan Capital Cube utfört sin analys själva.<sup>128</sup> Skiljenämnden menade att sådana ekonomiska analyser, även om en analys av E&Y bör tillmätas större vikt än en motsvarande analys utförd av en av parterna, kan leda till vitt skilda resultat beroende på vilka parametrar analysen tar hänsyn till samt vilka prognoser och antaganden som görs. I detta fall hade dessutom Stena Adactum, genom en liknande analys men med justeringar av vissa parametrar, kommit fram till väsentligt lägre värden än vad parterna gjort.<sup>129</sup>

Mot bakgrund av ovanstående kom skiljenämnden fram till att de ekonomiska analyserna inte kunde tillbringas ett sådant värde att de kunde rubba den värdering som grundades på att en stor del av aktierna i Ballingslöv såldes mot ett vederlag om 42,50 kr per aktie under december 2010 samt i början av 2011. Därför beslutade skiljenämnden att lösenbeloppet skulle fastställas till 42,50 kr per aktie i Ballingslöv för resterande aktier.<sup>130</sup>

---

<sup>125</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 33 f.

<sup>126</sup> Ibid. s. 34.

<sup>127</sup> Ibid. s. 34.

<sup>128</sup> Ernst & Young benämns ”E&Y”.

<sup>129</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 35.

<sup>130</sup> Skiljedom angående Ballingslöv (2012) s. 35.



### 4.5.3 Ekerö Energi AB

Ekerö Energi AB var vid tiden för tvångsinlösenpåkallandet ett onoterat privat aktiebolag, och majoritetsaktieägaren som påkallade tvångsinlösen var Fortum Sweden AB.<sup>131</sup> Förfarandet föregicks av ett offentligt erbjudande vilket resulterade i en acceptgrad som understeg nio tiondelar av de med erbjudandet avsedda aktierna, vilket ledde till att huvudregeln ansågs tillämplig.<sup>132</sup> Därför skulle lösenbeloppet bestämmas så att det motsvarade det pris för aktien som kunde påräknas vid en försäljning under normala förhållanden vid tidpunkten för påkallande av skiljeförfarandet.<sup>133</sup>

I det offentliga erbjudandet erbjöds minoritetsaktieägarna att sälja sina aktier till Fortum mot ett vederlag om 12 000 kr per aktie. Det var även detta vederlag som Fortum yrkade att skiljenämnden skulle fastställa såsom lösenbelopp, medan gode mannen och resterande minoritetsaktieägare yrkade att skiljenämnden skulle fastställa ett högre vederlag per aktie.<sup>134</sup>

Gode mannen å ena sidan ansåg att lösenbeloppet skulle fastställas utifrån en teoretisk värdering av aktierna, och beloppet som yrkades grundades på en företagsvärdering utförd av PricewaterhouseCoopers.<sup>135</sup> Fortum å andra sidan ansåg att det saknades skäl att använda sig av en teoretisk företagsvärdering då marknadspriset kunde härledas ur den handel som företagits med aktierna.<sup>136</sup>

Skiljenämnden menade i sina domskäl att det först och främst fanns anledning att pröva huruvida Fortums förvärv av aktier kort tid före påkallandedagen varit av sådan omfattning och annars genomförts under sådana omständigheter att vederlaget vid dessa förvärv kunde anses motsvara aktiernas verkliga värde. Skiljenämnden kom vid denna prövning fram till att faktumet att över 15 % av det totala antalet aktier i Ekerö Energi och över 84 % av de aktier i Ekerö Energi som ägdes av andra än Fortum överläts till Fortum en kort tid före påkallandet till ett vederlag om 12 000 kr per aktie tydde på att dessa försäljningar måste tillmätas stor vikt vid bestämmande av lösenbeloppet så länge det inte fanns skäl att frångå denna ståndpunkt.<sup>137</sup>

---

<sup>131</sup> Ekerö Energi AB benämns ”Ekerö Energi” eller ”Bolaget”. Fortum Sweden AB benämns ”Fortum” eller ”Majoritetsaktieägaren”.

<sup>132</sup> Skiljedom angående Ekerö Energi (2011) s. 1.

<sup>133</sup> Ibid. s. 15.

<sup>134</sup> Ibid. s. 1 f.

<sup>135</sup> PricewaterhouseCoopers benämns ”PwC”.

<sup>136</sup> Skiljedom angående Ekerö Energi (2011) s. 9.

<sup>137</sup> Ibid. s. 16.

Gode mannen och en minoritetsaktieägare som förde sin egen talan framhöll att priset som Fortum betalat för dessa aktier varit påverkat av att Fortum var den enda potentiella köparen vid tiden för förvärven samt att en närstående till den avgångne verkställande direktören i Bolaget sålt sina aktier som ett led i uppgörelsen mellan bolaget och den avgångne verkställande direktören. Utöver detta var många av övriga aktier även sålda av personer med anknytning till Ekerö Energi. Därför ansågs det att priset som Fortum betalat vid sina förvärv inte kunde anses representativt för aktiernas verkliga värde.<sup>138</sup>

Skiljenämnden menade att priset som betalats för aktierna, trots att Fortum i realiteten var den enda möjliga köparen av aktierna, inte kunde anses oskäligt. I detta resonemang framhölls även att vederlaget förhandlats fram mellan aktieägare med anknytning till Bolaget å ena sidan och Fortum å andra sidan.<sup>139</sup>

Utlåtanden hade gjorts av PwC, SET Revision AB samt KPMG AB.<sup>140</sup> Dessa utlåtanden grundade sig på professionella analyser av Ekerö Energi samt avkastningsvärderingar som grundade sig på rörelseresultat, omsättningstillväxt, försäljningsmarginal och så vidare under föregående år samt med avseende på den förväntade utvecklingen under kommande år. Dessa utlåtanden utmynnade i uppskattningar av aktievärdet, och slutsatserna i utlåtandena skiljde sig åt väsentligen på grund av bland annat differerande antaganden om kommande försäljningsmarginaler, befolkningsutveckling i kommunen och intäkter. Dessa vitt skilda slutsatser angående Ekerö Energis framtida intjäningsförmåga och ekonomiska styrka i övrigt ansågs av skiljenämnden vara grundade på osäkra bedömningar.<sup>141</sup>

Skiljenämnden uttalade vidare att det i och för sig var riktigt att värderingen av ett onoterat bolag vars aktier inte varit föremål för relevant handel bör ta utgångspunkt i vedertagna normer för beräkning bolagsvärdet och således aktievärdet som en del i detta. Dock var beräkningarna i detta fall inte av sådan säkerhet att de kunde leda till att större vikt fästes vid beräkningarna än vid förhållandet att en betydande andel av aktierna köptes för 12 000 kr per aktie en kort tid före påkallandet. Därför menade skiljenämnden att detta vederlag fick anses utgöra det pris som kunde påräknas vid en försäljning under normala förhållanden, varför lösenbeloppet i detta tvångsinlösenförfarande fastställdes i enlighet med detta pris.<sup>142</sup>

---

<sup>138</sup> Skiljedom angående Ekerö Energi (2011) s. 16.

<sup>139</sup> Ibid. s. 17.

<sup>140</sup> SET Revision AB benämns ”SET”. KPMG AB benämns ”KPMG”.

<sup>141</sup> Skiljedom angående Ekerö Energi (2011) s. 18.

<sup>142</sup> Skiljedom angående Ekerö Energi (2011) s. 18.

#### 4.5.4 VLT AB (publ)

Liberala Tidningar i Mellansverige AB påkallade den 26 september 2008 tvångsinlösen av utestående aktier i VLT AB samtidigt som tvisten hänsköts till skiljenämnd.<sup>143</sup> LT ägde då, tillsammans med dotterbolag, mer än nio ti-  
ondelar av aktierna i VLT.<sup>144</sup>

Den 30 juli 2008 förvärvade LT, som innan denna tidpunkt ägt 62,5 % av aktierna i VLT, ytterligare 30,2 % av aktierna genom en uppgörelse med ett större antal minoritetsaktieägare. Enligt denna uppgörelse uppgick vederlaget till 239 kr per aktie i VLT. Vid tiden för påkallandet uppgick LT:s ägarandel i VLT, tillsammans med dotterbolaget Promedia Intressenter i Mellansverige AB, till 97,2 % av aktierna.<sup>145</sup>

VLT var, fram till och med den 31 oktober 2008, noterat på NASDAQ OMX First North som är en oreglerad marknad.<sup>146</sup> LT yrkade att skiljenämnden skulle fastställa lösenbeloppet till det noterade värdet på VLT-aktien vid tiden för påkallandet, detta genom en analog tillämpning av särregeln och på grund av att First North var att jämföras med en reglerad marknad.<sup>147</sup> Gode mannen bestred att lösenbeloppet skulle motsvara det noterade värdet på påkallandedagen och grundade detta på att huvudregeln i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL inte kunde tillämpas analogt i första hand och i andra hand att särskilda skäl att frångå det noterade värdet förelåg.<sup>148</sup> Gode mannen yrkade att lösenbeloppet skulle bestämmas till 285 kr i första hand, 269,50 kr i andra hand och 251 kr i tredje hand.<sup>149</sup>

Gode mannen grundade sitt förstahandsyrkande på en substansvärdesberäkning baserad på en beräkning av justerat kapital utförd av KPMG vilken bekräftades av en jämförande värdering utförd av Deloitte, medan andrahandsyrkandet utgjorde mittpunkten i Deloitte's resultatintervall efter den jämförande värderingen. Tredjehandsyrkandet grundade sig på ett utlåtande från Deloitte angående vederlaget (som i vissa fall bestått av preferensaktier och skuldebrev utgivna av Promedia) vid förvärvet av aktier som skedde den 30 juli 2008.<sup>150</sup>

---

<sup>143</sup> Liberala Tidningar i Mellansverige AB benämns "LT" eller "Majoritetsaktieägaren". VLT AB benämns "VLT" eller "Bolaget".

<sup>144</sup> Skiljedom angående VLT (2010) s. 2.

<sup>145</sup> Promedia Intressenter i Mellansverige AB benämns "Promedia". Se skiljedom angående VLT (2010) s. 3 f.

<sup>146</sup> NASDAQ OMX First North benämns "First North".

<sup>147</sup> Skiljedom angående VLT (2010) s. 4 f.

<sup>148</sup> Ibid. s. 5.

<sup>149</sup> Ibid. s. 5.

<sup>150</sup> Skiljedom angående VLT (2010) s. 5 f.

