

Juridiska institutionen
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Examensarbete på juristprogrammet (30 hp, HRO800 VT 2021)

**I korsningen mellan aktiebolagsrätt och
aktiemarknadsrätt:
När bör särskilda skäl enligt särregeln
anses föreligga?**

Alexandra Park Larsson

Handledare: Erik Lidman
Examinator: Rolf Skog

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	1
FÖRKORTNINGAR OCH FÖRKLARINGAR	2
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund: När anses särskilda skäl föreligga?	4
1.2 Syfte och disposition: Särskilda skäl i sin kontext	5
1.3 Metod och teori: ”Koherensfrämjande” rättsdogmatik	6
1.4 Material och kort om forskningsläge	7
1.5 Avgränsningar	9
2 TVÅNGSINLÖSEN AV MINORITETSAKTIER	10
2.1 Vad är tvångsinlösen?	10
2.2 Varför infördes tvångsinlöseninstitutet?	11
2.2.1 1944 års ABL: Tvångsinlösen som en förberedelse till fusion	11
2.2.2 1975 års ABL: Tvångsinlösen som ”kan” utgöra ett led i fusion	13
2.2.3 2005 års ABL: Tvångsinlösen som självständigt institut	13
2.3 Lösenbeloppet: Vad är ”aktiens verkliga värde”?	15
2.3.1 Företaget som värderingsobjekt efter NJA 1957 s. 1 (Gimo-fallet)	15
2.3.2 Aktien som värderingsobjekt efter NJA 1996 s. 293 (Balken-målet)	16
2.3.3 Behov av generella lagbestämmelser i linje med det konstitutionella egendomsskyddet	16
2.3.4 Aktiens marknadspris som huvudregel	17
2.4 Sammanfattning: Från fusionsförberedelse till eget institut	17
3 TVÅNGSINLÖSEN SOM FÖREGÅTTS AV ETT OFFENTLIGT UPPKÖPSERBJUDANDE	18
3.1 Varför infördes särregeln?	18
3.1.1 Införandet genom 1975 års ABL i samband med Näringslivets börskommittés (NBK) rekommendation	18
3.1.2 Revidering genom 2005 års ABL med utvidgat tillämpningsområde	20
3.2 Offentliga uppköpserbjudanden	21
3.2.1 Regelverk: Kombination av offentlig reglering och självreglering	21
3.2.2 Regelverkets tillämplighet	23
3.2.3 Centrala principer och budprocessen enligt takeover-reglerna	23
3.2.4 Informationsförpliktelser enligt emittentregler	26
3.3 Särregelns tillämplighet: NJA 2011 s. 932 (Old Mutual-fallet)	27

3.3.1	Ett erbjudande med jurisdiktionsbegränsningar	27
3.3.2	HD:s bedömning: Särregeln tillämplig på erbjudandet	28
3.3.3	Skiljaktiga meningar: Särregeln inte tillämplig på erbjudandet	29
3.3.4	Kommentarer till rättsfallet inom doktrin	30
3.4	Sammanfattning: Särregeln i korsningen mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt	32
4	VAD BÖR MOTIVERA ETT AVSTEG FRÅN SÄRREGELN?	33
4.1	Om särskilda skäl i förarbeten och doktrin	33
4.1.1	Föarbetena fåordiga	33
4.1.2	Doktrin: Flodhammar och Sjöberg	33
4.2	När bör särskilda skäl anses föreligga?	37
4.2.1	Hur bör särregeln förstås?	37
4.2.2	Kan de tre exemplen möjliggöra kontrollen?	38
4.2.3	Vad bör begreppet särskilda skäl innefatta?	41
4.3	Slutsats: Restriktivitet främjar systemkoherens	42
	KÄLLFÖRTECKNING	46

Sammanfattning

Tvångsinlösen är en nödvändig följd av ett offentligt uppköpserbjudande i de fall budgivaren avser att bli ensam ägare till målbolaget. Genom ett tvångsinlösenförfarande har budgivaren möjlighet att lösa in de återstående aktier som denne inte lyckats att förvärva genom uppköpserbjudandet. Den vanliga tvistefrågan vid ett sådant förfarande är till vilket pris lösenbeloppet ska bestämmas. Om ett tvångsinlösenförfarande föregåtts av ett offentligt erbjudande om att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och erbjudandet accepterats av ägare till mer än 90 % av de aktier som avses av erbjudandet, ska lösenbeloppet enligt 22 kap. 2 § 4 st. ABL (den så kallade *särregeln*) motsvara det erbjudna vederlaget, *om inte särskilda skäl motiverar något annat*. Rekviritet särskilda skäl medger således undantag från det erbjudna vederlaget.

Denna uppsats syftar till att analysera innebörden av rekviritet särskilda skäl. Analysen bygger på undersökningar av motiven bakom tvångsinlöseninstitutet, lösenbeloppsbestämmelser, särregelns ändamål och det aktiemarknadsrättsliga regelverk som gäller vid ett offentligt uppköpserbjudande. Slutsatsen är att särskilda skäl enligt särregeln bör anses föreligga enbart om informationsunderlaget varit ofullständigt och innebörden av ofullständig information bör stämma överens med det regelverk som aktualiseras vid offentliga uppköpserbjudanden.

Rekviritet särskilda skäl i särregeln handlar om att i efterhand kontrollera om det funnits förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett uppköpserbjudande för att sedan kunna bedöma skäligheten av lösenbeloppet vid ett efterföljande tvångsinlösenförfarande. Enbart de omständigheter som möjliggör en sådan kontroll bör innefattas av begreppet särskilda skäl. Särregeln och dess utveckling har vidare ett starkt samband med det aktiemarknadsrättsliga regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden och innebörden av särskilda skäl bör tolkas mot denna bakgrund. Frågan om vilka förutsättningar som krävs för att säkerställa en korrekt prissättning i en uppköpssituation bör därmed besvaras med utgångspunkt i de regler som faktiskt gäller vid en sådan uppköpssituation. Nuvarande regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden innehåller omfattande informationsregler som syftar till att säkerställa förutsättningar för målbolagsaktieägare att fatta ett välgrundat beslut och att alla parter och intressenter får samma information vid samma tillfälle under en budprocess. Det som nyssnämnda regler avser att säkerställa är med andra ord detsamma som det som särskilda skäl i särregeln ämnar kontrollera. Om målbolagsaktieägare accepterat erbjudandet på riktiga grunder, det vill säga utifrån det informationsunderlag som de har rätt att erhålla, bör den prisnivå som representerar aktiens verkliga värde anses ha skapats.

En sådan ordning skapar inte enbart klarhet och förutsägbarhet för alla inblandade parter vid ett tvångsinlösenförfarande som följer på ett offentligt uppköpserbjudande utan, viktigast av allt, ökar koherensen i rättssystemet som helhet då begreppet särskilda skäl tolkas på ett sätt som är konsekvent och sammanhängande med det närliggande aktiemarknadsrättsliga rättsområdet.

Förkortningar och förklaringar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
ASEA	Allmänna Svenska Elektriska Aktiebolaget
Balken-målet	NJA 1996 s. 293
Budgivare	Den som lämnar ett offentligt uppköpserbjudande
Börser	De som driver reglerade marknader: Nasdaq Stockholm och NGM i Sverige
EES	Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet
Emittentregler	Nordic Main Market Rulebook, 2021-02-01 (Nasdaq Stockholm) och Regler för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på Main Regulated, 2020-05-04 (NGM)
FI	Finansinspektionen
Gimo-fallet	NJA 1957 s. 1
HD	Högsta domstolen
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MAR	Europaparlamentet och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning)
Målbolag	Aktiebolag som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande
Nasdaq Stockholm	Nasdaq Nordic Main Market
NBK	Näringslivets börskommitté

NBK:OE	Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag
NGM	Nordic Growth Market NGM
Old Mutual-fallet	NJA 2011 s. 932
RF	Regeringsformen (1974:152)
SKF	Svenska Kullagerfabriken
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden
Takeover-reglerna	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, 2021-01-01
VPML	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund: När anses särskilda skäl föreligga?

Offentliga uppköpserbjudanden är inte längre en främmande företeelse i svenskt näringsliv.¹ Under perioden 1990–2004 lämnades totalt 358 offentliga uppköpserbjudanden, av vilka 341 avsåg bolag vars aktier var noterade på Nasdaq Stockholm, och 293 av de lämnade erbjudandena resulterade i förvärv av målbolaget.² För att budgivaren ska kunna bli ensam ägare till målbolaget behöver budgivaren normalt påkalla tvångsinlösen avseende de återstående aktier som denne inte lyckats att förvärva genom erbjudandet. Den vanligaste tvistefrågan vid ett sådant tvångsinlösenförfarande är att bestämma till vilket pris de återstående aktierna ska lösas in.³ Regler om hur lösenbeloppet ska fastställas finns således i 22 kap. 2 § 4 st. ABL med följande lydelse:

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.

Huvudregeln vid tvångsinlösen, vilken innehåller regler för både noterade och onoterade aktier, återfinns i andra stycket. Värderingstidpunkten regleras vidare i tredje stycket. Om inlösen har föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande är fjärde stycket tillämpligt. Bestämmelsen kallas för särregeln eftersom ”den är en avvikelse från huvudregeln”.⁴ Enligt särregeln ska lösenbeloppet bestämmas till det erbjudna priset i ett offentligt erbjudande om följande rekvisit är

¹ Prop. 2005/06:140 s. 36 och SOU 2005:58 s. 51.

² Prop. 2005/06:140 s. 36 och SOU 2005:58 s. 51.

³ Stattin, D. (2012). s. 489.

⁴ Sjöberg, G. (2012). s. 892.

uppfyllda: (i) att det ska vara fråga om ett offentligt uppköpserbudande om att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar, (ii) att erbjudandet har accepterats av ägare till mer än 90 % av de aktier som erbjudandet avser och (iii) att särskilda skäl inte motiverar något annat. Det finns med andra ord möjlighet att avvika från särregeln om det föreligger särskilda skäl.

När föreligger då särskilda skäl? En viss vägledning går att finna i lagens förarbeten som räknar upp några exempel på när särskilda skäl kan anses föreligga.⁵ Särregeln kan frångås om en längre tid har förflutit från det på erbjudandet grundade aktieförvärvet till dess inlösenförfarande inleddes.⁶ Det är dock oklart vad som ska utgöra en längre tid förutom att det i skiljemannapraxis förekommer fall där sex månader har ansetts vara en sådan tid.⁷ Ett annat särskilt skäl som motiverar undantag till särregeln kan vara ”att informationsunderlaget har varit ofullständigt eller att nya viktiga omständigheter har tillkommit”.⁸ Möjligheten till att frångå särregeln är enligt förarbeten tänkt att fungera som en ventil när det uppstår ”situationer då en tillämpning av särregeln leder till ett otillfredsställande resultat”,⁹ och närmare anvisning rörande innebörden av begreppet särskilda skäl går knappast att finna i förarbetena. Det är istället domstolar och skiljenämnder som ska pröva om det föreligger särskilda skäl i varje enskilt fall.¹⁰ Prejudikaten i frågan är dock obefintliga och skiljenämndsdomar är också svåra att få tag i främst på grund av själva förfarandets konfidentiella natur. Det som går att finna, med hjälp av doktrin, vad gäller särskilda skäl i praxis är endast att många åberopar särskilda skäl i skiljeförfaranden men det är ytterst ovanligt med avgöranden där särskilda skäl ansetts föreligga.¹¹

1.2 Syfte och disposition: Särskilda skäl i sin kontext

Hur ska man förstå särskilda skäl i särregeln? Särskilda skäl är tänkt att fungera som en ventil men vägledning saknas om vad som omfattas av ventilen förutom de kortfattade förarbetsuttalandena. Denna oklarhet ger skäl att undersöka frågan genom att sätta begreppet särskilda skäl i sitt sammanhang. Syftet med uppsatsen är därmed att analysera när särskilda skäl enligt särregeln *bör* anses föreligga. Analysen bygger på undersökningar om dels motiven bakom själva tvångsinlöseninstitutet och lösenbeloppsbestämmelser, dels ändamålet med särregeln samt de regler som gäller vid ett offentligt uppköpserbudande vilket är en förutsättning för särregelns tillämpning.

⁵ Prop. 1975:103 s. 533 och prop. 2004/05:85 s. 453.

⁶ Prop. 1975:103 s. 533 och prop. 2004/05:85 s. 453.

⁷ Nerep, E., Adestam, J. & Samuelsson, P. (2019). Aktiebolagslag (2005:551) 22 kap. 2 §, *Lexino*. 2019-07-01.

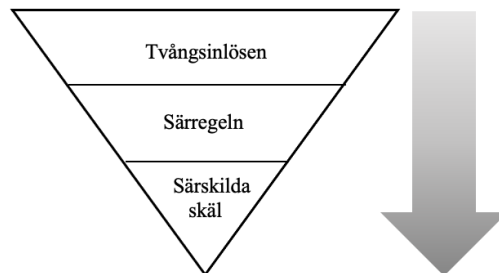
⁸ Prop. 2004/05:85 s. 453. Även prop. 1975:103 s. 533.

⁹ Prop. 2004/05:85 s. 453.

¹⁰ Prop. 2004/05:85 s. 453.

¹¹ Sjöberg, G. (2007). s. 427.

Uppsatsen är härmed disponerad på ett sätt som liknar en omvänd triangel där motiven bakom det bredaste begreppet i sammanhanget först undersöks i avsnitt 2, vilket sedan följs av en undersökning av ändamålet med särregeln som utgör en del av tvångsinlöseninstitutet i avsnitt 3. De undersökningarna mynnar slutligen ut i en analys av innebörden av begreppet särskilda skäl i avsnitt 4.



1.3 Metod och teori: ”Koherensfrämjande” rättsdogmatik

För att uppnå syftet med uppsatsen undersöker jag först relevanta rättskällor inom området såsom lagar, förarbeten, prejudikat, doktrin och även tillämpliga regler inom den aktiemarknadsrättsliga självregleringen (mer om själva materialet i nästa avsnitt). Undersökningen lägger sedan grunden för en efterföljande analys som mynnar ut i normativa utsagor om särskilda skäl enligt särregeln. Metoden kan beskrivas som den rättsdogmatiska metoden såtillvida att den syftar till att analysera innebörden av ett begrepp i en rättsregel genom att undersöka relevanta rättskällor inom området.

Rättsdogmatikens huvuduppgift är enligt Peczenik att systematisera och tolka gällande rätt.¹² Rättsdogmatiken är vidare deskriptivnormativ, innebärande att den inte enbart handlar om att beskriva gällande rätt på olika rättsområden och deras struktur utan också att kritisera och rättfärdiga olika delar av gällande rätt.¹³ Värderande ståndpunkter är en nödvändig del av rättsdogmatiken men bör skiljas från ren moral eftersom rättsdogmatiken utgår ifrån bundna rättskällor.¹⁴ Med sina beskrivande och värderande beståndsdelar syftar rättsdogmatiken till att ”framställa rättsordningen som ett koherent nätverk av huvudregler och undantag”.¹⁵ Det går alltså inte att förstå ett begrepp eller en rättsregel inom ett visst rättsområde utan att förstå systematiken i det rättsområdet.¹⁶ Jag ansluter mig härmed till Peczeniks uppfattning om rättsdogmatiken och vill även understryka att det inte är möjligt att värderingsfritt beskriva rätten, vilket inte för övrigt är uppsatsens syfte, utan beskrivningen och analysen är ofta sammanflätade.¹⁷ Ambitionen med uppsatsen är snarare att förstå begreppet särskilda skäl inom det system som det befinner sig i.

¹² Peczenik, A. (1995b). s. 33.

¹³ Peczenik, A. (2005). s. 249 f.

¹⁴ Peczenik, A. (2005). s. 250.

¹⁵ Peczenik, A. (2005). s. 249 f.

¹⁶ Peczenik, A. (2005). s. 250.

¹⁷ Jfr Peczenik, A. (2005). s. 249 f.

Den teoretiska utgångspunkt som ligger till grund för denna uppsats och dess utformning ska också nämnas. Peczenik anför att vissa filosofiska ståndpunkter harmoniserar bättre än andra med den ovanbeskrivna rättsdogmatiken och koherentism är en av dem.¹⁸ Koherentism som en kunskapsteoretisk inriktning bygger på tanken att några fundamentala och säkra omdömen inte existerar utan sådana omdömen eller argumentation enbart kan rättfärdigas om de sammanhänger med ett koherent system av övriga trosföreställningar.¹⁹ Koherens består enligt Peczenik av tre grundläggande delar: (i) ”logisk motsägelsefrihet”, (ii) ”omfattande räckvidd” och (iii) ”stöd från andra komponenter i systemet”.²⁰ Han menar vidare att koherentism som kunskapsteori är kompatibel med rättsdogmatiken eftersom ”rättsdogmatiken ökar rättens koherens”, framförallt genom systematisering.²¹

Rättsdogmatiken framställer därmed ”rätten som systematisk helhet”.²² För att framhäva systematikens betydelse citerar Peczenik Savigny som skrev följande: "Jag anser att det väsentliga i den systematiska metoden är att man upptäcker och beskriver det inre sammanhang eller släktskap, varigenom enskilda rättsbegrepp och rättsregler binds samman i en större enhet. Sådana samband är ofta dolda och vår insikt berikas genom att de upptäcks".²³ Peczenik framhåller därigenom att det är rättsvetenskapens uppgift att upptäcka den dolda systematiken i rätten.²⁴ Rättssystemets enhet, närmare bestämt att se rätten som ett enda system istället för en kaotisk massa, är dessutom enligt författaren ”juridikens grundantagande”.²⁵ Det kan alltså inte vara en överdrift att hävda att koherens är poängen med rättsdogmatiken.²⁶

I uppsatsen utgår jag från Peczeniks systematiserande syn på rättsvetenskapen, och betraktar rätten som *ett* koherent och enhetligt system av normer där rättsvetenskapens uppgift framförallt är att systematisera och tolka rätten på ett sätt som främjar koherens i rättssystemet. Den metodologiska målsättningen är således, genom att i det rättsdogmatiska materialet identifiera motsägelser, brister och samband, att analysera innebörden av begreppet *särskilda skäl* i särregeln och att argumentera för en tolkning som är systemkoherent.

1.4 Material och kort om forskningsläge

Den första delen av uppsatsen avser de bakomliggande motiven med själva inlöseninstitutet. För att undersöka frågan ska rättskällor som ABL, förarbetena till ABL och doktrin inom det aktiebolagsrättsliga området användas. Huvudsakligt fokus ligger på förarbeten i denna del då frågeställningen handlar om lagstiftarens intention med institutet. Avseende frågan om

¹⁸ Peczenik, A. (2005). s. 259.

¹⁹ Peczenik, A. (2005). s. 261.

²⁰ Peczenik, A. (2005). s. 261.

²¹ Peczenik, A. (2005). s. 259.

²² Peczenik, A. (2005). s. 259. Jfr Olsen, L. (2004). s. 111 f. och Gustafsson, H. (2011). s. 32 f.

²³ Peczenik, A. (2005). s. 259. Hänvisning görs till von Savigny, K. F., (1840). *System des heutigen römischen Rechts*, Band 1, Berlin, s. XXXVI.

²⁴ Peczenik, A. (2005). s. 259.

²⁵ Peczenik, A. (1995a). s. 278 f. Jfr Olsen, L. (2004). s. 112 och Sandgren, C. (1995–96). s. 730.

²⁶ Peczenik, A. (2005). s. 261. Se även Hellner, J. (2001). s. 40 f. och Jareborg, N. (2004). s. 4.

regleringen kring lösenbeloppets bestämmande vid tvångsinlösen generellt är, utöver de nyss nämnda rättskällorna, RF och HD:s avgöranden av relevans eftersom det var i samband med förslaget om lagreglering i frågan som tvångsinlösens konstitutionella aspekter uppmärksammades.

Den andra delen handlar om motiven bakom särregeln. Förarbetena till ABL utgör även här huvudsakligt material för undersökning men även doktrin som behandlar frågan inkluderas i materialet. Även HD-avgörandet NJA 2011 s. 932 och efterföljande kommentarer till rättsfallet inom doktrin ska utgöra ytterligare undersökningsmaterial i denna del eftersom rättsfallet var det enda rättsfall som behandlade frågan om särregeln och dess tillämplighet. En av förutsättningarna för särregelns tillämpning är att ett yrkande om inlösen föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande. Då är det angeläget att även undersöka hur ett sådant uppköpserbjudande fungerar och regleras i allmänhet. Det regelverk som aktualiseras vid ett offentligt uppköpserbjudande och därmed behandlas i tillämpliga delar i denna uppsats består av offentlig reglering och självreglering, i form av LUA respektive börsernas egna takeover-regler, eftersom takeover-direktivet implementerades på det sättet i Sverige. Även börsernas emittentregler aktualiseras i detta sammanhang då aktiebolag vars aktier är noterade på börserna är bundna av de reglerna. Det kan förvisso ifrågasättas om börsernas takeover-regler och emittentregler är att betrakta som rättskällor i formell mening. Jag anser att de bör betraktas som en del av gällande rätt inom det aktiemarknadsrättsliga området då reglerna uppkom med stöd av lag, nämligen att börserna har en lagstadgad skyldighet att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden respektive regler för upptagande av aktier till handel på en reglerad marknad.²⁷

Uppsatsens tredje och sista del avser själva innebörden av särskilda skäl i särregeln. I denna del görs en analys av innebörden av begreppet, vilket mynnar ut i normativa påståenden om när särskilda skäl *bör* anses föreligga. Kunskaper som erhålls från undersökningar om de två första frågeställningarna läggs även till grund för analysen. Forskning som enbart behandlar frågan om särskilda skäl i särregeln finns såvitt jag vet inte, vilket är ett av skälen till att jag valde att skriva en uppsats i ämnet. Det finns dock två avhandlingar där frågan i begränsad omfattning berörs som en del i större projekt: *Företagsvärdering vid tvångsinlösen* av Flodhammar (1980) och *Tvångsinlösen* av Sjöberg (2007). Flodhammar undersökte främst hur värderingsreglerna vid tvångsinlösen tillämpades i skiljdomspraxis under perioden då 1944 års ABL gällde och drog slutsatsen att det fanns en enhetlig praxis där lösenbeloppet grundades på företagsvärdet.²⁸ Sjöberg genomförde en genomgripande undersökning av institutet tvångsinlösen, vilket inte bara innefattade genomgång av gällande rätt utan även kritisk utvärdering av gällande rätt ur ett rättsekonomiskt perspektiv.²⁹ Det finns även ett empiriskt inslag i hans avhandling i form av undersökningen av skiljedom- och domstolspraxis som han använt sig av som extra underlag och stöd för sina argument. Båda avhandlingarna innehåller ett särskilt, om än litet, avsnitt om särregeln och innebörden av särskilda skäl. Dessa avsnitt redogörs inledningsvis i denna del, vilket sedan också används som underlag för den efterkommande analysen.

²⁷ 13 kap. 8 § respektive 15 kap. 1 § VPML.

²⁸ Flodhammar, G. (1980). s. 16 ff.

²⁹ Sjöberg G. (2007). s. 20 ff.

Bergman och Hellner (1992) undersökte i *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier: en fallstudie* bland annat hur tillämpningen av särregeln såg ut i praxis som värderingsprincip. Någon större slutsats drogs dock inte i frågan om särskilda skäl förutom det att särskilda skäl att frånga särregeln inte utnyttjades i någon avsevärd utsträckning.³⁰ Endast två gånger, det vill säga fyra procent av de fall som undersöktes, vann argument om särskilda skäl hos skiljenämnden.³¹ Författarna tolkar begreppet särskilda skäl ”som en form av ”generalklausul”, fullt jämförbart med 36 § i avtalslagen, som alltid skulle kunna användas”.³²

Det är värt att tillägga att skiljedomar inte är en del av det material som undersöks inom ramen för denna uppsats. Uppsatsens övergripande syfte är att analysera när särskilda skäl *bör* anses föreligga enligt särregeln, och till det syftet undersöks bland annat motiven bakom inlöseninstitutet och särregeln. Uppsatsen syftar alltså inte till att undersöka rättstillämpningen i frågan i första instans eller vad som faktiskt förekommer i praktiken med hjälp av en empirisk metod. Det uppsatsen vill åstadkomma är ett normativt ställningstagande om innebörden av särskilda skäl i särregeln och genomgång av skiljedomar är inte en lämplig metod att uppnå ett sådant syfte. Sådana kartläggningar av skiljdomspraxis vad avser lösenbeloppet vid tvångsinlösen gjordes som konstaterats ovan redan av Flodhammar, Sjöberg och Bergman & Hellner. I uppsatsen refererar jag dock resultaten i vissa av de undersökningar av skiljdomspraxis som har gjorts.

1.5 Avgränsningar

Det finns två olika situationer som föranleder inlösen av minoritetens aktier enligt ABL: majoritetsaktieägares maktmisbruk eller förändrat ägarförhållande.³³ Uppsatsen är inte ämnad att omfatta alla situationer utan är begränsad till den sistnämnda situationen där inlösen påfordras på grund av att en eller flera aktieägare äger mer än 90 % av aktierna i ett aktiebolag. Begreppet inlösen används därav med den nyssnämnda innebörden i uppsatsen. Den processrättsliga delen av inlösenförfarande utgör ett uppsatsämne i sig och behandlas därmed inte i någon större utsträckning utan behandlas ytterst översiktligt i förevarande uppsats.

Med offentliga uppköpserbudanden avses vidare inom ramen för denna uppsats sådana uppköpserbudanden avseende aktier på reglerade marknader, nämligen Nasdaq Stockholm och NGM i Sverige. Detta innebär att offentliga uppköpserbudanden som avser aktier på handelsplattformar som First North Growth Market, Nordic SME och Spotlight lämnas utan avseende eftersom sådana erbjudanden inte är föremål för lagreglering utan styrs enbart av självreglering.³⁴ Reglerna gällande handelsplattformarna är dock i all väsentlighet desamma som de självregleringsregler som gäller för uppköpserbudanden avseende aktier på reglerade marknader.³⁵

³⁰ Bergman, E., & Hellner, P. (1992). s. 91 och s. 120.

³¹ Bergman, E., & Hellner, P. (1992). s. 120.

³² Bergman, E., & Hellner, P. (1992). s. 120.

³³ 29 kap. 4 § och 25 kap. 22 § ABL respektive 22 kap. 1 § ABL.

³⁴ Se bland annat 2 kap. 1 § LUA och avsnitt 3.2.2 nedan.

³⁵ Kollegiet för svensk bolagsstyrning har utfärdat bådadera.

2 Tvångsinlösen av minoritetsaktier

I detta avsnitt redogörs inledningsvis för tvångsinlösen och en översikt över dess förfarande enligt ABL. Därefter presenteras skälen bakom införandet av själva tvångsinlöseninstitutet med utgångspunkt i lagens förarbeten. Även bakgrunden till hur lösenbeloppsregeln 22 kap. 2 § ABL fått sin nuvarande utformning redogörs för. Avsnittet avslutas med en sammanfattande slutsats.

2.1 Vad är tvångsinlösen?

ABL bygger på majoritetsprincipen som innebär att majoriteten har makt att bestämma över verksamheten, vilket möjliggör effektiv bolagsstyrning.³⁶ Principen måste dock balanseras med ett tillfredsställande minoritetsskydd för att aktiebolaget ska kunna fungera som finansierings- och samarbetsform, eftersom kapitalanskaffningskostnaderna annars skulle riskera att bli mycket höga.³⁷ Minoriteten har enligt ABL vissa rättigheter men många av dem förutsätter att den representerar minst en tiondel av bolagets samtliga aktier.³⁸ Om minoriteten inte når denna tiondel av samtliga aktier kan den med andra ord inte längre utnyttja de minoritetsrättigheter som lagen erbjuder. Inlösen är sålunda för minoriteten ett sätt att komma ut ur en sådan ”maktlös” ställning där möjligheten att påverka utsläcks.³⁹

Tvångsinlösen är reglerad i 22 kap. ABL och betyder en *rätt* för en aktieägare, vilket innefattar både fysisk och juridisk, som direkt eller indirekt innehar mer än 90 % av aktierna i ett aktiebolag (majoritetsaktieägare) att av de övriga aktieägarna i bolaget (minoritetsaktieägare) lösa in återstående aktier.⁴⁰ Majoritetsaktieägaren är även skyldig att lösa in de återstående aktierna om minoritetsaktieägaren begär det.⁴¹ Inlösen är därmed en ömsesidig rätt och skyldighet för både majoritetsaktieägare och minoritetsaktieägare.

Om det är tvistigt huruvida det finns en rätt eller skyldighet till inlösen eller hur lösenbeloppet ska bestämmas ska frågan prövas genom ett skiljeförfarande.⁴² Skiljenämnden utgörs av tre skiljemän.⁴³ Majoritets- och minoritetsaktieägaren utser var sin skiljeman och de valda utser den tredje.⁴⁴ Det kan vara svårt för minoritetsaktieägaren i ett bolag med spridd ägarkrets att enas om en gemensam skiljeman. I sådana fall ska styrelsen hos Bolagsverket ansöka om att en

³⁶ Bergström, C., & Samuelsson, P. (2015). s. 41 f. och Skog, R. (2020). s. 231.

³⁷ Skog, R. (2020). s. 231.

³⁸ Exempel på sådana rättigheter i ABL: 9 kap. 9 § (begära minoritetsrevisor), 18 kap. 11 § (begära vinstutdelning), 29 kap. 7 § (hindra beslut om ansvarsfrihet). Jfr Bergström, C., & Samuelsson, P. (2015). s. 162 ff. och Skog, R. (2020). s. 257.

³⁹ Skog, R. (2020). s. 257 ff.

⁴⁰ 22 kap. 1 § ABL.

⁴¹ 22 kap. 1 § ABL.

⁴² 22 kap. 5 § ABL och lagen (1999:116) om skiljeförfarande gäller för själva förfarandet, om inte något annat följer av 22 kap. ABL.

⁴³ 22 kap. 5 § ABL.

⁴⁴ 13 § lagen (1999:116) om skiljeförfarande.

god man utses.⁴⁵ Kostnader för skiljeförfarandet bärs av majoritetsaktieägaren under förutsättning att det inte föreligger särskilda skäl för att minoritetsaktieägaren ska åläggas att helt eller delvis svara för kostnaderna.⁴⁶

Lösenbeloppet ska som utgångspunkt bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden, närmare bestämt aktiens marknadsvärde.⁴⁷ Om en aktie är föremål för handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES är det betydligt lättare att fastställa lösenbeloppet då det är aktiens noterade värde som ska utgöra lösenbeloppet om inte särskilda skäl motiverar något annat.⁴⁸ Tidpunkten för värdering av lösenbeloppet är ”påkallandedagen”, det vill säga den tidpunkt då tvisten lämnas till skiljenämndens prövning, men lagen lämnar utrymme för att en tidigare tidpunkt än påkallandedagen väljs om det finns skäl för det.⁴⁹ Om inlösen är ett resultat av ett offentligt uppköpserbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och erbjudandet har accepterats av ägare till mer än 90 % av de aktier som erbjudandet avser, ska lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat.⁵⁰

Lösenbeloppet är en känslig fråga och prövningen kan därför ta mycket tid. Lagens lösning till lång handläggningstid är förhandstillträde. Majoritetsaktieägaren har nämligen möjlighet till förhandstillträde, trots att lösenbeloppets storlek ännu inte har fastställts, om det redan står klart att inlösenrätt föreligger och majoritetsaktieägaren har ställt av skiljemännen eller domstolen godkänd säkerhet för kommande lösenbelopp och ränta.⁵¹ Genom förhandstillträde kan majoritetsaktieägaren, innan inlösenstvisten är avgjord, komma i besittning av de återstående aktierna, utöva de rättigheter som är knutna till aktierna och följaktligen driva verksamheten vidare utan några minoritetshänsyn.⁵² När en skiljedom avseende lösenbeloppet har meddelats och fått laga kraft ska ägarna till de aktier som är föremål för inlösen överlämna sina aktier till majoritetsaktieägaren.⁵³

2.2 Varför infördes tvångsinlöseninstitutet?

2.2.1 1944 års ABL: Tvångsinlösen som en förberedelse till fusion

Institutet tvångsinlösen introducerades i svensk rätt genom 1994 års ABL. Motiven bakom tvångsinlösen kan hittas främst i Lagberedningens förslag och varken remissinstanserna eller

⁴⁵ 22 kap. 8 § ABL.

⁴⁶ 22 kap. 23 § ABL.

⁴⁷ 22 kap. 2 § 2 st. ABL.

⁴⁸ 22 kap. 2 § 2 st. ABL.

⁴⁹ 22 kap. 2 § 3 st. ABL.

⁵⁰ 22 kap. 2 § 4 st. ABL.

⁵¹ 22 kap. 12 § ABL.

⁵² 22 kap. 12 § ABL. Även Johansson, S., Skog, R., & Andersson, S. (2020). 22 kap. 12 §.

⁵³ 22 kap. 20 § ABL. Vad gäller kupongbolag sker detta i form av att aktiebrev överlämnas med anteckning om överlåtelse medan i ett avstämningsbolag registreras aktierna med majoritetsaktieägaren som ägare.

regeringen hade några invändningar mot förslaget.⁵⁴ Tvångslösen infördes i samband med reglerna om fusion.⁵⁵ Särskilda bestämmelser om fusion fanns inte i då gällande ABL medan grannländer som bland annat Danmark, Norge, Finland och Tyskland hade fusionsregler som kunde underlätta samgående mellan två aktiebolag.⁵⁶ Avsaknaden av särskilda fusionsregler i Sverige gjorde att fusion genomfördes med hjälp av allmänna civilrättsliga och aktiebolagsrättsliga regler om överlåtelse, övertagande av skuld, likvidation, ökning av aktiekapital med mera, vilket enligt Lagberedningen medförde ”uppkomsten av oklara rättsfrågor” och ”praktiska svårigheter” i näringslivet.⁵⁷ Förslaget innefattade följaktligen bestämmelser dels om fusion mellan moderbolag och helägt dotterbolag och dels om fusion mellan två fristående bolag, och det är det förstnämnda som motiverade tvångsinlöseninstitutets införande.⁵⁸ Motivet bakom införandet av det fusionsinstitut som tog sikte på samgående mellan moderbolag och helägt dotterbolag var att göra samgåendet mer ändamålsenligt, och tvångsinlöseninstitut kunde enligt Lagberedningen utgöra en viktig förberedande del som möjliggör en sådan fusion.⁵⁹ De föreslagna bestämmelserna om fusion och tvångsinlösen blev i sin tur lag.⁶⁰

Förslaget om regler om tvångsinlösen var ett resultat av näringslivets begäran.⁶¹ År 1935 lämnade ASEA, SKF, L.M. Ericsson, Separator och Electrolux en skrivelse till Lagberedningen och framförde önskemål om att, i syfte att skydda majoriteten mot minoritetens maktmissbruk, införa en rätt för ett aktiebolag som direkt eller indirekt äger minst 90 % av aktierna i ett annat aktiebolag att inlösa resterande aktier i bolaget.⁶² Lagberedningen tog önskemålet i beaktande och föreslog därav en tvångsinlösenregel som var sammankopplad till fusionsbestämmelser.⁶³ Utan möjlighet till inlösen av återstående aktier ansåg Lagberedningen att fusion mellan moderbolag och helägt dotterbolag inte kunde ske på ett effektivt sätt, eftersom det kunde finnas risk för att minoriteten får en ställning som kunde ”utnyttjas till anspråk på oskäligt pris för aktierna”.⁶⁴

Lagberedningen var emellertid tydlig med att moderbolagets rätt till inlösen var till men för minoritetsaktieägaren i dotterbolaget, men konstaterade samtidigt att sådana ”betänkligheter” borde vika med hänsyn till att möjligheten till inlösen inte enbart var till fördel för moderbolaget, som därigenom skulle få möjlighet att ”ordna koncernens organisation och drift enhetligt och rationellt”, utan även för minoritetsaktieägaren.⁶⁵ Syftet med införandet av tvångsinlöseninstitutet var därmed att skydda moderbolaget mot att minoritetsaktieägaren begär oskäligt högt pris för sina aktier, samt att hindra majoritetsaktieägaren, det vill säga moderbolaget, från att

⁵⁴ SOU 1941:9, Kungl. Maj:ts prop. nr 5 1944 s. 387 f. och även Sjöberg, G. (2007). s. 180.

⁵⁵ SOU 1941:9 s. 606.

⁵⁶ SOU 1941:9 s. 604 ff. Se även Skog, R. (2003). s. 10.

⁵⁷ SOU 1941:9 s. 605 f.

⁵⁸ SOU 1941:9 s. 606 ff.

⁵⁹ SOU 1941:9 s. 606.

⁶⁰ 174 § 1994 års ABL.

⁶¹ SOU 1941:9 s. 610 f. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶² SOU 1941:9 s. 610 f. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶³ SOU 1941:9 s. 611. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶⁴ SOU 1941:9 s. 611. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶⁵ SOU 1941:9 s. 611. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

tvunga minoritetsaktieägaren att sälja aktierna till underpris.⁶⁶ Avvägningen ledde fram till ett förslag på en ömsesidig rätt till inlösen innebärande att moderbolagets rätt till inlösen skulle motsvaras av skyldighet till inlösen på minoritetens begäran.⁶⁷ Rätten till inlösen skulle enligt Lagberedningen föreligga om moderbolag äger mer än 90 % av aktierna i dotterbolag, med motiveringen att de rättigheter som minoritetsaktieägaren kan nyttja utsläcks när den äger mindre än 10 % av aktierna i bolaget och det är vid den gränsen rätten till inlösen borde föreligga.⁶⁸

2.2.2 1975 års ABL: Tvångsinlösen som ”kan” utgöra ett led i fusion

1944 års ABL blev föremål för översyn i syfte att åstadkomma ”enhetlig nordisk aktiebolagslagstiftning”, vilket ledde fram till en ny ABL som trädde i kraft år 1975.⁶⁹ Bestämmelserna om inlösen, ihop med fusionsreglerna, kom trots allt att fortsätta finnas i den nya lagen, dock med vissa detaljändringar.⁷⁰ Några huvudsakliga ändringar ska nämnas. Förutsättningarna för inlösen modifierades så att för inlösen krävs det att moderbolaget inte bara innehar mer än 90 % av aktierna i dotterbolaget utan även av rösterna i bolaget, vilket hade sin bakgrund i att åstadkomma nordisk rättslikhet på området.⁷¹ En annan förändring var att ett moderbolags eget innehav av aktier i ett dotterbolag skulle likställas med indirekt innehav genom annat dotterbolag.⁷² Ändringar gjordes även för att förenkla inlösenförfarande och möjligheten till förhandstillträde introducerades.⁷³ Ett visst förtydligande gjordes gällande lösenbeloppet, innebärande att bestämmande av lösenbeloppet borde överlämnas till doktrin och rättspraxis.⁷⁴

Genom den nya lagen introducerades den så kallade särregeln som skulle gälla i de fall tvångsinlösenförfarandet föregåtts av ett offentligt uppköpserbudande, vilket diskuteras närmare i avsnitt 3.1 nedan.⁷⁵ Trots vissa ändringar och förtydliganden är det svårt att finna någon ytterligare motivering bakom själva inlösensinstitutet i förarbetena till 1975 års lag, förutom ett påpekande om att inlösen kan utgöra ett led i en fusionsprocess men det behöver nödvändigtvis inte vara fallet.⁷⁶

2.2.3 2005 års ABL: Tvångsinlösen som självständigt institut

Aktiebolagskommittén genomförde en översyn av 1975 års lag och tvångsinlösenreglerna behandlades i ett av de sex delbetänkandena, vars innehåll även går att återfinna i slut-

⁶⁶ SOU 1941:9 s. 611. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶⁷ SOU 1941:9 s. 611. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶⁸ SOU 1941:9 s. 611. Se även Skog, R. (2003). s. 11.