Skiljenämnden konstaterade först och främst att regeln i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL om att börskursen ska fungera som måttstock inte var tillämplig i detta fall. Inte heller en analog tillämpning kunde ske av denna regel då den, enligt skiljenämnden, inte lämpade sig för att bli analogiskt tillämpad med tanke på dess karaktär.<sup>151</sup> Därför skulle, enligt skiljenämnden, första meningen i nämnda stycke tillämpas, precis som vid tvångsinlösen av onoterade andelar i vanliga fall.<sup>152</sup>

I stället för att använda presumptionsregeln om börskursen som måttstock valde skiljenämnden att pröva huruvida det noterade värdet under den närmaste tiden före påkallandedagen kunde anses representativt för aktiernas värde. Inom ramarna för denna bedömning framhöll skiljenämnden att handeln varit av relativt ringa omfattning, vilket haft med de genomförda uppköpen att göra. Trots detta ansåg skiljenämnden att tillräcklig handel skett med aktien för att kunna lägga den noterade kursen till grund för aktiens värde. Detta på grund av att aktien, trots den ringa handeln, legat på en stabil nivå vilken motsvarat dels vederlaget som betalades den 30 juli 2008, dels det erbjudna vederlaget enligt det offentliga erbjudandet per den 1 augusti 2008.<sup>153</sup>

Skiljenämnden fäste ingen vikt vid de teoretiska värderingarna som åberopats av gode mannen, detta då de var översiktligt genomförda samt då de till stor del grundade sig på antaganden och prognoser. Skiljenämnden framhöll även att en värdering av VLT-aktien grundad på en teoretisk värdering av Bolaget fördelat på Bolagets aktier inte i sig medförde att priset som marknaden satt på aktierna inte skulle kunna anses representativt för aktiernas värde.<sup>154</sup> Skiljenämnden beslutade därför att lösenbeloppet skulle fastställas till 239 kr per aktie.<sup>155</sup>

## 4.6 Analys och slutsatser

Vad gäller värdering av onoterade aktier måste denna ske utifrån de faktiska omständigheterna i varje enskilt fall. Förutsättningarna för denna värdering ska inte påverkas av argument om minoritetsskydd eller liknande.<sup>156</sup>

Enligt vad som framkommit av lagstiftning, förarbeten och doktrin ovan kan fastställas att aktiernas verkliga värde, eller marknadsvärde, ska ligga till

---

<sup>151</sup> Skiljedom angående VLT (2010) s. 32.

<sup>152</sup> Ibid. s. 32 f.

<sup>153</sup> Ibid. s. 34.

<sup>154</sup> Ibid. s. 36.

<sup>155</sup> Ibid. s. 36.

<sup>156</sup> Sjöberg (2007) s. 393.

grund för lösenbeloppet. Målsättningen är nämligen att minoritetsaktieägarnas förmögenhetsställning ska vara densamma före respektive efter ett tvångsinlösenförfarande. Däremot saknas klara riktlinjer för hur värderingen ska ske, och det är således upp till rättstillämparen att i princip helt fritt avgöra detta.

Vad gäller onoterade andelar måste ett marknadsvärde uppskattas, och denna uppskattning kan ske på flertalet olika sätt. En metod som lyfts fram i förarbetena är att det pris som betalats vid tidigare transaktioner gällande onoterade andelar bör kunna vara vägledande. Detta är dock under förutsättning att detta pris kan anses representativt för aktiens verkliga värde.<sup>157</sup> Utöver detta nämns inte mycket handfast vad gäller värdering av aktier i onoterade bolag, vilket lämnar det relativt fritt upp till rättstillämparen att avgöra vilka metoder som ter sig lämpligast i denna fråga.

De olika metoder som åberopas av parterna i skiljeförfaranden hänför sig i de flesta fall till tidigare handel med aktierna (ofta genom offentliga uppköpserbjudanden) samt olika teoretiska värderingar vilka framförallt består av avkastningsvärderingar, substansvärderingar och jämförande värderingar. De olika metoderna får olika stor genomslagskraft hos skiljenämnderna, ofta med hänvisning till att vissa metoder utgör säkrare värderingsmetoder än andra. Nedan redovisas en sammanfattande analys av vad genomgången av lagtext, förarbeten, doktrin och avgöranden i skiljenämnder resulterat i vad gäller värdering av onoterade andelar.

Enligt denna genomgång av avgöranden verkar tidigare handel, vilken företagets i relativt stor omfattning och kan anses pålitlig som värdeindikator för aktierna, ha företräde framför teoretiska värderingsmetoder.<sup>158</sup> Detta innebär i praktiken att tillämpningsområdet för presumtionsregeln i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL utvidgas på så sätt att vederlaget vid handel även med onoterade andelar fungerar som måttstock vid bestämmande av lösenbelopp. Detta till trots att det varken anges i lagtext eller förarbeten att denna presumtionsregel ska vara analogt tillämplig på onoterade aktier vilka varit föremål för handel. Den analogiska tillämpningen sker inte uttryckligen, men resultatet av resonemanget blir detsamma som om så vore fallet.

I de fall det inte förekommit handel i tillräcklig utsträckning, eller då handeln som skett inte kan anses representativ för aktiernas verkliga värde, måste skiljenämnden vända sig till teoretiska metoder för värdering av aktierna. Då är

---

<sup>157</sup> Prop. 2004/05:85 s. 812.

<sup>158</sup> Se 4.5.2 och avsnitt 4.5.4 ovan.

framförallt en substansvärdering, avkastningsanalys och jämförande värdering användbara. Enligt praxisgenomgången verkar en substansvärdering gå före de två sistnämnda, och detta motiveras med hjälp av argument som tar sikte på osäkerheten i en avkastningsanalys och en jämförande värdering.<sup>159</sup>

En avkastningsvärdering är i många fall osäker på grund av att en sådan värdering kräver en mängd uppgifter av prognoskaraktär.<sup>160</sup> Därför är det ofta inte möjligt att komma fram till tillräckligt tillförlitliga resultat för att lägga avkastningsanalysen till grund för lösenbeloppet. Dessutom finns det en stor risk för att små skillnader i ingångsvärden och prognoser leder till stora skillnader i slutresultatet.<sup>161</sup>

En jämförande analys i vilken målbolagets aktie jämförs med andra aktier av liknande slag fordrar relativt säkra uppgifter om målbolaget samt de bolag som målbolaget ska jämföras med. Det kan tänkas mycket svårt att uppnå sådan tillräcklig säkerhet i dessa uppgifter, vilket låg till grund för att en jämförande analys inte tillämpades i skiljedomen i avsnitt 4.5.1 ovan.

Trots att teoretisk värdering ofta åberopas vinner en sådan värderingsmetod föga framgång i de flesta skiljeförfaranden, framförallt då skiljeförfarandet föregåtts av handel med aktierna i icke ringa omfattning (med eller utan ett offentligt erbjudande).<sup>162</sup> Trots detta utförs omfattande teoretiska företagsvärderingar inom ramarna för många skiljeförfaranden, vilket ofta sker till höga kostnader.

---

<sup>159</sup> Se avsnitt 4.5 ovan.

<sup>160</sup> Se avsnitt 4.5.1 ovan.

<sup>161</sup> Se avsnitt 4.3.2 ovan.

<sup>162</sup> Se t.ex. avsnitt 4.5.4 ovan.

# 5 ”Särskilda skäl” i 22 kap. 2 § andra stycket ABL

## 5.1 Inledning

I detta kapitel kommer den så kallade huvudregeln i 22 kap. 2 § andra stycket ABL behandlas. Närmare bestämt kommer rekvisitet ”särskilda skäl” i styckets andra mening få ett innehåll genom studier samt en analys av främst förarbeten, reglering och skiljedomar. Om särskilda skäl föreligger så kan det börsnoterade värdet frångås vid värderingen av börsnoterade aktier som är föremål för tvångsinlösen. Rekvisitet har därmed en central betydelse för värderingen av aktier som är föremål för handel på en reglerad marknad.

## 5.2 ”Särskilda skäl” enligt lagmotiven

Enligt förarbetena måste börskursens värde som måttstock kunna prövas då det noterade värdet inte alltid stämmer överens med aktiernas verkliga värde. Omständigheter som ska leda till en annan värdering av aktierna än enligt det noterade värdet är sådana som leder till att det noterade värdet inte är representativt för det verkliga värdet vid värderingstidpunkten.<sup>163</sup> Det måste dock, vilket framgår av lagtexten, föreligga ”särskilda skäl” för att marknadsvärdet ska frångås.

Innan rekvisitet ”särskilda skäl” avhandlas bör någonting nämnas om rekvisitet ”normala förhållanden” i styckets första mening. Här stadgas nämligen att lösenbeloppet för en aktie ska motsvara priset för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden.<sup>164</sup> Tolkningen av detta rekvisit blir avgörande för vilka justeringar från det förväntade marknadspriset som kan göras, både vad gäller börsnoterade och icke-börsnoterade aktier. Enligt propositionen innebär rekvisitet att rättstillämparen ska bortse från sådana faktorer som mera tillfälligt påverkat aktiernas värde.<sup>165</sup> Dessa faktorer samt vad som avses med ”mera tillfälligt” preciseras inte närmare i varken förarbeten eller lagtext.

---

<sup>163</sup> SOU 1997:22 s. 282.

<sup>164</sup> Se 22 kap. 2 § 2 stycket första meningen ABL.

<sup>165</sup> Prop. 2004/05:85 s. 812.

Utredningskommittén gav i sin utredning exempel på vad som kan utgöra särskilda skäl.<sup>166</sup> Exempelvis kan det handla om att kursen manipulerats genom olika förfaranden. Dessa förfaranden måste inte vara straffbelagda såsom vid exempelvis svindleri (9 kap. 9 § BrB) eller otillbörlig kurspåverkan (7 kap. 1 § LHF), utan det kan även handla om exempelvis manipulation genom vilseledande eller utelämnad information av mildare grad. I undantagsfall kan även omständigheten att en särskild aktie sällan är föremål för handel leda till att det noterade värdet inte är tjänligt som måttstock för aktiens värde.<sup>167</sup>

Enligt regeringens proposition bör utrymmet för att frånga det marknadsnoterade värdet vara större än vad kommittén angav. Det finns fler situationer då börskursen kan vara olämplig som måttstock. Exempel på sådana situationer är då kursen sjunkit på grund av majoritetsägarens agerande, detta trots att det inte förekommit något vilseledande eller otillbörligt förfarande från dennes sida. Med tanke på att det finns ett brett spektra av omständigheter som kan leda till att börskursen är olämplig att rätta sig efter så måste, enligt propositionen, den som ska döma i en tvist om lösenbeloppets storlek, noga analysera alla omständigheter som kan innebära att marknadsvärdet inte är en lämplig måttstock på aktiernas värde.<sup>168</sup>

Det är dock viktigt att ha i åtanke att det finns en huvudregel av en anledning. Denna bör inte utan vidare frångås, utan det krävs att situationen i fråga ska skilja sig från normalfallet för att börskursen ska frångås. Därför menade regeringen i sin proposition att formuleringen med innebörden att noterade aktier ska värderas enligt sitt noterade värde om inte särskilda skäl föranleder annat är lämplig.<sup>169</sup>

Enligt förarbetena ska, då en värdering av ett bolag leder till ett högre aktievärde än det noterade värdet, detta inte ensamt leda till att aktierna värderas högre än det noterade värdet.<sup>170</sup> Det krävs alltså någonting mer för att värderingen ska frånga marknadsvärdet, men vad detta är finns inte stadgat i lagtext och det finns inte heller någon uttömmande lista i exempelvis förarbeten. Det är således upp till doktrin och praxis att ge rekvisitet ”särskilda skäl” ett innehåll.

---

<sup>166</sup> SOU 1997:22.

<sup>167</sup> Ibid. s. 282 f.

<sup>168</sup> Prop. 2004/05:85 s. 450 f.

<sup>169</sup> Ibid. s. 451.

<sup>170</sup> SOU 1997:22 s. 283.