⁶⁹ Prop. 1975:103 s. 68.

⁷⁰ Prop. 1975:103 s. 530 ff. och SOU 1971:15 s. 340 ff.

⁷¹ Prop. 1975:103 s. 530 f. och SOU 1971:15 s. 350.

⁷² Prop. 1975:103 s. 530 och SOU 1971:15 s. 350.

⁷³ Prop. 1975:103 s. 534 ff. och SOU 1971:15 s. 350 och s. 367 ff.

⁷⁴ Prop. 1975:103 s. 533 och SOU 1971:15 s. 369.

⁷⁵ Prop. 1975:103 s. 533.

⁷⁶ Prop. 1975:103 s. 533.

betänkandet.⁷⁷ Regeringens förslag överensstämde i huvudsak med kommitténs förslag.⁷⁸ Det centrala syftet med arbetet bakom den nya lagen var ”modernisering av den svenska aktiebolagsrätten” så att lagen skulle bli mer lättläst och lättbegriplig.⁷⁹ Den svenska aktiebolagslagen behövde dessutom anpassas så att den skulle vara ”i linje med den internationella utvecklingen på det aktiebolagsrättsliga området”.⁸⁰

Den första väsentliga nyheten avseende tvångsinlösenregler var att kopplingen mellan fusion och inlösen slopades.⁸¹ Genom den nya lagen ändrades förutsättningarna för inlösen och institutet fick ett eget kapitel.⁸² Rätt och skyldighet till inlösen, som tidigare gällde för moderbolag, skulle nämligen i fortsättningen gälla för ”varje aktieägare som uppnår en viss majoritetsställning i ett svenskt aktiebolag”.⁸³ De motiv som kan utläsas ur kommitténs förslag avseende utvidgningen av kretsen är att förstärka minoritetsskyddet samt att tillgodose EU-rättens krav på etableringsfrihet.⁸⁴ Rätten till inlösen för moderbolag infördes främst för att underlätta fusion med dotterbolag medan minoritetsaktieägares rätt till inlösen var ”motiverad av att de inte kan samla den andel av dotterbolagets aktier som i allmänhet erfordras för utövande av minoritetsrättigheter enligt aktiebolagslagen”.⁸⁵ Om någon annan aktieägare än ett moderbolag, exempelvis en fysisk person eller en annan juridisk person än ett aktiebolag, innehåller mer än 90 % av aktierna i ett dotterbolag kan minoritetsaktieägaren alltså inte påkalla inlösen för att ”komma ur sin utsatta situation”.⁸⁶ Ändringen av den inlösenberättigade kretsen till att omfatta ”samtliga fall där en aktieägare uppnår en viss majoritetsställning i ett aktiebolag” skulle enligt kommittén innebära ”en inte oväsentlig förstärkning” av det aktiebolagsrättsliga minoritetsskyddet eftersom minoriteten skulle i fler fall få möjlighet att ta sig ur ett bolag där den inte längre kan utöva sina minoritetsrättigheter.⁸⁷ En sådan ordning skulle dessutom tillgodose EU-rättens krav på etableringsfrihet då den skulle innebära att även utländska rättssubjekt blir inlösenberättigade eller inlösensskyldiga.⁸⁸

En annan viktig förändring gällde majoritetskravet. Enligt 1975 års ABL var förutsättningen för inlösen att moderbolaget äger mer än 90 % av aktierna *samt* av rösterna i dotterbolaget.⁸⁹ Kommittén föreslog att det sistnämnda kravet på röstandelen skulle upphävas, vilket regeringen också ansåg var lämpligt.⁹⁰ Skälet bakom förslaget var att skapa koherens i aktiebolagsrättsliga minoritetsrättigheter.⁹¹ De positiva minoritetsrättigheterna som ABL hade att erbjuda byggde

⁷⁷ SOU 1997:22 (delbetänkandet) och SOU 2001:1 (slutbetänkandet).

⁷⁸ Prop. 2004/05:85 s. 437 ff. och SOU 1997:22 s. 255 ff.

⁷⁹ Prop. 2004/05:85 s. 1 och SOU 2001:1 s. 14.

⁸⁰ Prop. 2004/05:85 s. 197 och SOU 2001:1 s. 11.

⁸¹ Prop. 2004/05:85 s. 437 ff. och SOU 1997:22 s. 255 f. Se även Skog, R. (2003). s. 21.

⁸² 22 kap. ABL. Prop. 2004/05:85 s. 132 och 437 f.

⁸³ Prop. 2004/05:85 s. 438 och SOU 1997:22 s. 256.

⁸⁴ SOU 1997:22 s. 256 ff.

⁸⁵ SOU 1997:22 s. 255 f.

⁸⁶ SOU 1997:22 s. 256 och prop. 2004/05:85 s. 437 f.

⁸⁷ SOU 1997:22 s. 256 och prop. 2004/05:85, s. 437 f.

⁸⁸ SOU 1997:22 s. 256 ff. och prop. 2004/05:85 s. 438.

⁸⁹ Se avsnitt 2.2.2 ovan.

⁹⁰ SOU 1997:22 s. 259 och prop. 2004/05:85 s. 440 f.

⁹¹ SOU 1997:22 s. 259.

enlig kommittén endast på minoritetens kapitalandel.⁹² Minoriteten skulle förlora de rättigheterna och därmed hamna i ett svårt läge om den inte äger minst 10 % av kapitalet i bolaget, och inlöseninstitutet syftar till att befria minoriteten ur en sådan utsatta situation.⁹³ Av den anledningen var det ”lämpligt att gränsen för lösningsrätt respektive lösningskyldighet bestäms på samma sätt som gränsen för lagens minoritetsrättigheter, dvs. utifrån kapitalandel och utan beaktande av röstandel”.⁹⁴ Beräkning av lösenbeloppet kom även att regleras i den nya lagen och särregeln reviderades efter förebild från andra europeiska länder, bland annat Storbritannien.⁹⁵

2.3 Lösenbeloppet: Vad är ”aktiens verkliga värde”?

2.3.1 Företaget som värderingsobjekt efter NJA 1957 s. 1 (Gimo-fallet)

När tvångsinlöseninstitutet infördes första gången i 1944 års lag fanns det ingen vägledning i frågan om lösenbeloppets bestämmande förutom det att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarar ”aktiens verkliga värde”.⁹⁶ Gimo-fallet var det första rättsfall som behandlade frågan.⁹⁷ I fallet kunde lösenbeloppet varken bestämmas utifrån det beräknade försäljningspriset eller den beräknade avkastningen eftersom omständigheterna var sådana att dotterbolaget helt och hållet kontrollerades av moderbolaget och minoritetsaktierna inte kunde räkna med att få någon utdelning inom den närmaste framtid. HD bedömde att värdering av de aktier som skulle lösas in skulle göras utan hänsyn till att aktierna var minoritetsaktier och att lösenbeloppet skulle bestämmas utifrån en företagsvärdering, det vill säga att aktiens andel av värdet av företaget, istället för en värdering som grundas på förekomna försäljningar av aktierna såsom moderbolaget hävdade.⁹⁸

Enligt Danielsson var det ”mycket olyckligt” att Gimo-fallet blev det första HD-fallet gällande värdering vid tvångsinlösen eftersom efterföljande skiljedomspraxis påverkades av fallet trots att omständigheterna i målet inte var normala.⁹⁹ Skiljedomspraxis hade enligt författaren varit annorlunda och även blivit stabilare om HD hade prövat ett mål med mindre särpräglade omständigheter.¹⁰⁰

⁹² SOU 1997:22 s. 259.

⁹³ SOU 1997:22 s. 259 och prop. 2004/05:85 s. 440 f.

⁹⁴ Prop. 2004/05:85 s. 441.

⁹⁵ Se avsnitt 3.1.

⁹⁶ 223 § 1 mom. 2 st. i 1994 års ABL. Se även SOU 1941:9 s. 692 och SOU 1997:22 s. 278.

⁹⁷ NJA 1957 s. 1. Danielsson, K-E. (2013). s. 97.

⁹⁸ NJA 1957 s. 1, s. 32 f. Även SOU 1997:22 s. 278.

⁹⁹ Danielsson, K-E. (2013). s. 99. Han hänvisar även till ett uttalande av Sigurd Löfgren som var sakkunnig i målet att domslutet inte kan ha något prejudicerande verkan på att fastställa innebörden av ”aktiens verkliga värde” eftersom fallet inte kan betraktas som normalt (Dahlgren, E. & Moberg, K. (1976). Tvångsinlösen av aktier. s 49, med hänvisning till Sigurd Löfgren: Tvångsinlösen av aktier, *Svenska Dagbladet* 1967-03-16).

¹⁰⁰ Danielsson, K-E. (2013). s. 99 f.

2.3.2 Aktien som värderingsobjekt efter NJA 1996 s. 293 (Balken-målet)

Även när 1975 års lag trädde ikraft var lagen tyst om hur lösenbeloppet skulle beräknas, med undantag av särregeln.¹⁰¹ Regeln i 1944 års lag avseende lösenbeloppets beräkning ansågs som ”intetsägande” och togs därför inte upp i förslaget till den nya lagen.¹⁰² Frågan skulle enligt förslaget överlämnas till doktrin och praxis, dock med hänsyn taget till det som fastställts i Gimo-fallet, nämligen att värderingen av de aktier som skulle lösas in skulle ske utan att beakta ”deras egenskap av minoritetsaktier”.¹⁰³ Enligt Aktiebolagskommittén hade metoder för att värdera minoritetsaktier i skiljenämndspraxis dock varit skiftande, tills HD tog ställning till frågan genom Balken-målet.¹⁰⁴

I Balken-målet var HD tydlig med att Gimo-fallet måste tolkas med ”hänsyn till de mycket speciella förhållandena i målbolaget” och förstås så att ”värderingen vid tvångsinlösen i första hand borde grundas på förekomna försäljningar av aktier men när det nu inte gick på grund av omständigheterna i målet en substansvärdering av bolaget fick tillgripas”.¹⁰⁵ Vidare resonerade HD att även om det inte fanns någon allmän bestämmelse i 1975 års ABL om lösenbeloppets bestämmande pekar särregeln på att ”lagstiftaren inte därmed tog avstånd från uppfattningen att det var aktiernas marknadspris som skulle läggas till grund för lösenbeloppet”.¹⁰⁶ Sammantaget kom HD till följande slutsats: ”Med verkliga värdet förstås att värderingen skall grundas på marknadspriset om aktien är noterad på börs eller föremål för liknande notering och i annat fall på bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga. Om lösenbeloppet skall grundas på börskursen eller liknande notering måste emellertid kursens värde som måttstock prövas. Det innebär inte att hela målbolaget alltid måste värderas. Ofta kan det räcka med att konstatera att den aktuella kursen nära överensstämmer med det pris moderbolaget har betalat för sina aktier i målbolaget på grund av ett offentligt uppköpserbjudande eller i anslutning till ett sådant erbjudande”.¹⁰⁷

2.3.3 Behov av generella lagbestämmelser i linje med det konstitutionella egendoms-skyddet

Även om rättstillämpningen vad gäller lösenbeloppets bestämmande sedan Balken-målet blivit mer enhetlig fanns det fortfarande, påpekade Aktiebolagskommittén i sitt förslag till 2005 års lag, ett behov av lagreglering i frågan.¹⁰⁸ Kommittén lyfte fram att tvångsinlösen av minoritetsaktier hade sådana likheter med expropriation att bestämmelserna om tvångsinlösen måste uppfylla kraven i 2 kap. 15 § RF, nämligen: (i) att ingen kan tvingas avstå sin egendom genom expropriation utom när det krävas för att tillgodose angelägna allmänna intressen, (ii) att den som tvingas avstå sin egendom ska vara tillförsäkrad full ersättning för förlusten och (iii) att

¹⁰¹ SOU 1997:22 s. 278 f.

¹⁰² SOU 1997:22 s. 279, prop. 1975:103 s. 533 och SOU 1971:15 s. 369.

¹⁰³ Prop. 1975:103 s. 533.

¹⁰⁴ SOU 1997:22 s. 279 f.

¹⁰⁵ NJA 1996 s. 293, s. 300 f.

¹⁰⁶ NJA 1996 s. 293, s. 300.

¹⁰⁷ NJA 1996 s. 293, s. 303.

¹⁰⁸ SOU 1997:22 s. 280.

ersättningen ska bestämmas enligt grunder som anges i lag.¹⁰⁹ Då gällande tvångsinlösenbestämmelser uppfyllde enligt kommittén de två första kraven eftersom syftena bakom bestämmelserna, framför allt att möjliggöra strukturförändringar i näringslivet, utgjorde sådana angelägna intressen som grundlagen avsåg samt minoritetsaktieägarna var berättigade till ersättning för sina aktier.¹¹⁰ Bestämmelserna motsvarade emellertid inte det tredje kravet eftersom det endast var särregeln som innehöll en tydlig metod för att beräkna lösenbeloppet för de aktier som skulle vara föremål för tvångsinlösen.¹¹¹ För övriga inlösen-situationer saknades lagbestämmelser som anger hur lösenbeloppet ska beräknas. Av den anledningen föreslog kommittén att generella bestämmelser om grunderna för lösenbeloppets bestämmande skulle införas i den nya lagen.¹¹²

2.3.4 Aktiens marknadspris som huvudregel

I enlighet med HD:s ståndpunkt i Balken-målet föreslog Aktiebolagskommittén att lösenbeloppet för minoritetsaktier skulle som huvudregel motsvara aktiernas marknadspris.¹¹³ Kommittén ansåg att tvångsinlösen expropriativa karaktär motiverade att lösenbeloppet borde bestämmas ”med utgångspunkt i samma grundläggande princip för värdesättning som sedan länge gäller inom expropriationsrätten”, vilket innebar att minoritetens förmögenhetsställning efter tvångsinlösen borde vara oförändrad ”som om någon inlösen inte hade ägt rum”.¹¹⁴ Förslaget med aktiens marknadsvärde som utgångspunkt skulle enligt Kommittén uppfylla det nyssnämnda konstitutionella kravet.¹¹⁵ Regeringen delade i stort sett denna bedömning och föreslog i sitt förslag till 2005 års ABL den så kallade huvudregeln med den utformning som även gäller idag.¹¹⁶ Vidare infördes i den nya lagen, i enlighet med ett avgörande i NJA 1992 s. 872 där HD slog fast att lösenbeloppet vid tvångsinlösen av minoritetsaktier skulle grunda sig på aktiernas värde ”vid tiden för begäran om tvistens prövning av skiljemän”, en regel som angav påkallandedagen som värderingstidpunkten när huvudregeln skulle tillämpas.¹¹⁷ Särregeln fick dessutom en ändrad lydelse i 2005 års lag, vilket diskuteras nedan i avsnitt 3.1.2.

2.4 Sammanfattning: Från fusionsförberedelse till eget institut

Inlösen är en sista utväg för minoritetsaktieägare att ta sig ur ett aktiebolag där den inte längre kan utöva sina rättigheter. Tvångsinlöseninstitutets syfte var, när det först infördes genom 1944 års ABL, att underlätta fusion mellan moderbolag och dotterbolag. Även om moderbolagets rätt till inlösen var av ingripande natur och till men för minoriteten skulle de praktiska fördelarna

¹⁰⁹ SOU 1997:22 s. 280. Resonemanget går även att finna i Balken-målet (s. 299 i referatet). OBS: 2 kap. 15 § RF ändrades från 2 kap. 18 § RF (se 2010:1408 Lag om ändring i regeringsformen).

¹¹⁰ SOU 1997:22 s. 280.

¹¹¹ SOU 1997:22 s. 280.

¹¹² SOU 1997:22 s. 280 f.

¹¹³ SOU 1997:22 s. 282 f.

¹¹⁴ SOU 1997:22 s. 282.

¹¹⁵ SOU 1997:22 s. 282.

¹¹⁶ 22 kap. 2 § 2 st. ABL och prop. 2004/05:85 s. 447 ff.

¹¹⁷ Prop. 2004/05:85 s. 453 ff. Enligt propositionen gäller principen om påkallandedagen som värderingstidpunkt inte i de fall då särregeln ska tillämpas (s. 454). NJA 1992 s. 872, s. 872 och s. 886.

ges företräde. Med hjälp av den ömsesidiga rätten till inlösen kunde minoriteten ändå ta sig ur bolaget på eget initiativ. Inlöseninstitutet kopplades successivt ifrån fusionsreglerna. I förarbeten till 1975 års ABL uttalades att inlösen av minoritetsaktier inte behövde vara ett led i ett fusionsförfarande. Närmare motivering till varför så var fallet går dock knappt att hitta. Genom 2005 års ABL gick inlöseninstitutet och fusionsinstitutet skilda vägar. Tvångsinlösenbestämmelser genomgick vissa förändringar med hänvisning främst till minoritetsskydd och EU-rätt.

Bestämmelser rörande lösenbeloppets bestämmande har gått igenom en krokig resa. När tvångsinlösen infördes första gången genom 1944 års lag skulle lösenbeloppet bestämmas till ”aktiens verkliga värde”. Gimo-fallet, trots att omständigheterna i fallet var säregna, påverkade rättstillämpningen så att lösenbeloppet ofta bestämdes utifrån företagsvärdering. 1975 års lag innehöll, förutom särregeln, inte heller några uttryckliga bestämmelser om hur lösenbeloppet allmänt skulle beräknas utan frågan överlämnades till doktrin och praxis. Balkenmålet, enligt vilket lösenbeloppet skulle grundas på aktiens marknadspris, bidrog till en mer enhetlig rättstillämpning. Genom 2005 års lag infördes uttryckliga lagbestämmelser om lösenbeloppet med hänvisning till det konstitutionella egendomsskyddet.

3 Tvångsinlösen som föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande

Förevarande avsnitt behandlar frågan om särregeln. Bakgrunden till särregelns införande i ABL redogörs för till att börja med. Sedan ges en överblick över vad som allmänt gäller vid ett offentligt uppköpserbjudande eftersom särregelns tillämpning förutsätter ett sådant uppköpserbjudande. För att närmare förstå särregeln presenteras därefter ett avgörande från HD (NJA 2011 s. 932) som behandlade frågan om särregelns tillämplighet och efterföljande kommentarer till rättsfallet inom doktrin. Avsnittet avslutas med en sammanfattning.

3.1 Varför infördes särregeln?

3.1.1 Införandet genom 1975 års ABL i samband med Näringslivets börskommittés (NBK) rekommendation

Genom 1975 års ABL infördes särregeln som aktualiseras i de fall ett tvångsinlösenförfarande föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande.¹¹⁸ Enligt propositionen hade frågan ”ibland diskuterats på vissa håll” om minoritetsaktieägare borde vara tvungen att acceptera det pris som moderbolaget erbjudit i de fall moderbolaget förvärvat mer än 90 % av aktierna i dotterbolaget genom ett offentligt erbjudande till en vidare krets.¹¹⁹ Det framstod som ”egendomligt att de aktieägare som inte accepterar erbjudandet skall ha möjlighet att i ett inlösenförfarande få ut ett

¹¹⁸ Se även avsnitt 2.2.2.

¹¹⁹ Prop. 1975:103 s. 533.

högre pris för sina aktier”.¹²⁰ I syfte att hindra en sådan möjlighet från att användas som en utpressningsmetod gentemot moderbolaget föreslogs en särskild bestämmelse med innebörden att ”det av övriga aktieägare godtagna priset ska anses utgöra aktiens värde, om ej särskilda skäl föranleder annat”.¹²¹ Den så kallade särregeln skulle gälla endast om erbjudandet ”riktats till en vidare krets” samt om moderbolaget förvärvat ”större delen” av sina aktier genom erbjudandet.¹²² Som särskilda skäl att frångå det erbjudna priset räknades följande upp i propositionen: (i) att ”en längre tid förflutit från moderbolagets aktieförvärv på grund av erbjudandet till dess inlösenförfarandet inleddes”, (ii) att ”informationsunderlaget varit ofullständigt” eller (iii) att ”nya viktiga omständigheter tillkommit”.¹²³

Förslaget synes vara en anpassning till näringslivets behov. Trots att offentliga erbjudanden under 1960-talet började bli vanligare fanns det inga regler som säkerställde likabehandling av aktieägarna och information till dem.¹²⁴ NBK fick uppgiften att arbeta fram ett sådant regelverk och tog år 1971 fram *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag* (NBK:OE) som i stort sett byggde på den brittiska regleringen *The City Code on Takeovers and Mergers*.¹²⁵ Enligt NBK:OE var budgivaren skyldig att behandla alla aktieägare i ett målbolag lika under erbjudandets bestående och tiden därefter.¹²⁶ Det uppmärksammades snart inom doktrin att denna likabehandlingsregel, tillsammans med då gällande skiljedomspraxis som lade tidpunkten för värdering till påkallandedagen, skulle leda till ett otillfredsställande resultat.¹²⁷ Rodhe påpekade nämligen att de av målbolagets minoritetsaktieägare som valt att inte acceptera budet kunde dra nytta av en kursstegring på aktierna just på grund av att erbjudandet ledde till resultat eftersom lösenbeloppet enligt gällande praxis fastställdes långt senare, det vill säga på påkallandedagen.¹²⁸ Han ansåg en sådan spekulationsmöjlighet som otillbörlig och påtalade behovet att införa en särskild beloppsregel, efter den brittiska förebilden, av innebörd att det priset som erbjudits i ett offentligt uppköpserbjudande borde gälla även vid ett efterföljande tvångsinlösenförfarande.¹²⁹ Förslaget om särregeln i ovannämnda propositionen var enligt Skog regeringens svar.¹³⁰

Flodhammar betraktade däremot särregeln som en ”onödig nyhet” i 1975 års ABL och förespråkade att regeln upphävdes.¹³¹ Särregeln var enligt Flodhammar ”illa genomtänkt” då det enda skäl som angetts i förarbetena var att det kunde ”te sig egendomligt att de aktieägare som inte accepterar erbjudandet skall ha möjlighet att i ett inlösenförfarande få ut ett högre pris för sina aktier”.¹³² Särregeln var, menade han, inte med i Aktiebolagsutredningens förslag och

¹²⁰ Prop. 1975:103 s. 533.

¹²¹ Prop. 1975:103 s. 533.

¹²² Prop. 1975:103 s. 533.

¹²³ Prop. 1975:103 s. 533.

¹²⁴ Lidman, E. (2020). s. 129–156.

¹²⁵ Lidman, E. (2020). s. 138 ff. Se även Munck, J. (2011). s. 9 och Skog, R. (2003). s. 14.

¹²⁶ Punkt II.3 NBK:OE. Även Lidman, E. (2020). s. 140 f.

¹²⁷ Rodhe, K. (1973). s. 533 ff. Se även Skog, R. (2003). s. 14 och Danielsson, K-E. (2013). s. 100 f.

¹²⁸ Rodhe, K. (1973). s. 533 ff. Se även Skog, R. (2003). s. 14 och Danielsson, K-E. (2013). s. 100 f.

¹²⁹ Rodhe, K. (1973). s. 533 ff. Se även Skog, R. (2003). s. 14 och Danielsson, K-E. (2013). s. 100 f.

¹³⁰ Skog, R. (2003). s. 14.

¹³¹ Flodhammar, G. (1980). s. 194.

¹³² Flodhammar, G. (1980). s. 194 och 173 (hänvisning görs till prop. 1975:103 s. 533).

näringslivet, trots Rodhes påpekande om minoritetsaktieägarnas spekulationsmöjlighet, hade inte heller något önskemål om en sådan regel.¹³³ Avseende lösenbeloppet anförde näringslivet endast att det vore praktiskt om det står uttryckligen i lagtexten att lösenbeloppet ska motsvara aktiens verkliga värde.¹³⁴ Ett påstående om att särregeln infördes efter önskemål från näringslivet var enligt Flodhammar missvisande.¹³⁵ Han hävdade istället att den faktiska anledningen till särregelns tillkomst var på grund av att lösenbelopp i många tvångsinlösenförfaranden tycktes ha blivit större än det som antagits av många aktieägare vid frivilliga aktieöverlåtelser.¹³⁶ Orsaken till en sådan värdedifferens var, enligt undersökningen som han utförde, främst att lösenbeloppet bestämdes utifrån företagsvärde istället för börsvärde.¹³⁷ Flodhammar gjorde därmed gällande att farhågan om minoritetaktieägares utpressningsmöjlighet gentemot moderbolaget, vilken uttrycktes i Rodhes artikel och lagmotiven, saknade grund eftersom minoritetsaktieägaren aldrig kunde få mer än det priset som utdömdes av en skiljenämnd som utifrån då gällande praxis skulle bestämma lösenbeloppet efter aktiens andel i företagsvärdet.¹³⁸ Den utpressningssituation som Flodhammar kunde tänka sig var då en minoritetsaktieägare äger en eller några aktier i dotterbolaget ”vid en tidpunkt när moderbolaget förvärvat samtliga övriga aktier”.¹³⁹ Den minoritetsaktieägaren kunde då kräva ett högt och oskäligt pris och vinna framgång om kostnader för tvångsinlösenförfarandet enligt moderbolagets bedömning skulle vara betydligt högre än en eftergift till minoritetsaktieägarens krav.¹⁴⁰ Enligt författaren torde dock en sådan situation sällan förekomma.¹⁴¹ Han ifrågasatte även ett påståendet om att särregeln skulle ”främja snabbhet och enkelhet” eftersom en sådan förenkling var avhängig vilken innebörd särskilda skäl skulle få.¹⁴²

3.1.2 Revidering genom 2005 års ABL med utvidgat tillämpningsområde

Särregeln gjordes om till nuvarande utformning genom 2005 års ABL. Aktiebolagskommittén ansåg det nödvändigt att utöka särregelns tillämpningsområde.¹⁴³ För att den då gällande särregeln skulle bli tillämplig förutsatts nämligen att moderbolaget förvärvat ”större delen” av sitt aktieinnehav i målbolaget till följd av erbjudandet och detta innebar att regeln aldrig kunde bli tillämplig om budgivaren, när denne lämnar budet, redan innehar hälften eller mer av aktierna i bolaget.¹⁴⁴ Kommittén, inspirerat av den brittiska lagstiftningen, föreslog därmed en ändring av särregeln så att den kunde bli tillämplig i samtliga fall då budgivaren riktar ett erbjudande till samtliga återstående aktier och erbjudandet accepterats av ägare till mer än 90 % av de aktier

¹³³ Flodhammar, G. (1980). s. 173 f.

¹³⁴ Flodhammar, G. (1980). s. 174. Även prop. 1975:103 s. 536.

¹³⁵ Flodhammar, G. (1980). s. 174.

¹³⁶ Flodhammar, G. (1980). s. 174.

¹³⁷ Flodhammar, G. (1980). s. 180. Han undersökte 19 inlösenärenden under perioden 1968–1976 (s. 175 ff.) och jämförde med en undersökning som gjordes av Dahlgren & Moberg som undersökte 13 inlösenärenden under perioden 1967–1974 (Dahlgren, E. & Moberg, K. (1976). Tvångsinlösen av aktier. – skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr. 15).

¹³⁸ Flodhammar, G. (1980). s. 182.

¹³⁹ Flodhammar, G. (1980). s. 182.

¹⁴⁰ Flodhammar, G. (1980). s. 182 f.

¹⁴¹ Flodhammar, G. (1980). s. 183.

¹⁴² Flodhammar, G. (1980). s. 181 f.

¹⁴³ SOU 1997:22 s. 283 f.

¹⁴⁴ SOU 1997:22 s. 284.

som avses med erbjudandet.¹⁴⁵ Regeringen som delade kommitténs uppfattning i detta hänseende tog med förslaget i propositionen och menade att en sådan ordning stämde överens med såväl den brittiska lagstiftningen som med tvångsinlösenreglerna i EU:s takeover-direktiv (mer om själva innehållet i direktivet i nästa avsnitt).¹⁴⁶

I frågan om möjligheten att frångå särregeln, det vill säga särskilda skäl, hade kommittén och regeringen olika ståndpunkter. Enligt kommittén var det faktum att ägare till ett stort antal aktier accepterat ett uppköpserbjudande ”en så stark indikation på att det erbjudna priset utgör ett riktigt mått på aktiens värde, att det bör frångås endast under särskilda omständigheter”.¹⁴⁷ Sådana särskilda skäl torde exempelvis vara att ”budgivaren spritt vilseledande information som kan ha påverkat aktieägarnas vilja att acceptera budet” eller att ”lång tid förflutit från tiden för erbjudandet till dess att inlösen påkallats”.¹⁴⁸ Ett sådant restriktivt förhållningssätt avseende särskilda skäl hade även HD i Balken-målet där det uttalades att ”mycket speciella omständigheter, t ex vilseledande information från budgivare eller målbolag” krävs för att anse det av de flesta aktieägarna godtaga priset ”som mindre representativt för aktiens verkliga värde”.¹⁴⁹ Några remissinstanser förespråkade emellertid att det borde finnas större möjlighet att avvika från det erbjudna vederlaget än vad som föreslagits av kommittén, och regeringen anslöt till remissinstansernas ståndpunkt.¹⁵⁰ Regeringen ansåg till att börja med det rimligt och lämpligt med tanken bakom särregeln att ett pris som godtagits av de allra flesta aktieägare till vilka uppköpserbjudandet riktats var att betrakta som representativt för aktiernas värde och borde därmed kunna accepteras även av återstående aktieägare.¹⁵¹ Tillämpning av särregeln kunde dock enligt regeringens mening leda till ”ett otillfredsställande resultat” och det borde därför finnas för domstolar och skiljenämnder ”ett tillräckligt utrymme att i varje enskilt fall pröva om det vederlag som moderbolaget har erbjudit utgör ett skäligt lösenbelopp”.¹⁵² Exempel på särskilda skäl i propositionen till 2005 års lag blev följaktligen de samma som de som fanns i propositionen till 1975 års lag.¹⁵³

3.2 Offentliga uppköpserbjudanden

3.2.1 Regelverk: Kombination av offentlig reglering och självreglering

En av förutsättningarna för särregelns tillämpning är att ett inlösenförfarande har föregåtts av ett offentligt uppköpserbjudande.¹⁵⁴ Offentliga uppköpserbjudanden i Sverige styrdes enbart av självreglering fram till 2006 i form av ovannämnda NBK:OE som uppdaterats flera gånger

¹⁴⁵ SOU 1997:22 s. 284.

¹⁴⁶ Prop. 2004/05:85 s. 453.

¹⁴⁷ SOU 1997:22 s. 283.

¹⁴⁸ SOU 1997:22 s. 284.

¹⁴⁹ NJA 1996 s. 293, s. 303.

¹⁵⁰ Prop. 2004/05:85 s. 452 f.

¹⁵¹ Prop. 2004/05:85 s. 452.

¹⁵² Prop. 2004/05:85 s. 453.

¹⁵³ Prop. 2004/05:85 s 453 och prop. 1975:103 s. 533. Även avsnitt 3.1.1.

¹⁵⁴ 22 kap. 2 § 4 st. ABL.

genom åren sedan den tillkom 1971.¹⁵⁵ Förhållandet ändrades när EU:s takeover-direktiv, som ålägger medlemsstater att införa regler om uppköpserbjudanden, implementerades år 2006.

Implementeringen av direktivet skedde i Sverige i form av en kombination av offentlig reglering och självreglering.¹⁵⁶ Grundläggande regler om offentligt uppköpserbjudande finns därmed i LUA medan detaljregler finns i börsernas egna takeover-regler. Börserna är nämligen enligt VPML skyldiga att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden som avser aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad som börserna bedriver, och reglerna ska uppfylla de krav som ställs i takeover-direktivet och i övrigt vara ändamålsenliga.¹⁵⁷ Börsernas takeover-regler har sitt ursprung i NBK:OE och har reviderats i flera omgångar fram till nuvarande utformning.¹⁵⁸ Kollegiet för svensk bolagsstyrning tog över ansvaret för takeover-reglerna i och med att NBK:s verksamhet lades ner 2010.¹⁵⁹ En potentiell budgivare som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande i fråga om aktier som är noterade på någon av börserna i Sverige har en lagstadgad skyldighet att gentemot den aktuella börserna åta sig att följa dess takeover-regler och underkasta sig sanktioner vid överträdelse av de reglerna.¹⁶⁰ Målbolaget har i sin tur en kontraktuell förpliktelse mot börserna att följa dess takeover-regler eftersom reglerna är en del av börsernas regelverk.¹⁶¹

AMN spelar en viktig roll i normbildningen.¹⁶² Nämnden ska genom uttalanden, information och konsultation verka för god sed på aktiemarknaden i Sverige och har uppdrag att uttala sig om innebörden av regelverket och medge dispens från takeover-reglerna.¹⁶³ FI som är ansvarig tillsynsmyndighet för offentliga uppköpserbjudanden i Sverige har även delegerat vissa tolknings- och dispensfrågor gällande LUA till nämnden.¹⁶⁴

När särregeln gjordes om till nuvarande utformning genom 2005 års ABL hänvisade också regeringen till takeover-direktivet.¹⁶⁵ Direktivets krav om regler om uppköpserbjudanden innefattade nämligen tvångsinlösenregler som gäller i en uppköpsituation.¹⁶⁶ Medlemsstaterna var skyldiga att införa en rättighet för en budgivare, som innehar minst 90 % av såväl samtliga aktier som röster i målbolaget till följd av ett offentligt uppköpserbjudande, att lösa in återstående aktier i bolaget till ett rimligt pris.¹⁶⁷ Budgivarens rätt till inlösen skulle vidare motsvaras av inlösenensskyldighet på minoritetsaktieägarnas begäran.¹⁶⁸ Eftersom det redan fanns generella inlösenbestämmelser i 22 kap. ABL som bedömdes motsvara direktivets krav,

¹⁵⁵ Lidman, E. (2020). s. 144–152; Nyström, G., & Sjöman, E. (2011). s. 81 ff.; även SOU 2005:58 s 10.

¹⁵⁶ Prop. 2005/06:140 s. 41 ff. och SOU 2005:58 s. 75.

¹⁵⁷ 13 kap. 8 § VPML. Även Inledning i takeover-reglerna.

¹⁵⁸ Jfr avsnitt 3.1.1. För en mer detaljerad översikt över utvecklingen hänvisas till Nyström, G., & Sjöman, E. (2011). och även Lidman, E. (2020). s. 144–152.

¹⁵⁹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

¹⁶⁰ 2 kap. 1 § LUA.

¹⁶¹ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E., & Skog, R. (2018). 1. Inledning.

¹⁶² Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E., & Skog, R. (2018). 1. Inledning.

¹⁶³ Inledning och I.2 i takeover-reglerna. Se även Aktiemarknadsnämnden.

¹⁶⁴ 7 kap. 10 § LUA och FFFS 2007:17, kap. 14.

¹⁶⁵ Se avsnitt 3.1.2.

¹⁶⁶ Sats (24) i ingressen och artikel 15 i takeover-direktivet.

¹⁶⁷ Artikel 15 i takeover-direktivet.

¹⁶⁸ Artikel 16 i takeover-direktivet.

infördes dock inte några särskilda inlösenregler som är tillämpliga i samband med offentliga uppköpserbjudanden.¹⁶⁹

3.2.2 Regelverkets tillämplighet

Offentliga uppköpserbjudanden innebär enligt LUA ”ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier”.¹⁷⁰ Regelverket, inklusive LUA och takeover-reglerna, är tillämpligt när någon lämnar ett sådant erbjudande som avser aktier bland annat i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige.¹⁷¹ Budgivaren kan vara både en fysisk eller juridisk person och dennes nationella hemvist är utan betydelse när det gäller regelverkets tillämplighet.¹⁷²

Det förekommer dock situationer där budgivaren inte bara är skyldig att följa svenska regler utan även regler i andra länder på grund av att aktier som ska omfattas av erbjudandet ägs av utländska medborgare.¹⁷³ Det kan vara omständligt och kostsamt att utforma ett erbjudande med hänsyn taget till samtliga regler i de berörda länderna.¹⁷⁴ Budgivaren kan i sådana fall begära AMN att bevilja dispens för att kunna utesluta vissa utländska aktieägare från erbjudandet istället för att rikta erbjudandet till samtliga aktieägare i alla länder.¹⁷⁵

3.2.3 Centrala principer och budprocessen enligt takeover-reglerna

Offentliga uppköpserbjudanden, jämfört med privata uppköp, riktas mot bolag där aktieägare är spridda, varför det är av vikt att säkerställa att alla aktieägare behandlas lika och all relevant information om ett erbjudande når till alla aktieägare och intressenter.¹⁷⁶ Takeover-reglerna inleds till följd därav med vissa grundläggande principer som hämtats direkt från takeover-direktivet med följande lydelse:

- a) Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas.¹⁷⁷

¹⁶⁹ Prop. 2005/06:140 s. 88 ff. och SOU 2005:58 s. 136 f.

¹⁷⁰ 1 kap. 2 § LUA.

¹⁷¹ 1 kap. 1 § och 2 kap. 1 § LUA samt I.1 takeover-reglerna. Reglerna gäller i vissa fall för ett erbjudande som avser aktier i ett utländskt aktiebolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad i Sverige (se p. 2–4 i 2 kap. 1 § 2 st. LUA).

¹⁷² Kommentar till I.1 takeover-reglerna.

¹⁷³ Kommentar till I.1 takeover-reglerna.

¹⁷⁴ Kommentar till I.1 takeover-reglerna.

¹⁷⁵ Kommentar till I.1 takeover-reglerna (dispens med stöd av I.2 takeover-reglerna). Exempel på AMN:s dispensärenden: AMN 2020:39, 2019:43, 2017:17. Dispens behöver dock inte sökas under vissa förutsättningar, bland annat om antalet aktier som ägs av aktieägare i sådana länder motsvarar mindre än 3 % av totalantalet aktier i bolaget. Om ett erbjudande är en följd av budplikt enligt 3 kap. 1 § LUA krävs emellertid alltid dispens.

¹⁷⁶ Jfr Jakobsson, A. M., & Sevenius, R. (2017). s. 340.

¹⁷⁷ Principen får inte förväxlas med den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen som tar sikte på *bolagsorganens* agerande gentemot mot vissa aktieägare och därmed reglerar en aktieägares rättsliga ställning i relation

b) Innehavarna av värdepapper i ett målbolag ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När målbolagets styrelse ger värdepappersinnehavarna råd ska den ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet.

c) Målbolagets styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.

d) Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudandet eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids.

e) En budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan utbetalas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa utbetalning av varje annat slag av vederlag.

f) Ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.¹⁷⁸

Takeover-reglerna vilar på dessa principer som även tjänar som vägledning vid oklara fall.¹⁷⁹ Börserna har en allmän skyldighet att bedriva sin verksamhet på ett sätt så att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden upprätthålls och takeover-reglerna är en del av strävan.¹⁸⁰ Reglerna behandlar vidare olika moment i en budprocess på ett generellt plan då en budprocess inte ofta är lik någon annan på detaljplanet.¹⁸¹ Vissa allmänna huvuddrag i processen ska redogöras för i det följande.