## 5.3 ”Särskilda skäl” enligt doktrin

Uttalandena i propositionen angående ”särskilda skäl” tar sikte på situationer då det noterade värdet inte motsvarar aktiens verkliga värde, och detta kan bli gällande på grund av flertalet olika omständigheter. Exempel som tas upp i propositionen är då aktierna sällan är föremål för handel samt fall då kursen har påverkats genom exempelvis vilseledande eller utebliven information. I propositionen nämns även fall då majoritetsaktieägaren agerat så att kursen kan antas ha påverkats till nackdel för minoritetsaktieägarna.<sup>171</sup> Enligt Sjöberg är det i det sistnämnda fallet just kurspåverkan som avses, och alltså inte fall då det verkliga värdet av aktierna påverkats.<sup>172</sup>

Enligt Sjöberg krävs det generellt sett mycket för att den lagtekniska termen ”särskilda skäl” ska vara uppfylld. Han anser vidare att det, för en skiljenämnd, som i ett enskilt fall ska komma fram till att en aktiekurs påverkats av yttre faktorer i den grad att rekvisitet kan anses vara uppfyllt är mycket svårt och känsligt då lagstiftaren inte givit några klara instruktioner.<sup>173</sup>

I propositionen framhålls att det är skiljenämnden eller domstolen som i varje enskilt fall noggrant ska överväga huruvida det finns omständigheter som föranleder att börskursen inte är en lämplig måttstock på aktiens värde. Vidare anges att det bör vara en situation som skiljer sig från normalfallet och att börskursen inte ska kunna frångås utan vidare.<sup>174</sup> Uttalandet att fallet ska ”skilja sig från normalfallet” synes vara självklart, och detta uttalande synes inte ställa några särskilt stränga krav på en restriktiv tillämpning.<sup>175</sup>

Omständigheten att ett uppköpserbjudande som inte accepteras i sådan grad att särregeln blir tillämplig kan, enligt Sjöbergs tolkning av uttalandena i propositionen, tala för att ”särskilda skäl” är uppfyllt om det noterade värdet påverkats av budet.<sup>176</sup> En annan situation som kan föranleda att rekvisitet ”särskilda skäl” är uppfyllt är då en dominerande ägare redan innan ett offentligt erbjudande eller liknande kan antas vara benägen att i framtiden påkalla tvångsinlösen. När det, enligt marknaden, föreligger en hög sannolikhet för att ett tvångsinlösenförfarande ska inledas, finns det en stor risk att kursen anpassas till förväntningarna om ett lösenbelopp snarare än till den förväntade

---

<sup>171</sup> Prop. 2004/05:85 s. 812.

<sup>172</sup> Sjöberg (2007) s. 403.

<sup>173</sup> Ibid. s. 406.

<sup>174</sup> Prop. 2004/05:85 s. 451.

<sup>175</sup> Sjöberg (2007) s. 406.

<sup>176</sup> Ibid. s. 404.

framtida avkastningen.<sup>177</sup> Även en sådan situation kan, enligt förarbetena, föranleda att ”särskilda skäl” anses uppfyllt.<sup>178</sup>

Exempel från senare praxis under 1975 års aktiebolagslag talar för att särskilda skäl att frångå det noterade värdet anses föreligga då skiljenämnden har ansett att kursen påverkats av befogade förväntningar angående ett tvångsinlösenförfarande. I en tvist från 2006 valde skiljenämnden att frångå börskursen vid fastställande av vederlaget då kursen på påkallandedagen varit påverkad av antaganden om lösenbelopp vid ett framtida eventuellt tvångsinlösenförfarande. I detta fall ägde den dominerande aktieägaren närmare 90 % av aktierna i målbolaget samt hade krav på sig att minska sitt innehav. Alternativet att öka innehavet och företa tvångsinlösen fanns också, och därför fanns det hög sannolikhet för att just detta skulle ske. Efter att ha företagit en jämförande värdering mellan börskursen på påkallandedagen å ena sidan och målbolagets nyckeltal å andra sidan kom skiljenämnden fram till att särskilda skäl förelåg för att frångå börskursen vid fastställande av värdet på målbolagets aktier.<sup>179</sup>

De situationer som, enligt uppräkningsarna i förarbetena, kan föranleda särskilda skäl att bortse från börskursen berör endast situationer då börskursen påverkats på något sätt. Detta är i och för sig naturligt, då syftet är att finna marknadsvärdet på minoritetsaktierna. Om det är så att det endast är påverkan på börskursen som kan föranleda en tillämpning av bestämmelsen så innebär det att det inte finns någon möjlighet för rättstillämparen att justera vederlaget på grund av värdepåverkan genom exempelvis avledande av vinster eller liknande i målbolaget. Korrigering kan dock ske då börskursen inte motsvarar det egentliga värdet på aktierna, men denna kan då egentligen bara ske på så sätt att vederlaget efter korrigeringen motsvarar värdet enligt nu gällande förhållanden.<sup>180</sup>

## 5.4 Värderingsutlåtande

De svenska reglerna om offentliga uppköpserbjudanden utgör ett regelverk för offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier som handlas på en reglerad marknad.<sup>181</sup> Enligt III.3 i Takeover-reglerna ska målbolaget inhämta och offentliggöra ett värderingsutlåtande avseende aktierna i målbolaget. Detta värderingsutlåtande ska inhämtas från oberoende expertis.

---

<sup>177</sup> Sjöberg (2007) s. 404.

<sup>178</sup> Prop. 2004/05:85 s. 451.

<sup>179</sup> Skiljedom angående Utfors AB (2006) s. 17 f.

<sup>180</sup> Sjöberg (2007) s. 406.

<sup>181</sup> Reglerna benämns ”Takeover-reglerna”.

Enligt kommentarerna till bestämmelsen ovan syftar kravet på ett värderingsutlåtande till att motverka den informationsobalans som kan föreligga då en styrelseledamot, ledande befattningshavare eller liknande i målbolaget lämnat eller deltagit i ett offentligt erbjudande. Vidare ska även en så kallad ”fairness opinion” anses som ett värderingsutlåtande. En fairness opinion utgörs av ett utlåtande som ur ett finansiellt perspektiv behandlar ett offentligt erbjudandes skälighet för aktieägarna vars aktier omfattas av erbjudandet.<sup>182</sup>

## 5.5 Avgöranden

### 5.5.1 Skiljedom 2

Denna skiljedom rör både rekvisitet ”skäl” i 22 kap. 2 § tredje stycket ABL och rekvisitet ”särskilda skäl” i 22 kap. 2 § andra stycket ABL. Den redovisas och diskuteras i detta kapitel på grund av att rekvisitet ”särskilda skäl” diskuteras mer ingående, men den är av stor relevans även för diskussionen under nästkommande kapitel.

Påkallande part i detta tvångsinlösenförfarande var majoritetsaktieägaren, vars aktieinnehav i målbolaget genom indirekt ägande (genom ett dotterbolag) uppgick till cirka 80 % av det totala antalet aktier den 15 april 2013.<sup>183</sup> Detta efter att majoritetsaktieägaren denna dag förvärvat de 50 % av det totala antalet aktier i Dotterbolaget som majoritetsaktieägaren inte redan ägde. Dessa förvärvade majoritetsaktieägaren från bolaget ”X”.<sup>184</sup> Aktiemarknadsnämnden gav, genom ett uttalande av den 15 april 2013, majoritetsaktieägaren sex månaders anstånd med att antingen minska sitt aktieinnehav i målbolaget till under gränsen för budplikt eller lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva utestående aktier i målbolaget.<sup>185</sup>

På grund av ovan anförda omständigheter lämnade majoritetsaktieägaren i slutet av september 2013 ett offentligt erbjudande till ägarna av de utestående aktierna i målbolaget, detta mot ett vederlag om 4 kr per aktie. Detta vederlag grundade sig på den volymvägda genomsnittskursen för målbolagets B-aktie under de 20 börsdagar som föregick dagen för offentliggörandet av erbjudandet.<sup>186</sup>

---

<sup>182</sup> Se Kollegiet för svensk bolagsstyrnings kommentar till Takeover-reglerna, avsnitt III.3.

<sup>183</sup> Dotterbolaget till majoritetsaktieägaren benämns ”Dotterbolaget”.

<sup>184</sup> Skiljedom 2 s. 2 f.

<sup>185</sup> Ibid. s. 3.

<sup>186</sup> Ibid. s. 3.

Vid acceptfristens utgång (som flyttades från den 10 till den 24 november 2013) kontrollerade majoritetsaktieägaren och Dotterbolaget sammanlagt motsvarande 97 % av aktierna i målbolaget. Merparten av förvärvade aktier hade förvärvats i enlighet med erbjudandet, men en del hade förvärvats utanför detta.<sup>187</sup> Den 13 november 2013 ägde majoritetsaktieägaren och Dotterbolaget cirka 95 % av aktierna i målbolaget, och då valde majoritetsaktieägaren att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier. Sedermera återkallade majoritetsaktieägaren påkallelsen av tvångsinlösen, men gode mannen och de minoritetsaktieägare som förde sin egen talan begärde då att få minoritetsaktierna inlösta.<sup>188</sup>

Av utrymmesskäl kommer endast gode mannens yrkanden och grunder redovisas för här. Yrkanden från de minoritetsaktieägare som valde att föra sin egen talan bygger till stor del på samma omständigheter som gode mannen åberopat till stöd för sin talan. Majoritetsaktieägaren å ena sidan yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till 4 kr per aktie, medan gode mannen å andra sidan yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till 4,5 kr per aktie.<sup>189</sup>

Majoritetsaktieägaren menade att lösenbeloppet skulle motsvara börskursen, vilket gäller enligt huvudregeln i 22 kap. 2 § andra stycket ABL, samt att börskursen på påkallandedagen skulle vara vägledande i enlighet med 22 kap. 2 § tredje stycket ABL.<sup>190</sup> Majoritetsaktieägaren menade vidare att det inte förelåg ”särskilda skäl” att frångå börskursen eller ”skäl” att frångå påkallandedagen. Vidare uttalades att, som svar på invändningar från gode mannen angående att börskursen vid tidpunkten för förvärvet av 50 % av aktierna i Dotterbolaget borde tjäna som utgångspunkt för värderingen, att det inte förelåg skäl att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt då det inte förekommit några onormala marknadsvängningar samt att börskursen inte på ett märkbart sätt påverkats av majoritetsaktieägarens inlösenrätt vid denna tidpunkt.<sup>191</sup>

Gode mannen menade att det förelåg särskilda skäl att frångå börskursen vid bestämmande av lösenbelopp, detta då det förelegat speciella omständigheter som medfört att börskursen inte var representativ för aktiernas marknadsvärde.<sup>192</sup> Dessa omständigheter utgjordes bland annat av faktumet att börskursen kan antas ha påverkats av offentliggörandet den 15 april 2013 angående att majoritetsaktieägaren nått en position vilken medförde budplikt.<sup>193</sup>

---

<sup>187</sup> Skiljedom 2 s. 4.

<sup>188</sup> Ibid. s. 4 f.

<sup>189</sup> Ibid. s. 5.

<sup>190</sup> Ibid. s. 6 f.

<sup>191</sup> Ibid. s. 7.

<sup>192</sup> Ibid. s. 9 f.

<sup>193</sup> Ibid. s. 11.