En budprocess inleds enligt takeover-reglerna av att budgivaren offentliggör sitt erbjudande genom ett pressmeddelande.¹⁸² Erbjudandet ska innehålla all relevant information som har betydelse för kursbildningen på målbolagets aktier och ska offentliggöras så snart som möjligt.¹⁸³ Detaljerade anvisningar för innehållet i erbjudandet finns i takeover-reglerna, vilket innefattar uppgift om bland annat: budgivarens identitet, antalet aktier i målbolaget som budgivaren äger eller på annat sätt kontrollerar, bindande eller villkorade utfästelser om accept av erbjudandet från aktieägare i målbolaget, budrelaterade arrangemang, vilka värdepapper som

till övriga aktieägare i bolaget. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen som avses här i takeover-reglerna träffar *budgivarens* behandling av aktieägare (se exempelvis Lindskog, S. (2013). s. 157).

¹⁷⁸ Inledning i takeover-reglerna och artikel 3 takeover-direktivet.

¹⁷⁹ Inledning i takeover-reglerna.

¹⁸⁰ 13 kap. 1 och 8 §§ VPML. Även Inledning i takeover-reglerna.

¹⁸¹ Inledning i takeover-reglerna.

¹⁸² II.3 takeover-reglerna.

¹⁸³ Kommentarer till II.3 takeover-reglerna.

ska omfattas av erbjudandet, huvudsakliga villkor för erbjudandet inklusive pris, premie och beräkningsgrund för sådan premie, finansiering av erbjudandet, fullföljande villkor, åtagande om att följa börsens regler, AMN:s uttalanden om erbjudandet, motiven till erbjudandet, tiden för offentliggörandet av erbjudandehandling, tidsplan för erbjudandets genomförande med mera.¹⁸⁴ Pressmeddelandet utgör själva erbjudandet och budgivaren är därmed bunden av innehållet i sitt erbjudande.¹⁸⁵ Inom fyra veckor från det offentliggjorda erbjudandet ska en erbjudandehandling upprättas och godkännas av FI.¹⁸⁶ Erbjudandehandlingen ska omedelbart efter godkännande offentliggöras.¹⁸⁷ Acceptfristen börjar löpa när erbjudandehandlingen har offentliggjorts, och omfattar minst tre veckor och högst tio veckor.¹⁸⁸ Om det, innan acceptfristen löper ut, uppkommer någon ny omständighet av betydelse eller uppmärksammas någon väsentlig felaktighet, inklusive sakfel, i erbjudandehandlingen som kan påverka bedömningen av erbjudandet ska budgivaren upprätta ett tillägg som sedan ska godkännas och offentliggöras.¹⁸⁹

Som en följd av principen om likabehandling är budgivaren skyldig att behandla alla innehavare av aktier av samma slag lika genom att erbjuda ett identiskt vederlag per aktie.¹⁹⁰ I de fall erbjudandet avser aktier av olika slag med olika ekonomisk rätt, exempelvis stam- och preferensaktier, kan budgivaren erbjuda aktieägare till respektive aktieslag vederlag av olika värde under förutsättning att skillnaden inte är oskälig.¹⁹¹ När det gäller aktier av olika slag som ger olika rösträtt, till exempel A- och B-aktier, gäller som utgångspunkt grundprincipen att vederlag av samma värde ska erbjudas till alla aktier.¹⁹² Likabehandlingsprincipen medför även att budgivaren är skyldig att anpassa villkoren i erbjudandet om denne inom kortare tid än sex månader innan erbjudandets offentliggörande (föreffär), under erbjudandet (sidoaffär) eller inom sex månader efter erbjudandet (efteraffär), direkt eller indirekt, förvärvar aktier i målbolaget på villkor som är förmånligare än villkoren i erbjudandet.¹⁹³ Det erbjudna priset får alltså inte vara lägre än priset på föreffären, sidoaffären eller efteraffären.

Målbolagets styrelse är skyldig att agera i aktieägarnas intresse under hela budprocessen.¹⁹⁴ Skyldigheten innebär bland annat att undvika intressekonflikter genom att inte delta i handläggningen av de frågor som är relaterade till erbjudandet om någon styrelseledamot eller verkställande direktör exempelvis har en intressegemenskap med budgivaren och att noga

¹⁸⁴ Se II.3 takeover-reglerna för en uttömmande lista över uppgifter som ska finnas i erbjudandet.

¹⁸⁵ II.2 takeover-reglerna.

¹⁸⁶ II.6 takeover-reglerna och 2 kap. 3 § LUA.

¹⁸⁷ II.6 takeover-reglerna och 2 kap. 3 § LUA (offentliggörandet ska ske på ett sätt som anges i LHF och punkten I.4 takeover-reglerna).

¹⁸⁸ II.7 takeover-reglerna.

¹⁸⁹ II.6 takeover-reglerna.

¹⁹⁰ II.10 takeover-reglerna. Särskilda skäl kan motivera avsteg från likabehandlingsprincipen, exempelvis när vissa aktieägare av legala eller liknande skäl är förhindrade att ta emot vederlag i den form som budgivaren tänkt att erbjuda övriga aktieägare, men budgivaren är ändå skyldig att erbjuda vederlag med samma värde (kommentar till II.10 takeover-reglerna). Se vidare Lidman, E. (2020). kap. 4.

¹⁹¹ II.11 takeover-reglerna.

¹⁹² II.11 takeover-reglerna. Under AMN:s medgivande kan budgivaren dock erbjuda olika vederlag under vissa bestämda förutsättningar.

¹⁹³ II.13–15 takeover-reglerna.

¹⁹⁴ II.17 takeover-reglerna.

överväga risken för att bolaget skadas när den ska ta ställning till en eller flera potentiella budgivares due diligence-undersökning i bolaget.¹⁹⁵ Styrelsens uppfattning om erbjudandet och skälen till en sådan uppfattning ska även offentliggöras senast två veckor innan acceptfristen löper ut.¹⁹⁶ Målbolagets styrelse ska dessutom ha i åtanke att de allmänna informations-skyldigheterna, som börsbolag, fortfarande gäller under den pågående budprocessen, vilket framförallt omfattar skyldigheten att omedelbart offentliggöra insiderinformation.¹⁹⁷ Om viss information, som inte utgör insiderinformation, kan påverka bedömningen av det lämnade erbjudandet bör målbolaget eftersträva att offentliggöra informationen senast två veckor innan acceptfristens utgång.¹⁹⁸

Efter acceptfristens utgång ska utfallet av erbjudandet offentliggöras så snart som möjligt.¹⁹⁹ I pressmeddelandet ska budgivaren i förekommande fall också upplysa om beslutet att begära tvångsinlösen av återstående aktier.²⁰⁰ I de fall erbjudandet fullföljs ska vederlaget utbetalas så snart som möjligt till dem som accepterat erbjudandet.²⁰¹

3.2.4 Informationsförpliktelser enligt emittentregler

En rättvis och fungerande aktiemarknad förutsätter att alla aktörer på marknaden får tillgång till samma information samtidigt inför en aktieaffär.²⁰² Bland annat mot denna bakgrund finns därför omfattande informations- och marknadsmissbruksregler i EU-rätten (MAR). Både Nasdaq Stockholm och NGM har därutöver emittentregler, däribland innehållandes till MAR kompletterande informationsregler. Alla bolag som vill notera sina aktier på någon av de börserna ska således underteckna ett åtagande om att följa börsens vid var tid gällande regelverk för emittenter och att underkasta sig de sanktioner som kan följa vid eventuella regelöverträdelser.²⁰³ Detta innebär, vid ett offentligt uppköpserbjudande, att målbolaget samt budgivaren om denne också är noterad på någon av de börserna är skyldiga att följa, utöver takeover-reglerna, aktuella emittentregler.

Börsernas informationsregler består dels av regler avseende offentliggörande av insiderinformation i enlighet med MAR, och dels av regler avseende offentliggörande av information utöver vad som följer av MAR samt informationsgivning endast till börserna i vissa fall.²⁰⁴ Informationsgivningen enligt artikel 17 MAR innebär en skyldighet för en emittent att så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation.²⁰⁵ Emittenten har dock möjlighet att på eget ansvar skjuta upp offentliggörandet under vissa förutsättningar.²⁰⁶ Med insider-

¹⁹⁵ II.18 och II.20 takeover-reglerna.

¹⁹⁶ II.19 takeover-reglerna.

¹⁹⁷ Kommentar till II.17 takeover-reglerna. Mer om detta i nästa avsnitt.

¹⁹⁸ Kommentar till II.17 takeover-reglerna.

¹⁹⁹ II.22 takeover-reglerna.

²⁰⁰ II.22 takeover-reglerna.

²⁰¹ II.23 takeover-reglerna.

²⁰² Örtengren, T. (2017). s. 189.

²⁰³ Punkt 2.1.3 (Nasdaq Stockholms emittentregler) respektive punkt 2 och 4 i Del I (NGM:s emittentregler).

²⁰⁴ Avsnitt 3 (Nasdaq Stockholms emittentregler) respektive avsnitt 3 (NGM:s emittentregler).

²⁰⁵ Punkt 3.1 (Nasdaq Stockholms emittentregler) respektive punkt 3.3.1 (NGM:s emittentregler).

²⁰⁶ Artikel 17.4 MAR.

information avses ”information av *specifik natur* som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en *väsentlig inverkan* på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument” (egna kursiveringar).²⁰⁷ Regeln ställer således krav på både specificitet och prisinverkan vid bedömningen av vad som utgör insiderinformation.²⁰⁸ Bedömningen ska dock göras bolagsspecifikt och utifrån fakta och omständigheter i det enskilda fallet.²⁰⁹

Informationsgivning utöver vad som följer av MAR innefattar bland annat offentliggörande av finansiell information, kallelse till bolagsstämma, förändringar av styrelse, ledning och revisorer, förändringar i aktiekapital eller antal aktier och aktierelaterade incitamentsprogram.²¹⁰ Information som förväntas vara av extraordinär betydelse för emittentens finansiella instrument, exempelvis ett förestående offentligt uppköpserbjudande oavsett om bolaget i fråga avser att inta en roll som budgivare eller målbolag, ska delges börserna innan offentliggörandet.²¹¹

Sammantaget kan sägas, att i ett noterat bolag ska det enligt MAR och emittentreglerna som stark huvudregel inte finnas specifik icke offentliggjord information som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på bolagets aktiekurs, såvida inte bolaget beslutat om ett uppskjutet offentliggörande avseende den specifika informationen.

3.3 Särregelns tillämplighet: NJA 2011 s. 932 (Old Mutual-fallet)

I detta avsnitt redogörs för NJA 2011 s. 932 (Old Mutual-fallet) där en fråga om tolkning av särregeln aktualiserades och även för efterföljande diskussion i litteraturen. Fallet är, trots att rekvisitet särskilda skäl inte prövades, av relevans för denna uppsats eftersom det utgör en tydlig illustration av hur frågor som rör särregeln bör tolkas och förstås. Förståelsen av själva särregeln är nödvändig eftersom den sätter ramen för tolkningen av begreppet särskilda skäl i särregeln.

3.3.1 Ett erbjudande med jurisdiktionsbegränsningar

I Old Mutual-fallet aktualiserades frågan om särregelns tillämplighet. Erbjudandet i målet avsåg samtliga aktieägare enligt sin ordalydelse men i prospektet rörande erbjudandet förklarades samtidigt att erbjudandet inte lämnades i vissa jurisdiktioner (på samma sätt som ofta förekommer för att budgivaren inte ska behöva anpassa erbjudandet till flera olika länders budregler som ibland kan stå i konflikt). Frågan var därmed om särregeln kunde anses äga tillämpning

²⁰⁷ Artikel 7.1.a MAR.

²⁰⁸ Se artikel 7.2 MAR för innebörden av ”specifik natur” och artikel 7.4 MAR för ”väsentlig inverkan”.

²⁰⁹ Se *Handledning från börserna gällande offentliggörande av insiderinformation* (som har till syfte att ge vägledning vad gäller tillämpningen av 3.1 Nasdaq Stockholms emittentregler, det vill säga informationsgivning i enlighet med artikel 17 MAR) och handledningstext till punkt 3.1.1 i NGM:s emittentregler.

²¹⁰ Punkt 3.3–8 (Nasdaq Stockholms emittentregler) respektive punkt 3.2 (NGM:s emittentregler).

²¹¹ Punkt 3.12 (Nasdaq Stockholms emittentregler) respektive punkt 3.4 (NGM:s emittentregler).

när erbjudandet innehöll jurisdiktionsbegränsningar och HD prövade de två första så kallade ”matematiska” rekvisiten i särregeln, det vill säga dels om erbjudandet avsåg samtliga aktier som budgivaren inte redan innehade, dels om erbjudandet antagits av mer än 90 % av de aktier som avsågs av erbjudandet.²¹² Om det förelåg några särskilda skäl prövades inte.

3.3.2 HD:s bedömning: Särregeln tillämplig på erbjudandet

Budgivaren anförde att jurisdiktionsbegränsningar i erbjudandet var nödvändiga eftersom värdepappersmarknadslagstiftningen i de undantagna länderna annars skulle orsaka problem då den i vissa fall kunde vara i strid med reglerna i Sverige.²¹³ Enligt HD var det i målet ”klarlagt att en sådan begränsning överensstämmer med en sedan länge etablerad praxis bland budgivare på den svenska aktiemarknaden”.²¹⁴ Med hänvisning till AMN:s uttalande konstaterade HD att endast i undantagsfall omfattar erbjudanden som avser aktier i bolag som är noterade primärt i Sverige aktieägare i USA och andra länder med invecklade värdepappersmarknadsregler som bland annat Kanada, Australien och Japan.²¹⁵ Aktieägare i dessa undantagna länder har, menade HD, ändå möjlighet att låta sina aktier omfattas av erbjudandet, till exempel genom att sälja aktierna till någon som befinner sig i en jurisdiktion som inte är undantagen från erbjudandet.²¹⁶ Eftersom budgivaren inte kan säga nej till att lösa in sådana aktier bedömde HD att erbjudandet ansågs omfatta ”samtliga aktier” trots att det undantog vissa jurisdiktioner.²¹⁷

HD framhöll vidare att förarbetena inte gav någon vägledning varför kravet på ”samtliga aktier” ändrades från ”en inbjudan till en vidare krets” och inte heller hur begreppet borde tolkas i de fall erbjudanden innehåller jurisdiktionsbegränsningar.²¹⁸ Istället hittade HD stödet i en lagkommentar till ABL (Sten Andersson m.fl., Aktiebolagslagen En kommentar, 1 januari 2011, Zeteo, kommentaren till 22 kap. 2 § under 5. Särregeln) som utan närmare motivering angav att jurisdiktionsundantag i uppköpserbjudanden inte utgjorde hinder för särregelns tillämpning.²¹⁹ HD hänvisade också till en kommentar till takeover-reglerna (Göran Nyström m.fl., Takeover-reglerna En kommentar, 2010, s. 23 f.) där det bland annat stod att jurisdiktionsbegränsningar inte medförde att ett erbjudande om att förvärva samtliga aktier i ett bolag blev att betrakta som partiellt bud.²²⁰ Som skäl till sin bedömning anförde HD även att det inte kunde antas ha varit ”lagstiftarens avsikt att begränsa” särregelns tillämplighet på det sättet att den aldrig skulle vara tillämplig när ett uppköpserbjudande undantar vissa jurisdiktioner.²²¹ HD nämnde därutöver ”ändamålsskäl” som talade för denna tolkning, dock utan någon närmare förklaring.²²² Hänvisning gjordes slutligen till Storbritannien där det fanns uttryckliga bestämmelser som

²¹² NJA 2011 s. 932, punkt 8 i domskälen.

²¹³ NJA 2011 s. 932, punkt 9 i domskälen.

²¹⁴ NJA 2011 s. 932, punkt 9 i domskälen.

²¹⁵ NJA 2011 s. 932, punkt 9 i domskälen. HD hänvisade till AMN 2006:22.

²¹⁶ NJA 2011 s. 932, punkt 10 i domskälen.

²¹⁷ NJA 2011 s. 932, punkt 10 i domskälen.

²¹⁸ NJA 2011 s. 932, punkt 11 i domskälen. HD refererade till prop. 2004/05:85 s. 437 ff.

²¹⁹ NJA 2011 s. 932, punkt 12 i domskälen.

²²⁰ NJA 2011 s. 932, punkt 12 i domskälen.

²²¹ NJA 2011 s. 932, punkt 13 i domskälen.

²²² NJA 2011 s. 932, punkt 13 i domskälen.

föreskrev att takeover-reglerna gällde även om erbjudandet inte riktats till aktieägare utanför landet.²²³

HD drog slutsatsen att det första matematiska rekvisitet i särregeln, det vill säga kravet på ”samtliga aktier”, var uppfyllt trots att erbjudandet i fråga inte omfattade aktieägare i vissa jurisdiktioner.²²⁴ Det andra matematiska rekvisitet ansågs också vara uppfyllt eftersom budgivaren förvärvat mer än 90 % av målbolagets aktier genom erbjudandet.²²⁵ Särregeln förklarades därmed vara tillämplig på det aktuella erbjudandet i målet.²²⁶

3.3.3 Skiljaktiga meningar: Särregeln inte tillämplig på erbjudandet

Justitieråden Ella Nyström och Gudmund Toijer var skiljaktiga och kom fram till att särregeln inte var tillämplig med hänvisning till förarbetena och takeover-direktivet. De fann vägledning i förarbetena och påpekade att hänvisning faktiskt gjordes till takeover-direktivet.²²⁷ Direktivet innehåller enligt minoriteten en grundläggande princip i artikel 3 att alla ägare till aktier av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika.²²⁸ Det anges vidare i artikel 15, som bland annat innehåller regler om rimligt pris vid tvångsinlösen, att medlemsstaterna ska säkerställa att de nämnda reglerna tillämpas i de fall ett erbjudande har ”tillställts alla innehavare av värdepapper” i målbolaget och erbjudandet omfattar samtliga deras värdepapper.²²⁹

Trots att ett uppköpserbjudande som innehåller jurisdiktionsbegränsningar var en vedertagen praxis på den svenska aktiemarknaden var ett sådant erbjudande enligt minoriteten fortfarande att anse som ett avsteg från likabehandlingsprincipen.²³⁰ De skiljaktiga tillade att även AMN utgick från denna ståndpunkt i sitt uttalande, vilket behandlade det aktuella erbjudandet från budgivaren i målet, nämligen att erbjudandet var en särbehandling av vissa aktieägare.²³¹ Mot denna bakgrund drog minoriteten slutsatsen att kravet på att erbjudandet ska omfatta ”samtliga aktier” inte var uppfyllt om erbjudandet undantar vissa jurisdiktioner.²³² Särregeln var därmed, enligt minoritets bedömning, inte tillämplig på det aktuella erbjudandet i målet och huvudregeln skulle istället gälla.²³³ De skiljaktiga tillade att den höga acceptgraden, beroende på omständigheterna, kunde få betydelse när aktiens marknadsvärde skulle bestämmas enligt huvudregeln.²³⁴

²²³ NJA 2011 s. 932, punkt 13 i domskälen. Hänvisning till Companies Act 2006, Section 978.1.

²²⁴ NJA 2011 s. 932, punkt 14 i domskälen.

²²⁵ NJA 2011 s. 932, punkt 15 i domskälen. Budgivaren förvärvade cirka 98,25 % av aktierna i målbolaget, inklusive de aktier som ägts av aktieägare i de undantagna jurisdiktionerna.

²²⁶ NJA 2011 s. 932, ”HD:s avgörande”.

²²⁷ NJA 2011 s. 932, punkt 10 i skiljaktig.

²²⁸ NJA 2011 s. 932, punkt 11 i skiljaktig.

²²⁹ NJA 2011 s. 932, punkt 11 i skiljaktig.

²³⁰ NJA 2011 s. 932, punkt 14 i skiljaktig.

²³¹ NJA 2011 s. 932, punkt 14 i skiljaktig.

²³² NJA 2011 s. 932, punkt 15 i skiljaktig.

²³³ NJA 2011 s. 932, punkt 15–16 i skiljaktig.

²³⁴ NJA 2011 s. 932, punkt 15 i skiljaktig.

3.3.4 Kommentarer till rättsfallet inom doktrin

Old Mutual-fallet har fått mycket uppmärksamhet och kommenterats av ett antal författare inom doktrin i olika riktningar och med varierande omfattning. Sjöberg anför kritik mot HD:s bedömning och hävdar att några slutsatser inte kan dras i fråga om avgörandets prejudikatvärde.²³⁵ Enligt författaren saknas stöd i HD:s anförda skäl och de är i vissa delar felaktiga.²³⁶ I motsats till vad HD påstod i domskälen anser Sjöberg att förarbetena faktiskt ger besked om hur begreppet ”samtliga aktier” i särregeln bör tolkas i de fall erbjudanden utesluter aktieägare i vissa jurisdiktioner.²³⁷ Han konstaterar att sådana undantag i erbjudanden är sedan länge vanligt förekommande och lagstiftaren kan inte ha varit omedveten om denna väletablerade praxis.²³⁸ I propositionen står det enligt Sjöberg tydligt att särregeln är tillämplig i fall budgivaren ”har riktat” ett erbjudande ”till samtliga övriga aktieägare” och om lagstiftaren hade haft ett annan avsikt, det vill säga att särregeln ska gälla även när erbjudandet inte riktas till samtliga aktieägare, skulle detta ha stått särskilt i förarbetena.²³⁹

Stattin anser däremot att HD gjort en rimlig bedömning men hävdar att domstolens argumentation och användning av rättskällor är bristfällig.²⁴⁰ Han påpekar bland annat att hänvisningen till lagkommentarerna som stöd för argumentationen är problematisk eftersom uttalandena inte var motiverade och även tillkom senare än den tid då svårigheten med särregelns tillämpning fick uppmärksamhet.²⁴¹ Enligt författaren kunde argumentationen ha ordnats på ett annat sätt med utgångspunkt i särregelns ändamål, nämligen att ”möjliggöra en enklare bestämning av lösenbeloppet” i fall minoritetsaktieägarna redan fått möjlighet att sälja sina aktier vid ett offentligt uppköpserbjudande.²⁴² Regeln, menar han, tycks vara ”en avvägning mellan att möjliggöra effektiva kontrollövertaganden i företag och att ge minoritetsaktieägare ett skäligt vederlag” och i avvägningen bör det även räknas med att ett uppköpserbjudande brukar läggas med en budpremie.²⁴³ Tolkningen enligt Stattin ska göras så att särregeln så långt som möjligt får effekt och den tolkning att jurisdiktionsundantag i erbjudandet blir ett hinder mot särregelns tillämpning skulle därmed strida mot regelns ändamål.²⁴⁴

Lindskog menar, likt Stattin, att HD kommit till ett riktigt slut men det är svårt att dra bestämda slutsatser i tillämpningsfrågor av rättsfallet eftersom det inte ger något besked om hur själva särregelns bör förstås.²⁴⁵ Vilken betydelse jurisdiktionsundantag har på särregelns tillämplighet kan enligt Lindskog inte förstås utan att reflektera över vad särregeln är till för.²⁴⁶ Särregeln

²³⁵ Sjöberg, G. (2012). s. 904.

²³⁶ Sjöberg, G. (2012). s. 898 f.

²³⁷ Sjöberg, G. (2012). s. 898 f.

²³⁸ Sjöberg, G. (2012). s. 898 f.

²³⁹ Sjöberg, G. (2012). s. 899.

²⁴⁰ Stattin, D. (2012). s. 492 ff.

²⁴¹ Stattin, D. (2012). s. 492.

²⁴² Stattin, D. (2012). s. 492.

²⁴³ Stattin, D. (2012). s. 492.

²⁴⁴ Stattin, D. (2012). s. 492.

²⁴⁵ Lindskog, S. (2013). s. 163.

²⁴⁶ Lindskog, S. (2013). s. 159.

syftar nämligen enligt författaren till att ”möjliggöra en förenkling av bestämmningen av lösenbeloppet”, genom att lägga det erbjudna priset till grund för bestämmandet, men detta ”förutsätter att priset kan anses vara ett rättvisande uttryck för aktiens värde”.²⁴⁷ Han anför vidare att om tillräckligt många aktieägare enligt det andra matematiska rekvisitet har accepterat det erbjudna priset ska priset vara rättvisande och kravet på ”samtliga aktier” som är det första matematiska rekvisitet är ett sätt att säkerställa ”största möjliga representativitet” av gruppen.²⁴⁸ Den kritiska frågan i målet bör enligt Lindskog därför vara vilken påverkan jurisdiktionsundantaget kunde antas ha på det andra matematiska rekvisitet, nämligen om undantaget skulle göra det svårare eller lättare att erhålla det erforderliga antalet accepter.²⁴⁹ Han hävdar att frågan inte har något att göra med vare sig den associationsrättsliga likabehandlingsprincipen eller den aktiemarknadsrättsliga sådan utan det är en ren pris-sättningsfråga vid ett expropriationsliknande förvärv.²⁵⁰ Särregeln handlar enligt hans mening om ”vad som krävs för att en viss acceptnivå skall kunna anses ge uttryck för ett rättvisande (marknadsmässigt) pris” och frågan i målet kunde ha besvarats utan att behöva hämta stöd från andra rättsområden som aktiemarknadsrätt och dess praxis.²⁵¹

Danielsson finner att rättsfallets prejudikatvärde för lösenbeloppets bestämmande anses vara ringa eftersom HD endast behandlat ett rekvisit i särregeln i det aktuella fallet.²⁵² Han anser även att de skiljaktiga justitieråden var för försiktiga när de påpekade att det inte kunde uteslutas att den omständighet att en stor andel av aktieägarna godtagit erbjudandet kunde få betydelse när aktiens marknadsvärde skulle bestämmas enligt huvudregeln.²⁵³ Enligt Danielsson är särregeln överflödigt eftersom både huvudregeln och särregeln syftar till att fastställa samma värde, nämligen aktiens verkliga värde, och utgår ifrån ”det verkliga vederlaget vid varje enskilt genomfört förvärv”.²⁵⁴ Enligt särregeln ska lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, vilket är det pris som övriga aktieägare accepterat vid erbjudandet. Om lösenbeloppet ska bestämmas enligt huvudregeln utgör ändå det faktum att många aktier förvärvats av budgivaren genom erbjudandet ett starkt bevis på att köpeskillingen, det vill säga det erbjudna priset, måste anses representera aktiens värde.²⁵⁵ Det torde enligt författaren inte vara av någon betydelse vilken regel som tillämpas eftersom det är i båda fallen aktien som är föremål för värdering och lösenbeloppet ska normalt bygga på aktiens marknadspris utifrån ”gjorda försäljningar och det pris som därvidlag har godtagits av övriga aktieägare”.²⁵⁶

²⁴⁷ Lindskog, S. (2013). s. 159.

²⁴⁸ Lindskog, S. (2013). s. 159 f.

²⁴⁹ Lindskog, S. (2013). s. 160 f.

²⁵⁰ Lindskog, S. (2013). s. 159 f.

²⁵¹ Lindskog, S. (2013). s. 162 f.

²⁵² Danielsson, K-E. (2013). s. 111.

²⁵³ Danielsson, K-E. (2013). s. 110 f. Se även avsnitt 3.3.3.

²⁵⁴ Danielsson, K-E. (2013). s. 110 f.

²⁵⁵ Danielsson, K-E. (2013). s. 111. Han hänvisar även till Aktiebolagskommitténs uttalanden i SOU 1997:22 s. 283.

²⁵⁶ Danielsson, K-E. (2013). s. 111 f.

3.4 Sammanfattning: Särregeln i korsningen mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt

Särregeln infördes först genom 1975 års lag i samband med NBK:OE. Då gällande praxis för att fastställa lösenbeloppet, tillsammans med likabehandlingsregeln i rekommendationen bedömdes kunna ge minoritetsaktieägarna en otillbörlig spekulationsmöjlighet under tiden mellan budet och påkallandedagen. En särskild regel, med innebörden att det pris som budgivaren erbjudit vid ett offentligt uppköpserbjudande även ska gälla vid ett efterföljande tvångsinlösenförfarande, skulle hindra en sådan möjlighet. Särregeln reviderades genom 2005 års lag, som även gäller idag, med hänvisning till överensstämmelse med den brittiska lagstiftningen och EU:s takeover-direktiv. Särregelns tillämpningsområde utvidgades så att den omfattar samtliga fall då budgivaren riktar ett uppköpserbjudande till samtliga återstående aktier och erbjudandet godtagits av ägare till mer än 90 % de aktier som erbjudandet avser. Innebörden av särskilda skäl i särregeln ändrades dock inte, trots att Aktiebolagskommittén förespråkade restriktivitet i frågan då den höga acceptgraden var ett starkt indicium på att det erbjudna priset utgör ett riktigt mått på aktiens verkliga värde. Enligt regeringen, i linje med några remissinstanser, borde det finnas ett tillräckligt utrymme för prövning i varje enskilt fall.

Både budgivaren och målbolaget vid ett offentligt uppköpserbjudande är underkastade det regelverk som gäller vid ett sådant erbjudande, inklusive LUA och takeover-reglerna som har sina rötter i NBK:OE. Takeover-reglerna behandlar de olika momenten i budprocessen och genomsyras av vissa principer som är hämtade från EU:s takeover-direktiv. Börsnoterade bolag ska också uppfylla krav på informationsgivning i tillämpliga emittentregler även under en pågående budprocess, framför allt genom att offentliggöra insiderinformation och information som kan påverka bolagets aktiekurs.

Frågan om särregelns tillämpning prövades av HD i Old Mutual-fallet. Även om prejudikatvärdet av fallet med sina alltför särpräglade omständigheter kan ifrågasättas, ger rättsfallet, ihop med efterföljande kommentarer i litteraturen, en bra vägledning om hur särregeln bör förstås. Majoriteten i HD fann, med hänvisning bland annat till AMN:s praxis, att särregeln var tillämplig vid ett uppköpserbjudande med jurisdiktionsundantag. Minoriteten kom till den omvända slutsatsen att särregeln inte var tillämplig med hänvisning främst till likabehandlingsprincipen i takeover-direktivet. Trots att ett erbjudande med jurisdiktionsundantag var en allmänt accepterad praxis på aktiemarknaden, var ett sådant erbjudande ändå att anses som ett avsteg från likabehandlingsprincipen. De som kommenterade rättsfallet inom doktrin hade olika ståndpunkter när det gäller själva HD:s slutsats såtillvida att vissa instämde med HD:s bedömning medan somliga var kritiska till bedömningen. Samtliga författare förhöll sig kritiska till att HD, inklusive de skiljaktiga, hanterade frågan med hjälp av praxis eller principer på det aktiemarknadsrättsliga området och föredrog istället att tolka särregeln och dess syfte utan att gå över till andra rättsområden.

4 Vad bör motivera ett avsteg från särregeln?

Detta avsnitt behandlar undantaget från särregeln som kan göras med hänvisning till rekvisitet särskilda skäl. Inledningsvis redogörs för innebörden av begreppet särskilda skäl enligt förarbeten och doktrin. Sedan görs en analys av när särskilda skäl *bör* anses föreligga, mot bakgrund av vad som sagts i det föregående. Avsnittet avslutas med en sammanfattande slutsats.

4.1 Om särskilda skäl i förarbeten och doktrin

4.1.1 Förarbetena fåordiga

Det finns möjligheter att frångå särregeln om det föreligger särskilda skäl. Både förarbetena till nuvarande och föregående ABL nämner som konstaterats i föregående avsnitt ett antal lika-lydande exempel på särskilda skäl: (i) att det har gått en lång tid mellan budgivarens aktieförvärv och inledandet av tvångsinlösenförfarandet, (ii) ofullständig information och (iii) nya viktiga omständigheter.²⁵⁷ Regeln är enligt förarbetena konstruerad så att domstolar och skiljenämnder har ”ett tillräckligt utrymme” för att pröva skäligheten av lösenbeloppet i varje enskilt fall,²⁵⁸ vilket signalerar att de nämnda exemplen inte är uttömmande utan det kan finnas andra omständigheter som kan utgöra särskilda skäl. Ytterligare ledning om den närmare innebörden av särskilda skäl går dock inte att finna i förarbetena.

4.1.2 Doktrin: Flodhammar och Sjöberg

En viss vägledning kan hämtas i Flodhammars och Sjöbergs avhandlingar som i olika utsträckning behandlar frågan om särskilda skäl inom ramen för sina arbeten.²⁵⁹ Flodhammars avhandling om företagsvärdering vid tvångsinlösen kom efter att särregeln först infördes genom 1975 års ABL. Sjöbergs avhandling gavs ut efter det att 2005 års ABL trädde i kraft.

Lång tid

Det är inte enligt Flodhammar möjligt att uttala sig generellt om vilken tid som ska anses vara lång utan den gångna tiden torde bedömas i kombination med andra omständigheter.²⁶⁰ Om nya omständigheter tillkommit kort tid efter moderbolagets aktieförvärv genom erbjudandet men kort före inledandet av tvångsinlösenförfarandet, behöver omständigheterna vara tämligen väsentliga för att särregeln inte ska vara tillämplig.²⁶¹ Omständigheterna behöver däremot enligt Flodhammar inte vara lika väsentliga om längre tid har förflutit.²⁶² Andra omständigheter

²⁵⁷ Prop. 1975:103 s. 533 och prop. 2004/05:85 s. 453. Se avsnitt 3.1.1 och 3.1.2.

²⁵⁸ Prop. 2004/05:85 s. 453.

²⁵⁹ Flodhammar, G. (1980). s. 171 ff. och Sjöberg, G. (2007). s. 426 ff.

²⁶⁰ Flodhammar, G. (1980). s. 186.

²⁶¹ Flodhammar, G. (1980). s. 186.

²⁶² Flodhammar, G. (1980). s. 186.

saknar betydelse om mycket lång tid har förflutit.²⁶³ Vad som menas med ”mycket lång tid” anges dock inte närmare.

Sjöberg ifrågasätter den av förarbetena angivna tidsutdräkten för att bedöma om särskilda skäl föreligger, det vill säga tiden mellan förvärvet och tvångsinlösenförfarandets påkallande.²⁶⁴ Istället bör enligt Sjöberg bedömningen göras ”vid tiden för avgörandet med beaktande av samtliga då relevanta faktorer, vilket skulle betyda att även tidsutdräkten ska bedömas fram till den tidpunkten”.²⁶⁵ Författaren påpekar att hans ståndpunkt är i strid med gällande praxis enligt vilken det avgörande för bedömningen är tiden mellan aktieförvärvet genom erbjudandet och påkallandet, inte tiden därefter, men hävdar samtidigt att praxis fortfarande bygger på 1975 års ABL som inte innehöll någon bestämmelse om värderingstidpunkten.²⁶⁶ Eftersom nuvarande lag innehåller en sådan bestämmelse som enbart gäller vid tillämpning av huvudregeln borde värderingstidpunkten, enligt hans mening, inte tillskrivas någon avsevärd betydelse vid tillämpning av särregeln.²⁶⁷ Det finns alltså ingen anledning att ”låsa” värderingstidpunkten till påkallandedagen på det sätt som gäller vid tillämpning av huvudregeln, när särregeln är tillämplig.²⁶⁸ Slutsatsen är således att tidsutdräkten bör anses utgöra särskilda skäl enbart i samband med andra nya och viktiga omständigheter som till exempel konkreta förändringar i målbolaget vilka majoritetsaktieägare enbart har makt att åstadkomma, och bedömningen ska göras vid slutligt avgörande om lösenbeloppet.²⁶⁹

Ofullständig information

Flodhammar framhåller att det är oklart vad som avses med ofullständig information och enligt vilken norm bedömningen av ofullständigheten ska göras: 1944 års ABL eller NBK:OE.²⁷⁰ Det kan inte enligt författaren vara sannolikt att tvångsinlösenförfarandet enligt 1944 års lag skulle vara fullständighetsnormen.²⁷¹ I ett sådant förfarande utreddes nämligen inte sällan vad som måste ha betraktats som affärshemligheter och kravet på att offentliggöra sådana upplysningar i ett prospekt kan enligt hans mening inte vara rimligt.²⁷² NBK:OE, vilken var knapphändig vad gäller vilken specifik information som skulle lämnas i samband med erbjudanden, kunde heller inte ange någon fullständighetsnorm.²⁷³ Även om information trots allt skulle lämnas enligt NBK:OE fanns det dessutom fortfarande utrymme för att hävda att informationsunderlaget var ofullständigt eftersom då gällande ABL inte innehöll några bestämmelser som ställde krav på att de bolag som lämnar ett offentligt uppköpserbjudande måste lämna viss information till

²⁶³ Flodhammar, G. (1980). s. 186.

²⁶⁴ Sjöberg, G. (2007). s. 428.

²⁶⁵ Sjöberg, G. (2007). s. 428.

²⁶⁶ Sjöberg, G. (2007). s. 428.

²⁶⁷ Sjöberg, G. (2007). s. 428. Se även prop. 2004/05:85 s. 454 där det bland annat står: ”Principen om påkallandedagen som värderingstidpunkt bör av naturliga skäl inte gälla i de fall då särregeln skall tillämpas”.

²⁶⁸ Sjöberg, G. (2007). s. 428 f.

²⁶⁹ Sjöberg, G. (2007). s. 429.

²⁷⁰ Flodhammar, G. (1980). s. 186 f.

²⁷¹ Flodhammar, G. (1980). s. 187.

²⁷² Flodhammar, G. (1980). s. 187.

²⁷³ Flodhammar, G. (1980). s. 187.

aktieägarna i målbolaget så att de kunde utvärdera erbjudandet.²⁷⁴ Detta innebar att aktieägarna inte hade något annat val än att ta ställning till ett sådant erbjudande utan tillfredsställande informationsunderlag, vilket enligt Flodhammar inte kunde vara optimalt.²⁷⁵

Sjöberg anför att skälet bakom exemplet ofullständigt informationsunderlag i förarbetena kan antas vara att om målbolagsaktieägarna antagit uppköpserbjudandet på oriktiga grunder kan det erbjudna priset inte anses representera målbolagsaktiens verkliga värde.²⁷⁶ Det är därför av synnerlig vikt för aktieägarna att vara försiktiga med erbjudanden som inte inger förutsättningar för att göra en prissättning på korrekt sätt, vilket kan innefatta alla slags brister i informationshänseende: ”otillräcklig, felaktig, vilseledande eller svårtolkad information”.²⁷⁷ En måttstock som underlättar bedömningen av sådana informationsbrister är vidare enligt Sjöberg ”i vad mån informationsbristen påverkat viljan att acceptera ett offentligt bud”.²⁷⁸

Nya viktiga omständigheter med mera

Nya viktiga omständigheter skulle enligt Flodhammar kunna vara ”att marknadsförutsättningarna för företaget väsentligt förändrats, vilket ger anledning till en helt annan framtidsbedömning än när erbjudandet gjordes”.²⁷⁹ Han hänvisar i första hand till lagkommentaren till då gällande ABL och Rodhe som förordar en restriktiv och återhållsam inställning i detta hänseende för att ”inte fördelarna med särregeln skall gå förlorade”.²⁸⁰ Författaren förespråkar dock att den omständigheten att det föreligger en väsentlig skillnad mellan det erbjudna vederlaget och andelen i företagsvärdet ska kunna utgöra skäl att frångå särregeln.²⁸¹ Hans ställningstagande har sin grund i att han anser att särregeln i stort sett är olämplig och att hans tolkning av särregeln skulle ”reducera de olägenheter som regeln medför”.²⁸²

Sjöberg poängterar att den närmare innebörden av begreppet ”nya och viktiga omständigheter” varken går att hitta i förarbetena till nuvarande eller föregående ABL.²⁸³ Han anför vidare att tidpunkten för att bedöma nya och viktiga omständigheter antas vara tiden för det offentliga erbjudandet och acceptfristen eftersom det som ska bedömas är ”det offentliga budets lämplighet som värdemätare”.²⁸⁴ Om omständigheter fanns vid erbjudandet men ingen kände till dem bör situationen bedömas med utgångspunkt i ovanstående ”ofullständig information”.²⁸⁵ Som andra möjliga särskilda skäl nämner Sjöberg, att målbolaget gått i likvidation under pågående tvångsinlösenförfarande, att moderbolaget utanför det offentliga budet förvärvat aktier till

²⁷⁴ Flodhammar, G. (1980). s. 189 ff.