Lösenbeloppet skulle, enligt gode mannen, motsvara den ersättning som X erhöll för aktierna i Rörvik av den 15 april 2013. Denna ersättning uppgick till 4 kr per aktie plus en tilläggsköpeskilling som kunde beräknas till 0,5 kr per aktie enligt ett yttrande från Mazars Corporate Finance. Sammanlagt medförde detta ett vederlag om 4,5 kr per aktie.<sup>194</sup> Det sagda innebar ett frångående av både börskursen som måttstock samt påkallandedagen som värderingstidpunkt, vilket innebär att gode mannen argumenterade för att både rekvisitet ”särskilda skäl” i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL samt rekvisitet ”skäl” i 22 kap. 2 § tredje stycket andra meningen ABL var uppfyllda.

Skiljenämnden uttalade att transaktionen den 15 april 2013 och de kring denna omkringliggande omständigheterna lett till en minskning i handelsvolymen samt en sjunkande aktiekurs. Därför var börskursen efter denna dag inte tillförlitlig som värdemätare, vilket innebär att det fanns skäl att flytta värderingstidpunkten till tiden för transaktionen. Värderingstidpunkten fastställdes därmed till den 15 april 2013.<sup>195</sup>

Vidare uttalade skiljenämnden att det förelegat särskilda skäl att frångå börskursen vid värderingstidpunkten, detta då köpeskilling och andra villkor rörande transaktionen den 15 april 2013 inte offentliggjordes och således inte kunde påverka aktiekursen. Denna transaktion kunde dock, enligt skiljenämndens mening, anses som en indirekt omsättning av aktier i målbolaget.<sup>196</sup> Det framhölls vidare att både majoritetsaktieägaren och X varit välinformerade angående värdet av aktierna i målbolaget och att detta borde leda till att det värde som indirekt åsatts genom denna transaktion fungerar som en bättre värdemätare än börskursen vid den aktuella tidpunkten.<sup>197</sup>

På grund av ovan anförda förhållanden beslutade skiljenämnden att fastställa ett lösenbelopp motsvarande den köpeskilling som majoritetsaktieägaren erlade vid förvärvet av 50 % av aktierna i målbolaget per den 15 april 2013. Skiljenämnden valde vidare att utgå från den tilläggsköpeskilling som den gode mannen, med hänvisning till analysen utförd av Mazars Corporate Finance, gjort gällande. Lösenbeloppet bestämdes därmed till 4,5 kr per aktie.<sup>198</sup>

---

<sup>194</sup> Skiljedom 2 s. 10 ff.

<sup>195</sup> Ibid. s. 14.

<sup>196</sup> Ibid. s. 14.

<sup>197</sup> Ibid. s. 14.

<sup>198</sup> Ibid. s. 15 f.

## 5.5.2 Brinova Fastigheter AB (publ)

Enligt ett offentligt erbjudande per den 16 maj 2012 erbjöd sig Backahill Holding AB att förvärva samtliga utestående aktier i Brinova Fastigheter AB mot ett vederlag om 105 kr per aktie.<sup>199</sup> Samma dag som erbjudandet hade Backahill förvärvat aktier i Brinova vilket ledde till att Backahill nu kontrollerade 67,7 % av aktierna i Brinova. Den 8 juni 2012 uttalade Backahill, genom erbjudandehandlingen avseende det offentliga erbjudandet, att man per den 7 juni kontrollerade 75,9 % av aktierna i Brinova. De aktier som förvärvats mellan den 16 maj och den 7 juni 2012 hade förvärvats utanför ramarna för det offentliga erbjudandet.<sup>200</sup>

Den 26 juli 2012 meddelade Backahill att bolaget innehade mer än 90 % av aktierna i Brinova samt att tvist angående inlösen av utestående aktier skulle avgöras av skiljenämnd.<sup>201</sup> I särskild skiljedom den 27 november 2012 fastställdes att Backahill hade rätt och skyldighet att lösa in återstående aktier i Brinova.<sup>202</sup> I ytterligare en särskild skiljedom, per den 19 februari 2013, meddelades att särregeln inte var tillämplig i detta inlösenförfarande.<sup>203</sup>

Backahill yrkade att skiljenämnden skulle fastställa ett lösenbelopp om 105 kr per aktie i Brinova, medan den gode mannen yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till 110 kr per aktie.<sup>204</sup> Gode mannen menade att det fanns skäl att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt, detta samtidigt som det förelåg särskilda skäl att frångå börskursen som måttstock för aktiernas marknadsvärde.<sup>205</sup> Backahill, å andra sidan, hävdade att det inte förelåg skäl att frångå påkallandedagen respektive särskilda skäl att frångå börskursen. Då det medgivna vederlaget om 105 kr per aktie var högre än börsvärdet på påkallandedagen menade Backahill att skiljenämnden skulle besluta ett lösenbelopp om 105 kr per aktie.<sup>206</sup>

Gode mannen grundade sin talan gällande frångående av börskursen på påkallandedagen bland annat på det faktum att vederlaget enligt det offentliga erbjudandet innebar en negativ premie om ca 4,5 % i förhållande till börskursen vid tiden för erbjudandets offentliggörande. Detta ledde sedan, enligt gode mannens mening, till att börskursen anpassade sig efter det offentliga

---

<sup>199</sup> Backahill Holding AB benämns ”Backahill” eller ”Majoritetsaktieägaren”. Brinova Fastigheter AB benämns ”Brinova” eller ”Bolaget”.

<sup>200</sup> Skiljedom angående Brinova (2013) s. 1 f.

<sup>201</sup> Ibid. s. 2.

<sup>202</sup> Ibid. s. 3.

<sup>203</sup> Ibid. s. 3.

<sup>204</sup> Ibid. s. 3.

<sup>205</sup> Ibid. s. 5.

<sup>206</sup> Ibid. s. 4 f.

erbjudandet.<sup>207</sup> Utöver detta hänvisade gode mannen till en rapport genomförd av KPMG. Enligt slutsatserna i denna rapport, vilken beaktade Brinovas utveckling, relevanta index samt utvecklingen i jämförbara bolag, skulle Brinovas börskurs på påkallandedagen, om det offentliga erbjudandet inte förelagat, ha legat någonstans mellan 107 och 119 kr per aktie. Gode mannen grundade sitt yrkande om 110 kr per aktie på slutkursen den 15 maj 2012, alltså den sista noterade slutkursen innan erbjudandets offentliggörande.<sup>208</sup>

Skiljenämnden uttalade att börskursen anpassat sig till erbjudandet så som gode mannen anfört, samt att börskursen på påkallandedagen legat på en nivå som understeg det av Majoritetsaktieägaren medgivna vederlaget (103,75 kr per aktie att jämföra med 105 kr per aktie).<sup>209</sup> Skiljenämnden fann det därför befogat att undersöka börskursen under perioden som föregick erbjudandets offentliggörande. Dagen innan offentliggörandet låg den volymviktade genomsnittskursen på 107,88 kr, men detta var den högsta kursen sedan den 22 februari 2012.<sup>210</sup>

Skiljenämnden uttalade vidare att en jämförelse med tidigare börskurs inte borde grundas på en jämförelse med börskursen för en dag, utan för en period före erbjudandets offentliggörande. Skiljenämnden slöt sig till att en jämförelse med den tiodagarsperiod som föregick erbjudandet var lämpligt, och den volymvägda genomsnittskursen under dessa tio dagar var 103,47 kr per aktie. Om denna period valdes som värderingstidpunkt i stället för påkallandedagen skulle detta alltså inte leda till en höjning av vederlaget.<sup>211</sup> På grund av ovan anförda skäl fann skiljenämnden att det saknades skäl att frångå påkallandedagen vid valet av värderingstidpunkt.<sup>212</sup>

Angående huruvida det förelåg särskilda skäl att frångå börskursen vid värderingen av aktierna uttalade skiljenämnden först och främst att beräkningen av KPMG, som åberopats av gode mannen, framstod som högst spekulativ och osäker. Den uppnådde därför inte en tillräcklig tillförlitlighet för att kunna läggas till grund för ett påstående om att särskilda skäl att frångå börskursen förelåg.<sup>213</sup> Inte heller några andra omständigheter som framförts av den gode mannen kunde, enligt skiljenämnden, föranleda ett frångående av huvudregeln om att börskursen skulle fungera som vägledande.<sup>214</sup> I enlighet därmed

---

<sup>207</sup> Skiljedom angående Brinova (2013) s. 15.

<sup>208</sup> Ibid. s. 15.

<sup>209</sup> Ibid. s. 16 f.

<sup>210</sup> Ibid. s. 17.

<sup>211</sup> Ibid. s. 17.

<sup>212</sup> Ibid. s. 18.

<sup>213</sup> Ibid. s. 18.

<sup>214</sup> Ibid. s. 19.

beslutade skiljenämnden att lösenbeloppet skulle bestämmas i enlighet med Backahills yrkande, alltså till 105 kr per aktie.<sup>215</sup>

## 5.6 Analys och slutsatser

En analys av uttalanden i förarbetena ger vid handen att en restriktiv tolkning av rekvisitet ”särskilda skäl” bör företas. Det är dock upp till rättstillämparen i varje enskilt fall att analysera och utvärdera börskursens lämplighet som måttstock på aktievärdet. Faktumet att en teoretisk värdering av ett bolag leder till ett högre aktievärde än enligt börskursen ska inte enskilt innebära att rekvisitet ”särskilda skäl” är uppfyllt, vilket bekräftas av ovan refererade skiljedomar.

Enligt Sjöberg krävs det mycket för att rekvisitet ”särskilda skäl” ska vara uppfyllt, och han menar även att det kan vara svårt och känsligt för en rättstillämpare att avgöra när det bör anses uppfyllt då lagstiftaren inte givit några klara riktlinjer. Han menar vidare att, för den situationen då ett offentligt uppköpserbjudande inte accepteras i tillräcklig grad för att särregeln ska vara tillämplig, särskilda skäl att frångå börskursen som måttstock bör anses föreligga i det fall börskursen anpassat sig efter det offentliga erbjudandet. Denna ståndpunkt ger de refererade skiljedomarna dock inte uttryck för, utan snarare tvärtom att det inte ensamt ska föranleda att ”särskilda skäl” föreligger.

Det kan konstateras att ”särskilda skäl” är ett begrepp med ett oklart innehåll. Rättstillämparen ser till omständigheterna i det enskilda fallet när uppfyllelsen av rekvisitet diskuteras, och det är svårt att finna en röd tråd eller gemensamma nämnare för resonemangen som förs i de olika skiljedomarna. Rättstillämparen förefaller att med hänvisning till vissa sorters omständigheter vara väldigt restriktiv i sin tillämpning av rekvisitet, medan andra sorters omständigheter föranleder en mer generös tolkning. Vilket kommer redovisas för närmare nedan så är det svårt för en part att nå framgång med argument om att särskilda skäl föreligger med hänvisning till rapporter och analyser, medan det förefaller enklare att hänvisa till exempelvis tidigare handel i vilken vederlaget skiljer sig från börskursen.

Skiljenämnder fäster relativt liten vikt vid företagsvärderingar och rapporter från utomstående bolag, hur erkända och auktoritativa de än må vara. Denna restriktivitet rättfärdigas ofta med hjälp av argument om att värderingarna är osäkra och spekulativa, framförallt då de kräver att framtidsparametrar tas

---

<sup>215</sup> Skiljedom angående Brinova (2013) s. 19.



ställning till. Flera av de refererade skiljedomen ger uttryck för denna ståndpunkt<sup>216</sup>, och det krävs alltså någonting mer än en spekulativ rapport för att särskilda skäl ska anses föreligga.