²⁷⁵ Flodhammar, G. (1980). s. 191.

²⁷⁶ Sjöberg, G. (2007). s. 430.

²⁷⁷ Sjöberg, G. (2007). s. 430.

²⁷⁸ Sjöberg, G. (2007). s. 430.

²⁷⁹ Flodhammar, G. (1980). s. 191.

²⁸⁰ Flodhammar, G. (1980). s. 191. Hänvisning görs till Kedner, G. & Roos, C. M. (1977). *Aktiebolagslagen*. Del II. Kap. 10–19. s. 345 och Rodhe, K. (1977). *Tvångsinlösen av aktier i dotterbolag*. *Tidskrift för Sveriges Advokatsamfund*. s. 249–255. s. 254.

²⁸¹ Flodhammar, G. (1980). s. 191 f.

²⁸² Flodhammar, G. (1980). s. 192.

²⁸³ Sjöberg, G. (2007). s. 431.

²⁸⁴ Sjöberg, G. (2007). s. 431.

²⁸⁵ Sjöberg, G. (2007). s. 431.

påtagligt högre pris än det erbjudna priset samt att målbolaget under tiden tvångsinlösenförfarandet pågår säljs till ett sådant pris att det erbjudna vederlaget framstår som relativt lågt, men inget av de skälen har vunnit framgång hos skiljenämnden.²⁸⁶ Det finns dock enligt författaren ett fall i äldre praxis där skillnaden mellan det erbjudna vederlaget och målbolagets beräknade värde vid en efterföljande försäljning, nämligen en situation som påminner om den som Flodhammar betraktade som ett särskilt skäl i ovanstående stycke, godtagits som särskilt skäl att frångå särregeln.²⁸⁷

Sjöbergs förslag: Reglering ex ante av ekonomiska skäl

Sjöberg gör gällande att den ”öppningen” som lagstiftaren lämnar i särregeln i form av särskilda skäl medför att processkostnader ökar väsentligt eftersom det regelmässigt hävdades, i de enskilda tvångsinlösenförfaranden där särregeln aktualiserades, att särskilda skäl förelåg även om påståendena i princip aldrig vinner gehör.²⁸⁸ Han anför vidare att nuvarande ordning lägger alltför stor vikt på kontroll och korrigeringar ex post.²⁸⁹ Bedömningen av huruvida särskilda skäl anses föreligga handlar enligt författaren om att kontrollera att förutsättningar för en korrekt prisbildning funnits så att minoritetsaktieägarna, vars aktier är föremål för tvångsinlösen, inte ska få för lågt pris för sina aktier.²⁹⁰ Sjöberg hävdar att det är möjligt att ha en ordning, helt utan sådan kontroll och korrigeringar ex post, där budgivaren får ovillkorlig rätt att lösa in återstående aktier till det erbjudna priset så länge erbjudandet accepterats av tillräckligt många aktieägare.²⁹¹ Han påpekar dock att en sådan ordning måste ”sannolikt bygga på tanken att det inte är nödvändigt att alla budaffärer är värdehöjande i det enskilda fallet utan att det räcker att samtliga budaffärer i genomsnitt är värdehöjande”.²⁹² Den nyssnämnda ordningen sparar enligt hans mening processkostnader, vilket medför en ökad sannolikhet att ”samtliga affärer sammantagna leder till ökad välfärd”.²⁹³ En sådan lösning förutsätter icke desto mindre att lagen ger tydliga och precisare anvisningar om vad som gäller vid tvångsinlösen i samband med ett offentligt uppköpserbudande ex ante.²⁹⁴

Enligt Sjöberg bör lagen därmed ställa högre och precisare krav för rätt till tvångsinlösen efter ett uppköpserbudande och rätten bör i sin tur falla bort om kraven inte är uppfyllda.²⁹⁵ Den föreslagna ordningen medför sannolikt ökade incitament för budgivaren att noggrant tänka igenom erbjudandets utformning och övriga handlingar.²⁹⁶ Konkreta exempel på sådana krav som ska ställas i lagen är följande: (i) krav att det inte gått alltför lång tid efter ett offentligt uppköpserbudande, (ii) krav på information i ett offentligt uppköpserbudande, och (iii) krav

²⁸⁶ Sjöberg, G. (2007). s. 431 f.

²⁸⁷ Sjöberg, G. (2007). s. 433. Den nämnda skiljedomen är enligt Sjöberg från år 1986, vilket är senare än år 1980 då Flodhammars avhandling publicerades.

²⁸⁸ Sjöberg, G. (2007). s. 426 och 455 f.

²⁸⁹ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹⁰ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹¹ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹² Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹³ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹⁴ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹⁵ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

²⁹⁶ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

på majoritetsaktieägare att inte agera gentemot målbolaget på ett sätt som försvårar en värdering.²⁹⁷

4.2 När bör särskilda skäl anses föreligga?

4.2.1 Hur bör särregeln förstås?

Frågan om när särskilda skäl bör anses föreligga kan enligt min mening inte kopplas bort från själva syftena bakom införandet av tvångsinlöseninstitutet och särregeln i ABL. Institutet tvångsinlösen infördes först i 1944 års lag i syfte att, trots dess ingripande natur till men för minoritetsaktieägare, underlätta fusion mellan moder- och dotterbolag. Lagstiftaren gjorde därav ett medvetet val efter en avvägning mellan ändamålsenlig koncernbildning och skydd för minoritetsaktieägare. Den ömsesidiga rätten att påkalla inlösen var tänkt att mildra inlöseninstitutets potentiellt negativa effekter för minoriteten. Inlösen blev till slut ett självständigt institut genom 2005 års lag med utvidgat tillämpningsområde och med hänsyn tagen till minoritetsaktieägare och EU-rätt. Särregeln infördes i 1975 års lag med koppling till NBK:OE eftersom kombinationen mellan då gällande praxis för att bestämma lösenbeloppet och likabehandlingsprincipen i NBK:OE skulle leda till ett icke önskvärt resultat, nämligen en otillbörlig spekulationsmöjlighet för minoritetsaktieägare som väljer att inte acceptera erbjudandet i hopp om att aktierna ökar i värde just på grund av att erbjudandet når framgång. En sådan möjlighet skulle hindras av särregeln som tydligt fastställer att lösenbeloppet ska motsvara det erbjudna priset om ett tvångsinlösenförfarande var en följd av ett offentligt uppköpserbjudande. Särregelns lydelse ändrades genom 2005 års lag främst för att anpassas till kravet om tvångsinlösenregler i EU:s takeover-direktiv.

Särregeln introducerades alltså först i svensk rätt för att då gällande aktiebolagsrättsliga praxis för att bestämma lösenbeloppet vid tvångsinlösenförfarande skulle rimma med det gällande aktiemarknadsrättsliga regelverket som var tillämpligt vid offentliga uppköpserbjudanden. Även den efterföljande revideringen av särregeln i 2005 års lag var en anpassning till takeover-direktivet som det nuvarande regelverket för offentliga uppköpserbjudanden bygger på. Frågan är då om det över huvud taget är möjligt att förstå särregeln utan att gå in på det aktiemarknadsrättsliga takeover-området. Denna fråga var enligt min mening kärnan i Old Mutual-fallet och även huvudorsaken till att avgörandet förde med sig efterföljande diskussion i litteraturen. Det finns två motsatta synsätt vad gäller särregeln och dess tillämplighet generellt i det avseendet: antingen att tolka frågan där särregeln aktualiseras i ljuset av det aktiemarknadsrättsliga takeover-regelverket eller att tolka frågan strikt innanför den aktiebolagsrättsliga ramen. HD, inklusive de skiljaktiga justitieråden, intog det förstnämnda synsättet och till stöd för sitt argument hänvisade man till AMN:s praxis respektive takeover-direktivets krav på lika-behandling. De författare som kommenterade HD:s avgörande intog det andra synsättet och använde sig av olika tolkningsmetoder för att angripa frågan istället för att söka stöd i det aktiemarknadsrättsliga området. Stattin och Lindskog hävdade exempelvis att ändamålet med

²⁹⁷ Sjöberg, G. (2007). s. 456.

särregeln var att underlätta eller förenkla lösenbeloppets bestämmande och tolkningen borde därmed ske så att särregeln kan tjäna sitt ändamål.²⁹⁸

Hur bör särregeln förstås? Det är viktigt att ta ställning till frågan före diskussionen om särskilda skäl i särregeln eftersom förståelsen av särregeln sätter ramen för tolkningen av begreppet särskilda skäl. Jag anser att frågor som rör särregeln bör tolkas inte bara med hänsyn till att den är en prissättningsregel utan även i ljuset av det aktiemarknadsrättsliga regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden. På så sätt ansluter jag mig till det förstnämnda synsättet i ovanstående stycke och skälen är följande. För det första är en förutsättning för särregelns tillämpning ett aktiemarknadsrättsligt förfarande som regleras av takeover-regelverk.²⁹⁹ För det andra infördes särregeln i anslutning till NBK:OE i syfte att hindra minoritetsaktieägare som tackat nej till ett offentligt uppköpserbjudande från att få möjlighet att erhålla högre pris för sina aktier än det som godtagits av ett stort antal aktieägare.³⁰⁰ Ett påstående om att särregelns ändamål är att möjliggöra förenkling av lösenbeloppets bestämmande är således inte helt korrekt. Särregeln introducerades för att täppa till en lucka, det vill säga spekulationsmöjlighet, som onekligen skapades av att det fanns en ytterligare reglering att förhålla sig till, nämligen NBK:OE. Den påstådda förenklingen kan visserligen utgöra en möjlig konsekvens av särregeln, men med tanke på att tillämpningen av särregeln tillhör en av de mest förekommande frågorna i skiljedomspraxis kan en sådan tolkning inte heller stämma med verkligheten.³⁰¹ Särregeln anpassades för det tredje efter takeover-direktivets krav om att införa tvångsinlösenregler som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden.³⁰² Visserligen fanns inlösenreglerna innan harmoniseringen, och så även särregeln, men detta innebär givetvis inte att reglerna inte ska läsas direktivkonformt.³⁰³ För det fjärde tog även HD hänsyn till AMN:s praxis vid bedömningen av särregelns tillämplighet i Old Mutual-fallet.³⁰⁴ Även om avgörandets prejudikatvärde kan ifrågasättas på grund av att själva lösenbeloppets beräkning enligt särregeln aldrig prövades, ger fallet, tillsammans med de efterföljande kommentarerna inom doktrin, ändå en tydlig indikation om hur en fråga där särregeln aktualiseras *bör* lösas enligt HD: med hjälp av den praxis och de principer som gäller inom takeover-området. Av dessa skäl bör särregeln förstås med hänsyn tagen till det aktiemarknadsrättsliga regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden, vilket ständigt har präglat särregelns utformning och tillämpning. I nästa avsnitt diskuteras vilka faktorer som, vid jämförelse med det aktiemarknadsrättsliga regelverket, kan anses utgöra sådana ”särskilda skäl” som motiverar att undantag görs från särregeln när denna är tillämplig.

4.2.2 Kan de tre exemplen möjliggöra kontrollen?

Särskilda skäl i särregeln gör det möjligt att frånga det erbjudna priset. När särregeln först infördes i 1975 års ABL nämndes, som konstaterats, enbart tre exempel på omständigheter som

²⁹⁸ Avsnitt 3.3.4.

²⁹⁹ Avsnitt 3.2.

³⁰⁰ Avsnitt 3.1.1.

³⁰¹ Se Sjöberg, G. (2007). s. 426.

³⁰² Avsnitt 3.1.2.

³⁰³ Se Hettne, J., & Eriksson, I. O. (Red.) (2011). s. 181 f.

³⁰⁴ Avsnitt 3.3.

kan utgöra särskilda skäl i propositionen, och ytterligare motivering, vare sig varför just de nämnda exemplen kunde utgöra särskilda skäl eller vilken räckvidd begreppet särskilda skäl skulle ha, gavs inte.³⁰⁵ Propositionen till 2005 års ABL som nämnde samma exempel gav dock ändå en viss fingervisning om innebörden och räckvidden av begreppet särskilda skäl.³⁰⁶ Det anfördes nämligen att genom särskilda skäl i särregeln lämnas ”ett tillräckligt utrymme” för domstolar och skiljenämnder att i varje enskilt fall pröva om det av moderbolaget erbjudna priset var skäligt.³⁰⁷ Bedömningen av om det föreligger särskilda skäl handlar härmed om att kontrollera om det har funnits förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande för att sedan kunna bedöma skäligheten av lösenbeloppet vid ett efterföljande tvångsinlösenförfarande.³⁰⁸ En viktig fråga som måste besvaras är följaktligen om de tre nämnda exemplen i förarbetena möjliggör en sådan kontroll.

Lång tid

Det första exempel som nämns i propositionerna är att en lång tid har gått mellan aktieförvärvet genom ett offentligt uppköpserbjudande och påkallandedagen. Kan en sådan omständighet försämra förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande? Svaret är enligt min mening nekande. Vissa kan möjligen hävda att omständigheten har en viss praktisk betydelse i fall tvångsinlösenförfarande av någon anledning påkallas efter en alltför stor fördröjning, men kan denna omständighet verkligen påverka förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande? Omständigheten kan inte rimligen försämra förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande som redan avslutats. Vid tidpunkten för skiljeförfarandet genom vilket lösenbeloppet ska avgöras har budprocessen redan tagit slut. Förutsättningar för en korrekt prissättning som funnits under hela erbjudandets gång kan alltså inte försämrats i efterhand. Dessutom har tidsutdräkten mellan aktieförvärvet och inledandet av tvångsinlösenförfarande ingen betydelse för särregeln längre i och med ikraftträdandet av 2005 års ABL enligt vilken bestämmelsen om värderingstidpunkten inte gäller vid särregelns tillämpning. Som Sjöberg påpekar ovan bygger denna tidsutdräkt på 1975 års ABL som inte innehöll någon bestämmelse om värderingstidpunkten.³⁰⁹

Ofullständig information

Det andra exemplet är ofullständig information. Svaret på huruvida ofullständig information kan försämra förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande är utan tvekan jakande. Det erbjudna vederlaget kan nämligen inte anses representera aktiens verkliga värde om aktieägarna i målbolaget accepterat erbjudandet på oriktiga grunder som en följd av ofullständigt informationsunderlag.³¹⁰ Den relevanta frågan i detta avseende är istället om det finns någon objektiv ofullständighetsnorm.

³⁰⁵ Avsnitt 3.1.1.

³⁰⁶ Avsnitt 3.1.2.

³⁰⁷ Avsnitt 3.1.2.

³⁰⁸ Jfr Sjöberg, G. (2007), s. 456.

³⁰⁹ Under rubriken *Lång tid* i avsnitt 4.1.2.

³¹⁰ Under rubriken *Ofullständig information* i avsnitt 4.1.2.

Vad menas alltså med ”ofullständig information”? Enligt Flodhammar kunde varken då gällande ABL eller NBK:OE ge någon norm enligt vilken bedömningen av ofullständigheten skulle göras.³¹¹ Förhållandet har dock sedan dess ändrats påtagligt, och idag finns en sådan fullständighetsnorm i det regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbudanden. Närmare bestämt innehåller takeover-reglerna ingående informationsregler som fastställer såväl vilken information som ska offentliggöras som på vilket sätt offentliggörandet ska ske.³¹² Budgivaren är framförallt skyldig att upprätta och offentliggöra en av FI godkänd erbjudandehandling, i enlighet med LHF och I.4 i takeover-reglerna.³¹³ Ansvarvaret ligger på budgivarebolagets ledning enligt ABL.³¹⁴ Erbjudandehandlingen utgör den centrala informationskällan vid ett offentligt uppköpserbudande eftersom den innehåller ”den information som behövs för att aktieägarna i målbolaget skall kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet”.³¹⁵ Takeover-reglerna innehåller även bestämmelser som målbolagets styrelse ska förhålla sig till i informationshänseende.³¹⁶ Styrelsen i målbolaget är allmänt förpliktad att agera i aktieägarnas intresse under hela uppköpsförfarandet, vilket bland annat innebär att målbolaget inte enbart är skyldig att offentliggöra insiderinformation, utan även bör sträva efter att offentliggöra övrig information som kan påverka bedömningen av erbjudandet före acceptfristens utgång.³¹⁷ Det sistnämnda hänger dessutom samman med en ytterligare skyldighet för målbolagetsstyrelsen att senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet.³¹⁸ Gällande regelverk för offentliga uppköpserbudanden innehåller därmed informationsregler som så långt som möjligt säkerställer att förutsättningarna finns för målbolagsaktieägarna att fatta ett välgrundat beslut, vilket utgör den norm som krävs för bedömningen av ”ofullständig information” som ett särskilt skäl att avvika från särregeln.

Nya viktiga omständigheter

Det sista exemplet är nya viktiga omständigheter. Forsämrar nya viktiga omständigheter förutsättningar för en korrekt prissättning? Svaret är inte lika självklart som föregående exempel då det beror på vad som avses med ”nya viktiga omständigheter”. Begreppet är oklart i två avseenden: dels vilka omständigheter som anses vara nya och viktiga och dels vilken tidpunkt som gäller för bedömningen av sådana omständigheter.³¹⁹ Svaret på det förstnämnda är vidare avhängigt svaret på det sistnämnda. Tidpunkten för att bedöma nya och viktiga omständigheter synes enligt Sjöberg vara tiden för erbjudandet och acceptfristen då föremålet för bedömningen är ”det offentliga budets lämplighet som värdemätare”.³²⁰ Jag instämmer i denna ståndpunkt eftersom särskilda skäl, som konstaterats, handlar om att kontrollera om det funnits förutsättningar för en rätt prissättning vid ett offentligt uppköpserbudande för att sedan bedöma

³¹¹ Under rubriken *Ofullständig information* i avsnitt 4.1.2.

³¹² Avsnitt 3.2.3.

³¹³ Avsnitt 3.2.3 (II.6 takeover-reglerna).

³¹⁴ 29 kap. 1 § 2 st. ABL.

³¹⁵ 2 a kap. 2 § 1 st. LHF. Även punkt b. i Inledning i takeover-reglerna.

³¹⁶ Avsnitt 3.2.3.

³¹⁷ Avsnitt 3.2.3.

³¹⁸ Avsnitt 3.2.3.

³¹⁹ Sjöberg, G. (2007). s. 431.

³²⁰ Under rubriken *Nya viktiga omständigheter med mera* i avsnitt 4.1.2.

lösenbeloppets skälighet. Då är det rimligt att begränsa tidpunkten till acceptfristen så att omständigheter som uppkommer efter erbjudandet utelämnas då de inte möjligen kan påverka prisbildningen retroaktivt.