I Brinova-skiljedomen hänvisade gode mannen till en rapport utförd av KPMG vilken beaktade bolagets utveckling, relevanta index samt utvecklingen i jämförbara bolag. I och med denna rapport kom gode mannen fram till slutsatsen att börskursen var missvisande, men skiljenämnden fäste ingen vikt alls vid detta. Detta med hänvisning till att rapporten framstod som spekulativ och osäker. Därmed saknade rapporten den grad av tillförlitlighet som krävdes för att den skulle kunna ligga till grund för en ståndpunkt om att särskilda skäl att frångå börskursen förelåg.<sup>217</sup>

Inte heller faktumet att börskursen anpassat sig efter vederlaget enligt det offentliga erbjudandet (vilket utgjorde en negativ premie) föranledde att särskilda skäl att frångå börskursen förelåg. Det är inte ovanligt att börskursen för aktier som är föremål för ett offentligt erbjudande anpassar sig till vederlaget som erbjuds genom erbjudandet, och just detta ställningstagande har därför en stor inverkan på minoritetsaktieägarnas möjligheter att nå framgång med argument om att frångå börskursen vid bestämning av vederlaget.<sup>218</sup>

I skiljedomen som refereras i avsnitt 5.5.1 ovan hänvisade skiljenämnden till en transaktion som föregick det offentliga erbjudandet i sitt beslut angående att frångå börskursen vid bestämmande av vederlag. Transaktionen hade skett mellan två välinformerade parter, och villkor såsom köpeskilling hade inte avslöjats varför transaktionen inte hade påverkat börskursen. Transaktionen ansågs dock som en indirekt omsättning av aktier i målbolaget, och då den skett mellan två välinformerade parter fungerade vederlaget vid denna transaktion som en bättre indikator avseende aktievärdet än vad börskursen gjorde.<sup>219</sup> Detta innebär att tidigare handel med aktierna, i vilken köpeskillingen skiljer sig från börskursen, kan föranleda att börskursen frångås, i alla fall då handeln skett i en inte obetydlig omfattning samt mellan välinformerade parter.

I skiljenämndsavgörandet i avsnitt 6.4.1 nedan avfärdade skiljenämnden en fairness opinion utförd av SEB Enskilda, vilken dessutom styrktes av en utredning genomförd av KPMG, med hänvisning till att denna rapport inte ensam kunde föranleda att särskilda skäl att frångå börskursen förelåg. Detta

---

<sup>216</sup> Se t.ex. avsnitt 5.5.2 ovan och avsnitt 6.4.1 nedan.

<sup>217</sup> Se avsnitt 5.5.2 ovan.

<sup>218</sup> Se t.ex. avsnitt 5.5.2 ovan och 6.4.1 nedan.

<sup>219</sup> Se avsnitt 5.5.1 ovan.

innebär att det krävs någonting mer än en värdering av ett bolags aktier som skiljer sig från börskursen för att börskursen som måttstock ska frångås.

Vidare uttalade skiljenämnden i avsnitt 6.4.1 nedan att det faktum att handeln minskat inte kan föranleda att särskilda skäl att frångå börskursen föreligger, detta med tanke på att normala följder av ett offentligt erbjudande är att handelsvolymerna minskar samt att börskursen anpassar sig till det vederlag som erbjudits.

Vad som föranleder en tillämpning av rekvisitet ”särskilda skäl” är, enligt denna analys, någonting som får avgöras med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall. Ofta krävs det att mer än en omständighet talar för att börskursen som måttstock bör frångås, i vart fall då argument om att frångå börskursen stödjer sig på olika sorters teoretiska företagsvärderingar. Det som fungerar till synes bäst som argument är att påvisa faktisk tidigare handel med aktierna mellan välinformerade parter i de fall vederlaget enligt denna handel skiljer sig från börskursen.

# 6 ”Skäl” i 22 kap. 2 § tredje stycket ABL

## 6.1 Inledning

Värderingstidpunkten för aktier som är föremål för tvångsinlösen är som regel den dag då begäran om prövning av skiljemän gjordes. Denna dag kallas för påkallandedagen, och detta framgår av 22 kap. 2 § tredje stycket första meningen ABL. Enligt andra meningen i samma stycke får beloppet bestämmas med hänsyn till förhållandena vid en tidpunkt som infaller tidigare än påkallandedagen endast om det finns ”skäl” för det. I detta kapitel kommer innebörden av rekvisitet ”skäl” behandlas.

## 6.2 ”Skäl” enligt lagmotiven

Syftet med att låta påkallandedagen tjäna som värderingstidpunkt är, enligt HD:s uttalanden i NJA 1992 s. 872 vilket utredningskommittén ställde sig bakom, å ena sidan att majoritetsaktieägarnas möjlighet att påverka vederlaget under inlösenförfarandet minimeras och å andra sidan att minoritetsaktieägarna inte ges möjlighet att dra fördel av vederlagshöjande åtgärder som majoritetsaktieägaren företar under förfarandets gång.<sup>220</sup>

När det finns skäl att låta en tidigare tidpunkt verka som värderingstidpunkt får detta dock göras. Utredningskommittén exemplifierade sådana skäl med den situation då en majoritetsaktieägare avhänder ett bolags värdefulla tillgångar till underpris till ett närstående bolag inför ett tvångsinlösenförfarande. Kommittén menade i sitt uttalande att skiljemännen får ta hänsyn till åtgärder som en majoritetsaktieägare företagit kort före ett inlösenförfarande om dessa åtgärder framstår som otillbörliga.<sup>221</sup> Kommittén menade att det vore lämpligt att skiljenämnden i vissa fall får tidigarelägga värderingstidpunkten samt uttalade vidare att det bör ankomma på rättstillämparen att avgöra hur långt tillbaka i tiden en värdering får anses äga rum.<sup>222</sup>

Regeringen ställde sig i sin proposition bakom kommitténs uttalande om att påkallandedagen bör tjäna som värderingstidpunkt. Regeringen ställde sig

---

<sup>220</sup> NJA 1992 s. 872 benämns även ”Balken I”. Se SOU 1997:22 s. 285.

<sup>221</sup> SOU 1997:22 s. 286.

<sup>222</sup> Ibid. s. 286.

även bakom skälen därtill, vilka uttalats i Balken I och Balken II.<sup>223</sup> Vidare föreslog utredningskommittén att det skulle fordras ”särskilda skäl” för att påkallandedagen som värderingstidpunkt skulle frångås. Efter påtryckningar från Lagrådet ändrade dock regeringen denna formulering till den mindre långtgående formuleringen ”skäl”.<sup>224</sup> Regeringen framhöll i propositionen att det avgörande vid tillämpning av bestämmelsen bör vara att finna en så rättvisande värderingstidpunkt som möjligt i varje enskilt fall. Därför bör formuleringen inte föranleda en alltför restriktiv hållning gentemot att frånga huvudregeln om påkallandedagen som värderingstidpunkt.<sup>225</sup>

I propositionen uttalas även en del av de omständigheter som kan ligga bakom en tillämpning av en tidigare värderingstidpunkt. Dessa omständigheter ska då innebära att börsvärdet för aktierna ska ha genomgått förändringar vilka leder till att det vore olämpligt att tillämpa påkallandedagen som värderingstidpunkt. Därför ska rättstillämparen ha möjlighet att förlägga värderingstidpunkten tidigare.<sup>226</sup>

Enligt propositionen har, vilket nämnts ovan, kommittén i sitt uttalande intagit en något för restriktiv hållning vad gäller möjligheterna att förlägga värderingstidpunkten till ett tidigare tillfälle än påkallandedagen. Regeringen menar att det grundläggande målet vad gäller denna del bör vara att finna en så rättvisande värderingstidpunkt som möjligt, och att rättstillämparen således inte bör vara förhindrad att göra detta på grund av en alltför restriktiv hållning i lagtexten. Att använda påkallandedagen som värderingstidpunkt kan vara olämpligt av andra skäl än att majoritetsägaren agerar på ett visst sätt. Det kan exempelvis röra sig om svängningar på marknaden som leder till en märkbart onormal kurs under just påkallandedagen.<sup>227</sup>

Med tanke på ovan angivna skäl menade regeringen i sin proposition att rättstillämparen ska ha utrymme att, med beaktande av alla omständigheter i det enskilda fallet, välja en lämplig värderingstidpunkt. Denna värderingstidpunkt bör dock inte förläggas vid en tidpunkt som inträder efter påkallandedagen. I enlighet med det anförda föreslog regeringen i sin proposition att rekvisitet ”skäl” är tillräckligt för att få frånträda huvudregeln om påkallandedagen som värderingstidpunkt genom att flytta värderingstidpunkten bakåt i tiden.<sup>228</sup> Anvisningar angående hur långt bakåt i tiden värderingstidpunkten får flyttas gavs inte i propositionen, men aktiebolagskommittén angav att det

---

<sup>223</sup> Prop. 2004/05:85 s. 454.

<sup>224</sup> Ibid. s. 454.

<sup>225</sup> Ibid. s. 454.

<sup>226</sup> Ibid. s. 454.

<sup>227</sup> Ibid. s. 454.

<sup>228</sup> Ibid. s. 454.

bör röra sig om förhållandevis korta tidsrymder med tanke på bestämmelsens syfte.<sup>229</sup>

## 6.3 ”Skäl” enligt doktrin

Bestämmelsen om värderingstidpunkten bygger till mångt och mycket på HD:s resonemang i Balken I, i vilket HD fastställde tidigare uttalanden i praxis om att värderingen i normalfallet ska ske per påkallandedagen.<sup>230</sup> Även skälen som anges i förarbetena bygger till stora delar på resonemanget som fördes i Balken I.<sup>231</sup> Enligt lagens utformning fordras det att det finns ”skäl” att tidigare lägga värderingstidpunkten för att denna ska anses infalla tidigare än vid påkallandedagen. Som exempel på skäl som kan föranleda ett frångående av denna huvudregel angående värderingstidpunkt anges i propositionen sådana som är hänförliga till svängningar i marknaden samt till otillbörliga värdeöverföringar från målbolaget.<sup>232</sup>

Andersson, Johansson och Skog hänvisar, i sin lagkommentar, tillbaka till förarbetena vad gäller tolkningen av rekvisitet ”skäl”. De uttalar i kommentaren att det kan vara påkallat att lägga värderingstidpunkten vid en tidigare tidpunkt än påkallandedagen i sådana fall då börskursen på påkallandedagen kraftigt avviker från kursen under den föregående tiden på grund av onormala marknadssvängningar. En ytterligare omständighet som kan föranleda ett tidigare läggande av värderingstidpunkten är då kursen på ett tydligt sätt påverkats av att majoritetsaktieägarens aktieinnehav gör det möjligt för denne att företa tvångsinlösen av resterande aktier i bolaget.<sup>233</sup>

## 6.4 Avgöranden

### 6.4.1 Skiljedom 3

Ett aktiebolag utfärdade den 29 oktober 2008, genom sitt helägda dotterbolag, ett offentligt erbjudande till aktieägarna i målbolaget med innebörden att dotterbolaget erbjöd sig att förvärva alla utestående aktier i målbolaget mot ett

---

<sup>229</sup> SOU 1997:22 s. 285.

<sup>230</sup> Se NJA 1992 s. 872 s. 885 f.

<sup>231</sup> Prop. 2004/05:85 s. 453 f. och SOU 1997:22 s. 284 f.

<sup>232</sup> Prop. 2004/05:85 s. 454 f. och 812.

<sup>233</sup> Se Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen: en kommentar (1 juni 2016, Zeteo), kommentaren till 22 kap. 2 §.

vederlag om 100 kr per aktie.<sup>234</sup> Ägare till ca 36 % av aktierna som erbjudandet avsåg valde att acceptera erbjudandet under acceptperioden, men eftersom moderbolaget och majoritetsaktieägaren samtidigt med erbjudandet förvärvade aktier via börsen kunde majoritetsaktieägaren den 4 februari 2009 tillkännage att den koncern i vilken majoritetsaktieägaren ingick innehade 97,7 % av det totala antalet aktier i målbolaget.<sup>235</sup>

Den 2 januari 2009 begärde majoritetsaktieägaren tvångsinlösen av resterande aktier i målbolaget. Majoritetsaktieägaren å ena sidan yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till 99 kr per aktie i målbolaget medan den gode mannen för minoritetsaktieägarna å andra sidan yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till i första hand 122,50 kr per aktie och i andra hand till det belopp överstigande 100 kr per aktie som skiljenämnden skulle finna skäligt. För det fall skiljenämnden skulle besluta att börskursen skulle vara vägledande vid fastställandet av lösenbeloppet, yrkade den gode mannen att värderingstidpunkten skulle bestämmas till en tidigare dag än påkallandedagen.<sup>236</sup>

Skiljenämnden uttalade först och främst att det för majoritetsaktieägaren förelåg en rätt och skyldighet att lösa in resterande aktieägares aktier i målbolaget samt att särregeln inte var tillämplig vid detta tvångsinlösenförfarande då endast 36 % av ägarna till avsedda aktier accepterade det offentliga erbjudandet.<sup>237</sup> Vidare diskuterade skiljenämnden huruvida avvikelser från börskursen skulle ske med hänvisning till särskilda skäl. Vid tiden för påkallandet av tvångsinlösen (den 2 januari 2009) var målbolagets börskurs 99 kr per aktie, och majoritetsaktieägaren menade att vederlaget skulle fastställas i enlighet med detta belopp. Gode mannen å sin sida hävdade att det förelåg särskilda skäl som talade emot att börskursen skulle fungera som måttstock för aktiens marknadsvärde.<sup>238</sup>

Den gode mannen grundade sin ståndpunkt angående börskursen som måttstock bland annat på en fairness opinion genomförd av SEB Enskilda enligt vilken SEB Enskilda värderade aktierna i målbolaget till någonstans i intervallet 110–135 kr per aktie. I mitten av detta intervall återfanns det av gode mannen yrkade lösenbeloppet, det vill säga 122,50 kr.<sup>239</sup> Denna fairness opinion styrktes av en utredning som KPMG Corporate Finance, på gode mannens uppdrag, sedermera genomförde.<sup>240</sup>

---

<sup>234</sup> Moderbolaget benämns ”moderbolaget” och dotterbolaget benämns ”majoritetsaktieägaren”.

<sup>235</sup> Skiljedom 3 s. 1.

<sup>236</sup> Ibid. s. 2.

<sup>237</sup> Ibid. s. 17.

<sup>238</sup> Ibid. s. 17 f.

<sup>239</sup> Ibid. s. 4.

<sup>240</sup> KPMG Corporate Finance benämns ”KPMG”. Se skiljedom 3 s. 4.

Skiljenämnden noterade att ett vederlag om 100 kr per aktie innebar en betydande premie i förhållande till börskursen under tiden som närmast föregick erbjudandets offentliggörande, under vilken börskursen legat på under 95 kr per aktie. Under inledningen av 2008 hade dock börskursen legat på 135–145 kr per aktie, för att sedan successivt sjunka till nyssnämnda nivåer.<sup>241</sup>

Vid tiden för erbjudandets offentliggörande kontrollerade moderbolaget och majoritetsaktieägaren tillsammans ca 42 % av aktierna i målbolaget. Under erbjudandetiden förvärvades ca 20 % ytterligare genom erbjudandet, samt ca 35 % av återstående aktier utanför erbjudandets ramar. Vederlaget för de aktier som förvärvades över börsen motsvarade eller låg nära de 100 kr per aktie som erbjöds genom det offentliga erbjudandet.<sup>242</sup>

Skiljenämnden uttalade vidare att faktumet att SEB Enskilda och KPMG, enligt sina företagsvärderingar, värderat målbolagsaktierna till 110–135 kronor inte i sig kan föranleda att särskilda skäl för att frånga börskursen som måttstock föreligger.<sup>243</sup> Skiljenämnden avfärdade även gode mannens argument om att det förelegat så kallad informationsasymmetri mellan majoritetsaktieägaren och aktieägarna, detta då denna påstådda informationsasymmetri inte kunnat visas. Inte heller faktumet att handeln i aktien minskat efter offentliggörandet av erbjudandet kunde föranleda att särskilda skäl att frånga börskursen förelåg. Enligt skiljenämnden är en normal följd av ett uppköpserbjudande att handeln i aktien som är föremål för erbjudandet minskar samt att aktiekursen anpassar sig till en nivå som på ett ungefär motsvarar det erbjudna vederlaget.<sup>244</sup>

Slutligen framhöll gode mannen att en stor del av de aktieägare som accepterade erbjudandet gjorde det efter att majoritetsaktieägaren aviserat att de tänkte fullfölja erbjudandet och att aktien kunde komma att avnoteras. Inte heller detta motiverade, enligt skiljenämnden, en avvikelse från börskursen som måttstock vid bestämmande av lösenbeloppet. Därför beslutade skiljenämnden att vederlaget skulle bestämmas till motsvarande börskursen i enlighet med 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL.<sup>245</sup>

Gällande fastställande av värderingstidpunkt valde skiljenämnden att ta fasta på uttalandena i förarbetena om att det avgörande intresset bör vara att finna en så rättvisande tidpunkt som möjligt, och att skiljenämnder och domstolar

---

<sup>241</sup> Skiljedom 3 s. 18.

<sup>242</sup> Ibid. s. 18.

<sup>243</sup> Ibid. s. 18.

<sup>244</sup> Ibid. s. 18 f.

<sup>245</sup> Ibid. s. 19.

bör ha möjlighet att väga samman samtliga omständigheter i det enskilda fallet för att finna en lämplig tidpunkt.<sup>246</sup>

I detta fall yrkade gode mannen att värderingstidpunkten skulle förläggas till en tidigare tidpunkt än påkallandedagen.<sup>247</sup> I sina grunder för detta yrkande hänvisade gode mannen till att handeln på påkallandedagen var mycket liten, samt att aktierna i målbolaget omsatts till i huvudsak 100 kr per aktie under tiden närmast före påkallandedagen.<sup>248</sup>

Skiljenämnden uttalade, precis som gode mannen anförde, att handeln av aktierna på påkallandedagen var av högst begränsad omfattning i förhållande till tidigare dagar. Under just denna dag omsattes aktierna till ett vederlag om 99 kr per aktie, men under tidigare dagar, under vilka omsättning skett i högre utsträckning (cirka 54 00 aktier den 20 december 2008 att jämföra med cirka 100 aktier på påkallandedagen), omsattes aktierna till ett vederlag om 100 kr per aktie. Detta, i kombination med att det erbjudna vederlaget enligt det offentliga erbjudandet uppgick till 100 kr per aktie, ledde till att skiljenämnden menade att påkallandedagen inte var tillfredsställande att använda som normgivande vid fastställandet av lösenbeloppet.<sup>249</sup>

På grund av ovan anförda skäl beslutade skiljenämnden att förlägga värderingstidpunkten till perioden 13–28 december 2008, under vilken börskursen var 100 kr för målbolagsaktien.<sup>250</sup>

## 6.4.2 Skiljedom 4

I november 2007 uppgav majoritetsaktieägaren till styrelsen i målbolaget att majoritetsaktieägaren valt att påkalla tvångsinlösen av utevarande aktier i målbolaget, detta då majoritetsaktieägaren vid denna tid innehade mer än 90 % av aktierna i målbolaget. Majoritetsaktieägaren yrkade att lösenbeloppet skulle fastställas till 15,60 kr per aktie, medan gode mannen yrkade att lösenbelopp per aktie skulle fastställas till i första hand 17 kr, i andra hand 16,30 kr och i tredje hand enligt majoritetsaktieägarens yrkande. Vidare var parterna överens om att särregeln formellt inte var tillämplig.<sup>251</sup>

Påkallandet av tvångsinlösen föregicks av ett offentligt erbjudande från majoritetsaktieägaren att förvärva samtliga utestående aktier i målbolaget mot

---

<sup>246</sup> Skiljedom 3 s. 20.

<sup>247</sup> Ibid. s. 2.

<sup>248</sup> Ibid. s. 20.

<sup>249</sup> Ibid. s. 20.

<sup>250</sup> Ibid. s. 20 ff.

<sup>251</sup> Ibid. s. 1 f.



ett vederlag om 15,60 kr per aktie. Erbjudandet offentliggjordes den 28 juli 2007 och den initiala acceptperioden löpte från och med den 4 till och med den 22 september 2007, men med tanke på att acceptgraden var relativt låg valde majoritetsaktieägaren att förlänga den till och med den 6 oktober 2007.<sup>252</sup> Vid tiden för erbjudandets offentliggörande ägde majoritetsaktieägaren 51,3 % av aktierna i målbolaget efter att ha förvärvat dessa från bolagets dåvarande huvudägare några dagar före erbjudandets offentliggörande, detta mot ett vederlag om 15,60 kr per aktie.<sup>253</sup>

När acceptperioden sedermera löpte ut hade budet accepterats av ägare till 65,6 % av de aktier som budet avsåg, vilket motsvarade 31,9 % av det totala antalet aktier i målbolaget.<sup>254</sup> Utöver det hade majoritetsaktieägaren förvärvat ytterligare aktier utanför erbjudandets ramar, men till samma pris som gällde enligt erbjudandet. Vid tiden för påkallandet av tvångsinlösen ägde därför majoritetsaktieägaren ca 93,5 % av aktierna i målbolaget, och alla dessa aktier var förvärvade mot ett vederlag om 15,60 kr per aktie. Efter tiden för påkallandet förvärvade majoritetsaktieägaren ytterligare aktier i målbolaget på marknaden fram till dess att målbolaget avnoterades från börser. Vid dagen för avnoteringen ägde således majoritetsaktieägaren 95,06 % av det totala antalet aktier i målbolaget.<sup>255</sup>

Majoritetsaktieägaren menade att särregeln borde tillämpas analogt med tanke på att majoritetsaktieägaren förvärvat 95,06 % av aktierna mot ett pris om 15,60 kr per aktie, detta till trots att endast 65,6 % av aktierna förvärvades inom ramarna för erbjudandet. Vidare anförde majoritetsaktieägaren att det inte fanns några skäl för skiljenämnden att avvika från huvudregeln enligt vilken det noterade värdet vid påkallandedagen ska vara vägledande för lösenbeloppets bestämmande. Till stöd för detta anförde majoritetsaktieägaren att börskursen för målbolagsaktierna endast överstigit 15,60 kr vid fyra handelsdagar under perioden från den 1 oktober till den 30 november 2007.<sup>256</sup>

Gode mannen framhöll att den noterade kursen från offentliggörandet av erbjudandet den 28 juli fram till dess att aktierna avnoterades varit en direkt följd av det offentliga erbjudandet, vilket skiljenämnden höll med om. Vidare uttalade skiljenämnden, precis som parterna var ense om, att särregeln inte var tillämplig med tanke på acceptgraden om 65,6 % av de aktier som budet avsåg.<sup>257</sup>

---

<sup>252</sup> Skiljedom 4 s. 1 ff.