Vilka typer av ”nya och viktiga” omständigheter kan i så fall uppstå under erbjudandets gång? Svaret bör enligt min mening sökas i det regelverk som gäller vid ett offentligt uppköps-erbjudande på samma sätt som i föregående exempel eftersom regelverkets informationsregler är till för att säkerställa att målbolagets aktieägare har förutsättningar att fatta ett välgrundat beslut,³²¹ vilket ”särskilda skäl” i särregeln också syftar till att kontrollera. Takeover-reglerna innehåller nämligen bestämmelser som gäller om ”det före acceptfristens utgång uppkommer eller uppmärksammas någon ny omständighet av betydelse, något sakfel eller någon väsentlig felaktighet i erbjudandehandlingen, som kan påverka bedömningen av erbjudandet”.³²² I sådana fall ska ett tillägg till erbjudandehandlingen upprättas, godkännas av FI och offentliggöras i enlighet med LHF.³²³ All information, inklusive insiderinformation, som kan påverka bedömningen av erbjudandet och därmed offentliggörs av målbolaget före acceptfristens utgång, medför att ett tillägg till erbjudandehandlingen ska offentliggöras efter godkännandet av FI.³²⁴ Begreppet ”ny omständighet” i takeover-reglerna synes således vara mycket nära förknippat med information som under erbjudandets gång är föremål för offentliggörande eftersom ”ny omständighet” leder till en korrigerig av det viktigaste informationsunderlaget för målbolagets aktieägare inför ett beslut, i form av ett tillägg till erbjudandehandlingen. Om ”nya viktiga omständigheter” i förarbetena till ABL tolkas med samma innebörd som det i takeover-reglerna, kan bedömningen göras på mer objektiva grunder eftersom ”nya omständigheter” i takeover-reglerna är begränsade i tid och tar konkret form, nämligen information som offentliggörs före acceptfristens utgång. Detta betyder i praktiken att frågan hanteras inom ramen för föregående skäl ”ofullständig information”.

4.2.3 Vad bör begreppet särskilda skäl innefatta?

När bör särskilda skäl anses föreligga? Begreppet särskilda skäl i särregeln bör enligt min mening innefatta enbart ofullständig information. Vidare bör innebörden av ofullständig information sökas i det regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden. Som konstaterats ovan handlar särskilda skäl om att kontrollera om det funnits förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett uppköpserbjudande för att kunna bedöma om lösenbeloppet vid ett efterföljande tvångsinlösenförfarande är skäligt.³²⁵ Vilka är de förutsättningar som krävs för att säkerställa en korrekt prissättning i en uppköpsituation? Frågan kan inte besvaras utan hjälp av regler som gäller vid en sådan uppköpsituation. Takeover-reglerna tillsammans med allmänna informationsgivningsregler i emittentregler innehåller en mekanism som säkerställer att målbolagets aktieägare har tillräckligt informationsunderlag för att kunna ta ställning till erbjudandet och att alla inblandade parter får samma information vid samma tillfälle under

³²¹ Se exempelvis punkt b. i Inledning i takeover-reglerna.

³²² Avsnitt 3.2.2 (II.6 takeover-reglerna).

³²³ Avsnitt 3.2.2 (II.6 takeover-reglerna).

³²⁴ Kommentaren till II.17 takeover-reglerna.

³²⁵ Avsnitt 4.2.2.

erbjudandets gång.³²⁶ Förutsättningar för en korrekt prissättning är med andra ord tillräckligt informationsunderlag som möjliggör för aktieägare i målbolaget att kunna acceptera erbjudandet på riktiga grunder och på så sätt skapas den prisnivå som anses representera aktiens verkliga värde.

Enligt Sjöberg kan informationsbrister kring ett offentligt uppköpserbjudande vara av vilket slag som helst.³²⁷ Informationskraven i ovannämnda regler kan faktiskt ge en tydlig ram för vilka slags informationsbrister som försämrar förutsättningarna för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande eftersom kraven bygger på en konkret skyldighet för inblandade parter att offentliggöra viss bestämd information, som erbjudandehandling, insiderinformation och/eller information som kan påverka bedömningen av erbjudandet (så kallad ”ny omständighet”). Med ofullständig information som särskilt skäl att frångå det erbjudna priset bör menas sammantaget att information i erbjudandehandlingen inklusive tillägget varit bristfällig utifrån gällande regelverk samt att information som de inblandade parterna var skyldiga att offentliggöra, såväl insiderinformation som information som kunde påverka bedömningen av erbjudandet, inte offentliggjorts under budprocessen.

4.3 Slutsats: Restriktivitet främjar systemkoherens

Jag förespråkar utifrån vad som diskuterats i uppsatsen restriktivitet vad gäller möjligheten att avvika från det erbjudna vederlaget vid tillämpning av 22 kap. 2 § ABL i situationer då särregeln är tillämplig. Tillämpningen av rekvisitet särskilda skäl bör begränsas till att enbart omfatta situationer då informationsbrister har förelegat, med den innebörd som går att utvinna ur det aktiemarknadsrättsliga regelverk som gäller vid en budsituation. I det följande ska jag sammanfatta varför.

Vad är egentligen särskilda skäl till för och vilka intressen bör beaktas? Särskilda skäl i särregeln är som redogjorts för i uppsatsen en rättssäkerhetsventil, vilken är nödvändig eftersom tillämpningen av särregeln kan leda till ”ett otillfredsställande resultat”, närmare bestämt att det erbjudna vederlaget inte anses utgöra ett skäligt lösenbelopp.³²⁸ Särregeln speglar i grund och botten en avvägning som måste göras: å ena sidan att det pris som accepterats av mer än 90 % av aktieägare ska anses representera aktiens verkliga värde och bör kunna accepteras även av återstående aktieägare, och å andra sidan att dessa återstående aktieägare har rätt att på grund av tvångsinlösens expropriativa karaktär erhålla skälig och rättvis ersättning för sina aktier. Särskilda skäl, som medger avsteg från det erbjudna vederlaget, handlar därmed om att i efterhand kontrollera om det funnits förutsättningar för en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande, eller med Sjöbergs ord ”det offentliga budets lämplighet som värde-mätare”.³²⁹

³²⁶ Avsnitt 3.2.3–4.

³²⁷ Under rubriken *Ofullständig information* i avsnitt 4.1.2.

³²⁸ Avsnitt 3.1.1–2.

³²⁹ Under rubriken *Nya viktiga omständigheter med mera* i avsnitt 4.1.2.

Frågan om vilka förutsättningar som krävs för att säkerställa en korrekt prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande kan enligt min mening inte rimligen besvaras utan att ta utgångspunkt i regelverket som gäller i uppköpssituationen.³³⁰ När särregeln först infördes genom 1975 års ABL var det dock inte möjligt att söka vägledning i då gällande regelverk för offentliga uppköpserbjudanden, NBK:OE, eftersom rekommendationen var knapphändig i det avseende.³³¹ Nuvarande regelverk som gäller vid ett offentligt uppköpserbjudande innehåller däremot omfattande informationsregler som syftar till att säkerställa förutsättningar för målbolagsaktieägare att fatta ett välgrundat beslut. Det som de reglerna avser att säkerställa är enligt min mening detsamma som det som särskilda skäl i särregeln ämnar kontrollera. Innebörden av särskilda skäl bör således gå ihop med de informationsregler som gäller vid en uppköpssituation.

Ett sådant synsätt är förenligt med motiven bakom införandet av särregeln. Särregeln infördes i syfte att hindra minoritetsaktieägares spekulationsmöjlighet, vilket skapades till följd av då gällande regelverk som var tillämpligt vid uppköpserbjudanden, nämligen NBK:OE.³³² Införandet av särregeln kan därför inte motiveras utan koppling till NBK:OE. Även när särregeln uppdaterades till nuvarande utformning var det främsta motivet en anpassning till EU:s takeover-direktiv.³³³ Dessutom var särregeln en del av direktivets implementering.³³⁴ När direktivet, som bland annat ställde krav på att införa särskilda tvångsinlösenbestämmelser som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden, skulle implementeras i Sverige fanns det nämligen redan inlösenbestämmelser i 22 kap. ABL, inklusive särregeln, som i materiellt hänseende motsvarade direktivets krav.³³⁵ Regeringen fann det därför inte nödvändigt att införa särskilda tvångsinlösenregler som gäller i en uppköpssituation.³³⁶ Om särregeln med andra ord inte hade funnits i ABL vid implementeringen av direktivet skulle den förmodligen ha införts i LUA, nämligen som en del av takeover-regelverket. För att särregeln ska fungera som den är avsedd att fungera är det enligt min mening nödvändigt att förstå regeln i ljuset av det regelverk som gäller vid ett offentligt uppköpserbjudande, vilket HD också försökte göra i Old Mutual-fallet.³³⁷

Den praktiska konsekvensen av att begränsa räckvidden av rekvisitet särskilda skäl i särregeln till att enbart omfatta ”ofullständig information” är att rekvisitet därmed får karaktären av en presumtionsregel. Så länge budgivaren och målbolaget vid ett offentligt uppköpserbjudande uppfyllt sina informationskyldigheter som åläggs enligt takeover-regelverket inklusive emittentregler, såsom offentliggörandet av erbjudandehandling med erforderligt innehåll, av tillägg till erbjudandehandlingen om det uppkommer nya omständigheter som kan påverka bedömningen av erbjudandet eller av insiderinformation, ska det *presumeras* att särskilda skäl inte föreligger. Andra omständigheter som inte regleras av takeover-regelverket lämnas däri-

³³⁰ Avsnitt 4.2.3.

³³¹ Under rubriken *Ofullständig information* i avsnitt 4.1.2. Jfr även Nyström, G., & Sjöman, E. (2011). s. 81.

³³² Avsnitt 4.2.1.

³³³ Avsnitt 3.1.2.

³³⁴ Avsnitt 3.2.1.

³³⁵ Avsnitt 3.2.1 (prop. 2005/06:14 s. 89).

³³⁶ Avsnitt 3.2.1 (prop. 2005/06:14 s. 89).

³³⁷ Avsnitt 3.3 och 4.2.1.

genom utan avseende. En sådan ordning skapar, för alla inblandade parter vid ett tvångslösenförfarande som föregåtts av ett offentligt uppköpserbudande, klarhet och förutsägbarhet i frågan om huruvida särskilda skäl föreligger eller inte, och bedömningen kan göras på mer objektiva grunder. Följaktligen ökar incitamentet för budgivaren att förse målbolagsaktieägare med all relevant och erforderlig information så att de kan fatta ett välgrundat beslut och en korrekt prissättning därigenom sker. Incitamentet minskar även att regelmässigt på lösa grunder åberopa särskilda skäl i de enskilda tvångsinlösenförfaranden där särregeln aktualiseras.

Aktiebolagskommittén förespråkade dessutom restriktivitet, vilket även påpekades i propositionen, vad gäller möjligheten att frångå det erbjudna priset eftersom det faktum att ett offentligt uppköpserbudande accepterats av ett synnerligt stort antal aktieägare utgör ett starkt belägg för att det erbjudna priset är ett korrekt mått på aktiernas värde.³³⁸ Avsteg från det erbjudna priset borde enligt kommitténs mening göras ”endast under särskilda omständigheter”, som till exempel att aktieägarnas vilja att godta erbjudandet har påverkats av vilseledande information som spridits av budgivaren och att en lång tid har gått från tiden för erbjudandet till påkallandedagen.³³⁹ Den av kommittén föreslagna restriktiva tillämpningen hör sammades dock inte av remissinstanser och regeringen, vilket ledde till att utrymmet för tillämpningen av särskilda skäl förblev oförändrat i förhållande till föregående ABL. Den restriktivitet som förespråkas här är i min mening snävare än kommitténs förslag och lämnar ännu mindre utrymme för att avvika från det erbjudna vederlaget.

I den nuvarande ordningen fungerar begreppet särskilda skäl, såsom Bergman och Hellner tolkade, som en slags generalklausul som alltid används, oavsett om det vinner gehör eller inte i enskilda tvångsinlösenförfaranden.³⁴⁰ Detta leder framförallt till att processkostnader åberopas som argument för ändring av den nuvarande ordningen, exempelvis genom reglering ex ante som Sjöberg anförde.³⁴¹ Jag hävdar att det måste vara upp till varje enskild part att välja att investera mängden tid och pengar som krävs för att få sin rätt och att det som behövs är inte en ändring som är motiverad av processekonomi utan ett tydliggörande med hänvisning till koherens i rättssystemet. Tydliggörandet ska ske så att den ventil som lagstiftaren lämnat vidöppen justeras i samklang med det aktiemarknadsrättsliga takeover-regelverket. Som analyserats ovan är det inte möjligt att förstå särregeln utan det regelverk som reglerar just offentliga uppköpserbudanden. Begreppet särskilda skäl måste alltså ses i sitt rätta sammanhang och tolkas därmed mot bakgrund av särregelns utveckling. Det regelverk som gäller vid offentliga uppköpserbudanden innehåller mekanismer som säkerställer förutsättningar för ett välgrundat beslut och därigenom en korrekt prissättning, vilket är exakt det som särskilda skäl avser att kontrollera.

Vissa kan hävda att ett tvångsinlösenförfarande är ett rent aktiebolagsrättsligt förfarande och bör hållas fria från det aktiemarknadsrättsliga området. Vad jag här argumenterar för är dock inte att takeover-reglerna ska ersätta delar av inlösenregleringen. Poängen är istället att belysa

³³⁸ Avsnitt 3.1.2 (SOU 1997:22 s. 284 f. och prop. 2004/05:85 s. 452 f.).

³³⁹ Se SOU 1997:22 s. 284 f.

³⁴⁰ Bergman, E., & Hellner, P. (1992). s. 120 (se avsnitt 1.4). Jfr Sjöberg, G. (2007). s. 426.

³⁴¹ Under rubriken *Sjöbergs förslag: Reglering ex ante av ekonomiska skäl* i avsnitt 4.1.2.

sambandet mellan den aktiebolagsrättsliga särregeln och takeover-regelverket och därigenom vikten av att förstå rekvisitet i ljuset av det regelverk som faktiskt reglerar offentliga uppköps-erbjudanden. Tvångsinlösenregler i ABL och det aktiemarknadsrättsliga takeover-regelverket föddes i var sin ände, som ett institut som skulle underlätta koncernbildning respektive som självregleringens vagga, självständigt från varandra. De har dock växt så mycket att de nu korsar varandra. I mitten av korsningen finns särregeln. Särskilda skäl i särregeln bör enligt min mening ses mot denna utveckling och dess innebörd bör vara förenlig med nu gällande takeover-reglering. Begreppet ska tolkas på ett sätt som är konsekvent med begrepp i andra närliggande rättsområden så att rättssystemet i sin helhet blir mer koherent och enhetligt. Alla aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på reglerade marknader i Sverige måste lyda under både aktiebolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga regler. Det som gäller i det ena rättsområdet bör, med hänvisning till ett koherent och enhetligt rättssystem, även gälla i det andra om det inte föreligger ”särskilda skäl”.

Källförteckning

Offentligt tryck

Kungl. Maj:ts prop. nr 5 1944, *Förslag till lag om aktiebolag*
Prop. 1975:103, *Förslag till aktiebolagslag m.m.*
Prop. 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*
Prop. 2005/06:140, *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*

SOU 1941:9, *Förslag till lag om aktiebolag m.m. Motiv*
SOU 1971:15, *Förslag till aktiebolagslag m.m.*
SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapitel*
SOU 2001:1, *Ny aktiebolagslag*
SOU 2005:58, *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*

FFFS 2007:17, *Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser*

HD-avgöranden

NJA 1957 s. 1
NJA 1992 s. 872
NJA 1996 s. 293
NJA 2011 s. 932

Litteratur

Bergman, E., & Hellner, P. (1992). *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösen av aktier: en fallstudie*. Juristförlaget.

Bergström, C., & Samuelsson, P. (2015). *Aktiebolagets grundproblem*. 5:e uppl. Norstedts Juridik.

Danielsson, K-E. (2013). Vad är det för särskilt med särregeln? I Lundius, M., Boman, R., & Skog, R. (Red.). *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck*. (s. 95–112). Corporate Governance Forum.

Flodhammar, G. (1980). *Företagsvärdering vid tvångsinlösen*. Norstedt.

Gustafsson, H. (2011). *Dissens: om det rättsliga vetandet*. Jure (Juridiska institutionens skriftserie, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Skrift 9, 2011).

Hellner, J. (2001). *Metodproblem i rättsvetenskapen: studier i förmögenhetsrätt*. Jure.

Hettne, J., & Eriksson, I. O. (Red.) (2011). *EU-rättslig metod: teori och genomslag i svensk rättstillämpning*. 2:a uppl. Norstedts Juridik.

Jakobsson, A. M., & Sevenius, R. (2017). Publika företagsförvärv. I Sevenius, R., & Örtengren, T. (Red.). *Börsrätt*. (s. 339–354). 4:e uppl. Studentlitteratur.

Jareborg, N. (2004). Rättsdogmatik som vetenskap. *Svensk Juristtidning*. s. 1–10.

Johansson, S., Skog, R., & Andersson, S. (2020). *Aktiebolagslagen – en kommentar*. 15:e uppl. Norstedts Juridik.

Lidman, E. (2020). *Kontrollägande och uppköpsreglering. Likabehandling vid offentliga uppköpserbudanden och effekterna i bolagsstyrningen*. Corporate Governance Forum.

Lindskog, S. (2013). Rekvisitet ”samtliga aktier” i Aktiemarknadsnämndens och Högsta domstolens praxis – vad betyder det vid offentliga uppköpserbudanden? I Lundius, M., Boman, R., & Skog, R. (Red.). *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck*. (s.147–164). Corporate Governance Forum.

Munck, J. (2011). Aktiemarknadsnämnden 25 år. I Munck, J., & Skog, R. (Red.). *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*. (s. 9–16). Aktiemarknadsnämnden.

Nerep, E., Adestam, J. & Samuelsson, P. (2019). Aktiebolagslag (2005:551) 22 kap. 2 §, *Lexino*. 2019-07-01.

Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E., & Skog, R. (2018). *Takeover-reglerna – en kommentar*. 5:e uppl. Norstedts Juridik.

Nyström, G., & Sjöman, E. (2011). Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelmakaren och Aktiemarknadsnämnden. I Munck, J., & Skog, R. (Red.). *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*. (s. 81–102). Aktiemarknadsnämnden.

Olsen, L. (2004). Rättsvetenskapliga perspektiv. *Svensk Juristtidning*. s. 105–145.

Peczenik, A. (1995a). *Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, Fritzes.

Peczenik, A. (1995b). *Juridikens teori och metod*. Fritzes.

Peczenik, A. (2005). Juridikens allmänna läror. *Svensk Juristtidning*, 2005(3). s. 249–272.

Rodhe, K. (1973). Tvångsinlösen av minoritetsaktier Förbättringar möjliga, *Ekonomisk Revy*, 10/1973. s. 533–537.

Sandgren, C. (1995–96). Om empiri och rättsvetenskap (del I). *Juridisk Tidskrift*. s. 726–748.

Sjöberg, G. (2007). *Tvångsinlösen*. Jure.

Sjöberg, G. (2012). Tvångsinlösen – särregelns tillämplighet. *Juridisk Tidskrift*. 2012(4). s. 892–904.

Skog, R. (2003). Aktiebolagskommitténs förslag i ett historiskt och internationellt perspektiv. I Skog, R. (Red.). *Tvångsinlösen av minoritetsaktier – kommer den nya aktiebolagslagen att lösa problemen?* (s. 10–22). Stockholm Centre for Commercial Law.

Skog, R. (2020). *Rodhes aktiebolagsrätt*. 26:e upp. Norstedts Juridik.

Stattin, D. (2012). Högsta domstolen tolkar särregeln vid tvångsinlösen av aktier – En kommentar till NJA 2011 s. 932, *Svensk Juristtidning*. s. 488–494.

Örtengren, T. (2017). Noterade bolags informationsplikt. I Sevenius, R., & Örtengren, T. (Red.). *Börsrätt*. (s. 189–207). 4:e uppl. Studentlitteratur.

Elektroniska källor

Aktiemarknadsnämnden. *Om Aktiemarknadsnämnden*. Hämtad 2021, 4 mars.

http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/om-aktiemarknadsnamnden__3597

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. *Historik*. Hämtad 2021, 4 mars.

http://www.bolagsstyrning.se/takeoverregler/historik__3666