<sup>253</sup> Ibid. s. 17.

<sup>254</sup> Ibid. s. 3.

<sup>255</sup> Ibid. s. 3 ff.

<sup>256</sup> Ibid. s. 4.

<sup>257</sup> Ibid. s. 16 f.

Vidare uttalade skiljenämnden att det fanns anledning att undersöka huruvida det finns skäl att gå ifrån den tidpunkt som i normalfallet tjänar som värderingstidpunkt vilken stadgas i 22 kap. 2 § tredje stycket ABL, alltså påkallandedagen. I detta fall var aktien noterad till 15,60 kr vid denna tidpunkt, vilket var en direkt följd av det offentliga erbjudandet. Enligt skiljenämnden borde därför en tid där aktien varit opåverkad av det offentliga erbjudandet eftersökas. Vid tidpunkten för transaktionen av majoritetsposten i målbolaget som gjordes några dagar innan offentliggörandet av erbjudandet höjdes aktiekursen omedelbart med 2,20 kr. Därför, menade skiljenämnden, bör tiden innan övertagandet av denna majoritetspost undersökas.<sup>258</sup>

Vid undersökningen av börskursen under perioden från den 1 juni till den 24 juli 2007 visade det sig att den genomsnittliga stängningskursen för aktien varit 14 kr, samt att det endast en dag förekom avslut till en högre kurs än 15,60 kr. Under den föregående perioden var börskursen dock högre, och genomsnittskursen under maj 2007 var ca 17 kr.<sup>259</sup> Skälen till denna bestående nedgång blev inte helt klarlagda, men det påvisades inte att de berodde på någon information från bolagets sida utan hänförde sig rimligen till att målbolaget inte vunnit någon av de större upphandlingarna inom sitt område under den föregående tiden.<sup>260</sup>

Enligt skiljenämndens mening förekom det under juni och juli 2007 regelbunden, om än i mer begränsad omfattning än tidigare, handel med målbolagsaktier på marknaden. Handeln var av sådan omfattning att kursutvecklingen kunde anses återspegla marknadsvärdet under denna tid. Vidare uttalade skiljenämnden att börskursen under dessa månader inte kunde betecknas som endast en tillfällig nedgång samt att nedgången inte heller uppfyllde de rekvisit som uttalas i lagmotiven angående att kursen kraftigt ska avvika från kursen under föregående tid till följd av onormala marknadssvängningar.<sup>261</sup>

Skiljenämnden instämde med gode mannen angående att det fanns anledning att noga pröva både frågan om lösenbeloppet bör bestämmas i enlighet med börskursen samt huruvida påkallandedagen bör användas som utgångspunkt vid denna bedömning. Det ovan anförda innebär dock att priset som erbjöds genom det offentliga erbjudandet var högre än den genomsnittliga börskursen under en inte obetydlig period före erbjudandets offentliggörande. Detta, tillsammans med faktumet att majoritetsaktieägaren förvärvat 95,06 % av aktierna till ett vederlag motsvarande börskursen på påkallandedagen, talade enligt skiljenämnden för att det inte fanns skäl att frångå denna börskurs. Detta

---

<sup>258</sup> Skiljedom 4 s. 16 f.

<sup>259</sup> Ibid. s. 17.

<sup>260</sup> Ibid. s. 17.

<sup>261</sup> Prop. 2004/05:85 s. 454 och skiljedom 4 s. 17.

till trots att utrymmet för en analog tillämpning av särregeln är mycket begränsat. Skiljenämnden beslutade därför att lösenbeloppet skulle fastställas i enlighet med börskursen vid påkallandedagen, vilken var 15,60 kr per aktie.<sup>262</sup>

## 6.5 Analys och slutsatser

Förarbetena ger uttryck för en relativt stor frihet att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt. Rättstillämparen ska ha möjlighet att, med beaktande av alla omständigheter i det enskilda fallet, finna en lämplig värderingstidpunkt. Förarbetena ger inte uttryck för samma sorts restriktivitet vad gäller tolkningen av rekvisitet ”skäl” att frångå påkallandedagen vid val av värderingstidpunkt å ena sidan som vad gäller tolkningen av rekvisitet ”särskilda skäl” vad gäller frångående av börskursen som måttstock å andra sidan. Här synes rättstillämparen ha relativt fria händer i sin bedömning.

Med detta sagt fordras det, enligt förarbeten och doktrin, att det är påkallat att tidigarelägga värderingstidpunkten för att det ska vara möjligt att frångå påkallandedagen. Detta är endast påkallat då börskursen på påkallandedagen på ett tydligt sätt avviker från hur kursen sett ut under föregående tid. Detta kan, enligt doktrin, bland annat bero på allmänna marknadssvängningar eller det faktum att en aktieägars aktieinnehav möjliggör tvångsinlösen.

Som nämnts tidigare har rekvisitet ”skäl” ett vidare tillämpningsomfång än ”särskilda skäl” vilket diskuterades i kapitel 5 ovan. Detta innebär att rättstillämparen har en mer vidsträckt möjlighet att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt än vad denne har att frångå börskursen som måttstock.

Då börskursen påverkats av ett offentligt erbjudande som föregått påkallandet av tvångsinlösen finns det stor anledning att undersöka börskursen före erbjudandets offentliggörande då beslut ska tas angående huruvida påkallandedagen som värderingstidpunkt ska frångås. Detta framgår bland annat av skiljenämndens uttalande i avsnitt 6.4.2 ovan. Här gick skiljenämnden dock längre bakåt i tiden i sin undersökning, nämligen till före det att en majoritetspost i bolaget överlätts vilket påverkat aktiekursen. Denna majoritetspost överläts ett par dagar före erbjudandets offentliggörande, och tiden som skiljenämnden undersökte var därför tiden som närmast föregick denna överlåtelse. Då börskursen på påkallandedagen (vilken majoritetsaktieägaren medgivit att erlägga betalning enligt) var högre än börskursen vid tiden som undersöktes valde skiljenämnden att inte frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt

---

<sup>262</sup> Skiljedom 4 s. 17 ff.

i detta fall. Att aktien haft ett börsvärde de senaste två månaderna som understeg tidigare börsvärde föranledde inte att denna nedgång sågs som endast tillfällig.

Att särskilt notera är dock att skiljenämnden i avsnitt 6.4.2 uttalade att det fanns anledning att undersöka hur börskursen sett ut under en period som föregick tiden för det offentliga erbjudandet då detta påverkat aktiekursen. Om börskursen vid denna tid varit högre än det av majoritetsaktieägaren medgivna lösenbeloppet är det mycket möjligt att utfallet blivit ett annat i detta fall.

Enligt skiljedomen i avsnitt 6.4.1 menade skiljenämnden att det fanns skäl att frånga påkallandedagen som värderingstidpunkt. Detta med hänvisning till att handeln på påkallandedagen varit av ringa omfattning i jämförelse med den period som föregick påkallandedagen. Med tanke på att aktierna omsatts till en högre köpeskillning under den föregående perioden och att börskursen under denna period varit stabil, beslutade skiljenämnden att förlägga värderingstidpunkten till denna period då den var lämpligare att använda som normgivande vid fastställandet av lösenbeloppet.

Enligt skiljenämnden i avsnitt 5.5.1 hade handelsvolymerna samt aktiekursen sjunkit efter en transaktion som föregick det offentliga erbjudandet efter vilken majoritetsaktieägaren uppnådde gränsen för budplikt. Det faktum att denna transaktion inverkat på börskursen på detta sätt föranledde att börskursen efter denna dag inte var tillförlitlig som värdemätare. Därför ansåg skiljenämnden att det fanns skäl att flytta värderingstidpunkten till tiden för denna transaktion.

I skiljedomen som refereras i avsnitt 5.5.2 uttalades att det börskursen före det offentliga erbjudandets offentliggörande var befogat att undersöka, detta då börskursen anpassat sig till det erbjudna vederlaget. Skiljenämnden poängterade att börskursen inte bör jämföras med börskursen under en dag som föregått det offentliga erbjudandet, utan snarare med en period. I detta fall slöt sig skiljenämnden till en tiodagarsperiod, och vid denna undersökning visade det sig att en ändring av värderingstidpunkt inte skulle föranleda ett högre vederlag än om påkallandedagen tillämpades. Därför saknades i detta fall skäl att frånga påkallandedagen, men om det lett till ett ökat vederlag talar mycket för att värderingstidpunkten skulle ha förlagts till en period som föregick det offentliga erbjudandet.

Att börskursen anpassat sig till erbjudandet föranleder i normalfallet inte att särskilda skäl föreligger att frånga börskursen som måttstock, dock föranleder det att skäl föreligger att frånga påkallandedagen som värderingstidpunkt.

Flera av skiljedomarna som här analyserats tyder på att skiljenämnder är benägna att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt om det kan påvisas att börskursen påverkats av ett offentligt erbjudande eller av en större transaktion.

Uttalandena i förarbetena pekar på att det avgörande intresset bör vara att finna en så rättvisande tidpunkt som möjligt. Skiljenämnder och domstolar bör därmed ha möjlighet att väga samman samtliga omständigheter i det enskilda fallet för att finna en lämplig tidpunkt, och det förefaller rimligt att påstå att skiljenämnderna är friare i sina bedömningar enligt frångående av påkallandedag som värderingstidpunkt än enligt frångående av börskurs som måttstock för aktiernas värde.

# 7 Sammanfattande slutsatser

## 7.1 Inledning

I och med detta arbete har det framkommit att en del luckor i lagstiftningen kan behöva fyllas ut, antingen genom klargöranden i praxis eller genom lagstiftning. Idag föreligger det en osäkerhet kring vad gällande rätt *de facto* ger uttryck för, vilket i sin tur leder till att skönsmässiga bedömningar får ett stort utrymme i rättstillämpningen. Faktumet att skiljeförfarandet är ett privat förfarande gör dessutom att det blir svårare att uppnå en enhetlig, och för den enskilde förutsebar, rättstillämpning.

Arbetet som legat till grund för denna uppsats har påvisat att problemen som här är föremål för diskussion inte tidigare diskuterats på ett liknande sätt. Med tanke på skiljeförfarandets privata karaktär är det relativt svårt att göra en analys av avgöranden, vilket skulle kunna ligga till grund för det faktum att problematiken inte analyserats i vidare utsträckning. Den doktrin som författats på området diskuterar främst lagreglernas lydelse samt resonemangen i förarbetena, vilka mycket väl kan skilja sig något från hur rättstillämpningen faktiskt ser ut.

Genom detta arbete har ett antal oklarheter belysts, och dessa oklarheter gör det svårt för gemene man att sätta fingret på hur aktier i ett onoterat bolag värderas samt vad som krävs för att ovan diskuterade rekvisit ska anses uppfylla. Med tanke på den skrala vägledning som ges i förarbetena, enligt vilka en stor makt läggs i rättstillämparens händer, blir rättstillämpningen oförutsebar och i viss mån varierad.

Trots ovanstående så kan vissa generella grunddrag dock utläsas av den doktrin och de skiljedomar som diskuterats och analyserats inom ramarna för detta arbete. Dessa grunddrag har fastställts i kapitel 4–6, men en kort sammanfattning av dem följer här.

## 7.2 Värdering av aktier i onoterade bolag

Aktier i onoterade bolag värderas utefter omständigheterna i varje enskilt fall. Med det sagt går det att fastställa generella riktlinjer utifrån vad som framkommit av undersökningen i detta arbete. En första riktlinje är att ersättningen ska grunda sig på det verkliga värdet, eller marknadsvärdet. Ett sådant värde är emellertid inte helt oproblematiskt att fastställa vad gäller aktier i onoterade

bolag. Främst beror det på att sådana aktier inte är föremål för handel på en reglerad marknad, varför rättstillämparen får ta till relativt fria metoder för att komma fram till ett vederlag som är så representativt som möjligt för aktiernas marknadsvärde.

Tidigare handel med aktierna, som skett i relativt stor utsträckning och som kan anses pålitlig som värdeindikator, får ofta ett stort utrymme vid fastställande av lösenbeloppet. I de fall sådan handel föregått ett tvångsinlösenförfarande används de vederlag som erlagts vid denna handel som indikator på aktiernas verkliga värde. Detta vederlag ligger således i dessa fall till grund för lösenbeloppet, vilket gäller oavsett om handeln skett som en följd av ett offentligt uppköpserbjudande eller om den skett privat (mellan relativt välinformerade parter).

I de fall handel enligt ovan inte företagits, vänder sig skiljenämnden till teoretiska värderingar av aktiernas värde. En substansvärdering får stort utrymme bland de teoretiska värderingsmetoderna, detta på grund av att osäkerheten är mindre omfattande enligt en sådan metod än enligt en avkastningsanalys eller en jämförande värdering.

Slutsatsen blir att handel i tillräcklig utsträckning och till ett rimligt pris går före teoretiska värderingar av aktierna i ett bolag. I de fall det inte förelegat någon handel vänder sig skiljenämnden hellre till en substansvärdering än till någon annan värderingsmetod.

### **7.3 ”Särskilda skäl” i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL**

Det står klart att rekvisitet ”särskilda skäl” bör tolkas restriktivt, men det är samtidigt upp till rättstillämparen i varje enskilt fall att analysera börskursens lämplighet som måttstock på aktien. Analysen av avgöranden som gjorts här påvisar att det i vissa fall ter sig relativt enkelt att tillämpa rekvisitet.

Rättstillämpning å ena sidan och doktrin å andra sidan verkar dra åt olika håll i vissa fall, vilket gör ett fastställande av generella riktlinjer svårare. Det är dock rättstillämpningen som är av störst vikt för detta arbete, vilket innebär att det är riktlinjerna vilka kan utläsas ur skiljemannapraxis som blir vägledande i dessa slutsatser.

Företagsvärderingar och värderingsrapporter når relativt liten framgång som argument för att rekvisitet ska anses uppfyllt, detta ofta med hänvisning till

osäkerheten och den höga grad av spekulationer som ligger till grund för dessa. Även det faktum att börskursen ofta anpassar sig till vederlaget som erbjuds genom ett offentligt erbjudande bortses från av skiljenämnder enligt ovan refererade avgöranden. Detta kan te sig märkligt då det är en mycket vanlig företeelse samt då särregeln i praktiken blir tillämplig trots att den inte är tillämplig enligt ordalydelsen i lagtexten. I dessa fall väljer dock skiljenämnderna ofta att i stället kontrollera påkallandedagens lämplighet som värderingstidpunkt, vilket diskuteras i nästa avsnitt. Även Sjöberg menar att det faktum att börskursen anpassat sig efter det offentliga erbjudandet bör föranleda att särskilda skäl att frångå börskursen föreligger.<sup>263</sup>

Tidigare handel enligt ett vederlag som skiljer sig från börskursen kan föranleda ett frångående från börskursen som måttstock. Handeln måste dock ha företagits mellan välinformerade parter och i en inte obetydlig omfattning.

Huruvida det finns utrymme att frångå börskursen som måttstock får avgöras med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall. Klart verkar i alla fall vara att det inte är tillräckligt att en företagsvärdering utvisar ett annat aktievärde än vad som framgår av börsvärdet, utan i dessa fall krävs det någonting mer som tyder på att börskursen är olämplig som måttstock.

## **7.4 ”Skäl” i 22 kap. 2 § tredje stycket andra meningen ABL**

Restriktiviteten som genomsyrar tillämpningen av rekvisitet ”särskilda skäl” att frångå börskursen som måttstock är inte i närheten av lika påtaglig vad gäller ”skäl” att frångå påkallandedagen som värderingstidpunkt. Redan i förarbetena anges att rättstillämparen ska åtnjuta en relativt stor frihet att frångå påkallandedagen med hänsyn till beaktande av alla relevanta omständigheter i varje enskilt fall.

I de fall börskursen påverkats av exempelvis offentliga uppköpserbjudanden finns det ofta anledning att undersöka påkallandedagens lämplighet som värderingstidpunkt, vilket framgår av de avgöranden som diskuterats i arbetet. Även det faktum att handel med aktierna under påkallandedagen varit av ringa omfattning i jämförelse med tidigare dagar kan vara en anledning att frångå påkallandedagen. En ytterligare omständighet som kan föranleda ett frångående av påkallandedagen som värderingstidpunkt är den då en aktieä-

---

<sup>263</sup> Se avsnitt 5.6 ovan.



gare, till följd av köp av aktier, uppnått en majoritetspost alternativt ett aktieinnehav som medför budplikt (dock endast om handeln med aktierna påverkats av köpet).

Det avgörande intresset är att finna en rättvisande värderingstidpunkt. Rättstillämparen har relativt fria händer vid sin bedömning angående huruvida påkallandedagen bör frångås eller inte, vilket ökar möjligheterna att åstadkomma en så rättvisande värdering av aktierna som möjligt.

# Käll- och litteraturförteckning

## *Otryckta källor*

Diskussion med Stefan Sandén den 10 maj 2017

Diskussion med Johan Munck den 11 maj 2017

Diskussioner med Magnus Ramberg löpande under VT 2017

Mailkorrespondens med Carl Svernlöv den 5–8 maj 2017

## *Offentligt tryck*

Prop. 1975:103 Förslag till ny aktiebolagslag, m.m.

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital

SOU 1941:9 II Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.

## *Litteratur*

Bergman, Erik & Hellner, Peter, *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier: en fallstudie*, Juristförlaget, Stockholm, 1992  
[Bergman & Hellner (1992)]

Bergström, Clas & Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 5:e uppdaterade och reviderade upplagan, Norstedts juridik, Stockholm, 2015  
[Bergström & Samuelsson (2015)]

Flodhammar, Gunnar, *Företagsvärdering vid tvångsinlösen*, Norstedt, Stockholm, 1980  
[Flodhammar (1980)]

Kleineman, Jan, *Rättsdogmatisk metod*, i Korling, Fredric & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, 1:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2013  
[Kleineman i Korling & Zamboni (red.) (2013)]

Krüger Andersen, Poul, *Aktie- og anpartsselskabsret*, 9:e reviderade upplagan, Jurist- og Økonomforbundet, Köpenhamn, 2006  
[Krüger Andersen (2006)]

Löfgren, Sigurd & Gometz, Ulf, *Företagsvärdering*, Ernst & Young, Stockholm, 1991  
[Löfgren & Gometz (1991)]

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, 3:e utökade och reviderade upplagan, Norstedts juridik, Stockholm, 2015  
[Sandgren (2015)]

Sandström, Jan, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, Norstedt, Stockholm, 1976  
[Sandström (1976)]

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, 5:e upplagan, Norstedts juridik, Stockholm, 2015  
[Sandström (2015)]

Sevenius, Robert, *Företagsförvärv: en introduktion*, 2:a reviderade upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2011  
[Sevenius (2011)]

Sjöberg, Gustaf, *Tvångsinlösen*, Jure, Stockholm, 2007  
[Sjöberg (2007)]

Svernlöv, Carl, *Aktiebolagslagen: en översikt*, Norstedts juridik, Stockholm, 2014  
[Svernlöv (2014)]

Werlauff, Erik, *Selskabsret*, 6:e upplagan, Thomson, Köpenhamn, 2006  
[Werlauff (2006)]

### ***Artiklar***

Flodhammar, Gunnar: ”Tvångsinlösen av aktier”, *SvJT* 1971, s. 102–120  
[Flodhammar (SvJT 1971)]

Peczenik, Aleksander: ”Juridikens allmänna läror”, *SvJT* 2005, s. 249–272  
[Peczenik (SvJT 2005)]

### ***Elektroniska källor***

Kommentarer till 22 kap. 2 § ABL i Zeteo,  
[https://zeteo.wolterskluwer.se/document/abl05komm\\_ablk-kap22\\_s2\\_s1\\_s1?anchor=xablkommq2005q551\\_22\\_kap\\_2\\_px](https://zeteo.wolterskluwer.se/document/abl05komm_ablk-kap22_s2_s1_s1?anchor=xablkommq2005q551_22_kap_2_px), senast besökt 2017-05-10.

[Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen: en kommentar (1 juni 2016, Zeteo)]

Kommentar till Takeover-reglerna för reglerade marknader, framtagna av Kollegiet för svensk bolagsstyrning,  
[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/TO-Reglerna\\_2015\\_Finanal.pdf](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/TO-Reglerna_2015_Finanal.pdf), senast besökt 2017-05-10.

[Kollegiet för svensk bolagsstyrnings kommentar till Takeover-reglerna]

### ***Övrigt***

PricewaterhouseCoopers i Sverige AB, *Företagsvärdering – översikt av området baserat på erfarenhet*, 2014

[PwC - Företagsvärdering (2014)]

# Rättsfalls- och skiljedomsförteckning

## *Svenska domstolsavgöranden*

### *Högsta domstolen*

NJA 1957 s. 1 (Gimomålet)

NJA 1992 s. 872 (Balken I)

NJA 1996 s. 293 (Balken II)

### *Hovrätten*

Dom 1983-1223 i mål T121/82 (Ala-Bergvik)

## *Offentliga skiljedomar*

Skiljedom meddelad den 5 juli 2006 angående inlösen av aktier i Utfors AB  
[Skiljedom angående Utfors AB (2006)]

Skiljedom meddelad den 29 september 2010 angående inlösen av aktier i  
VLT AB  
[Skiljedom angående VLT (2010)]

Skiljedom meddelad den 3 mars 2011 angående inlösen av aktier i Ekerö  
Energi AB  
[Skiljedom angående Ekerö Energi (2011)]

Skiljedom meddelad den 14 juni 2012 angående inlösen av aktier i Ballings-  
löv International AB  
[Skiljedom angående Ballingslöv (2012)]

Skiljedom meddelad den 4 juni 2013 angående inlösen av aktier i Brinova  
Fastigheter AB  
[Skiljedom angående Brinova (2013)]

*Norskt domstolsavgörande*

Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood)