

FÖRETAGS-  
VÄRDERING

VID

TVÅNGS-  
INLÖSEN

Gunnar Flodhammar

NORSTEDTS

E-boken är publicerad av Juridiska fakulteten vid Lunds universitet 2025

eISBN: 9789190023129

ISBN: 9118072119 (originalutgåva i tryck)

DOI: <https://doi.org/10.37852/oblu.309>



Denna text är licensierad under CC BY-NC 4.0, Erkännande.

(Se fullständiga villkor: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.sv>).

Enligt licensen får verket spridas och bearbetas utan att tillstånd behövs, men ej användas i kommersiella syften. Verkets upphovsperson måste anges.

FÖRETAGS-  
VÄRDERING  
VID  
TVÅNGS-  
INLÖSEN

Gunnar Flodhammar

PA Norstedt & Söners Förlag  
Stockholm

*Akademisk avhandling för juris doktorsexamen vid  
Lunds universitet 1980*

ISBN 91-1-807211-9

© P. A. Norstedt & Söners förlag 1980

Omslag: Rolf Hernegran

Studentlitteratur

Lund 1980



# Innehåll

	<b>Förord</b>	<b>7</b>
	<b>Förkortningar</b>	<b>9</b>
<b>1.</b>	<b>Inledning</b>	<b>11</b>
<b>2.</b>	<b>Värderingsregler i svensk aktiebolagslag</b>	<b>22</b>
2.1	1848 års aktiebolagslag	22
2.2	1895 års aktiebolagslag	22
2.3	1910 års aktiebolagslag	22
2.4	1944 års aktiebolagslag	24
2.5	1975 års aktiebolagslag	27
2.5.1	Hembud	27
2.5.2	Maktmissbruk	28
2.5.3	Samgående	30
	Förutsättningar för tvångsinlösen	31
	Huvudregel för värderingen	37
	Förhandstillträde	38
	Värderingstidpunkt	38
2.5.4	Fusionsbeslut	41
2.5.5	Årsredovisningens värderingsregler	43
2.6	Sammanfattning	44
<b>3.</b>	<b>Värderingsregler i utländsk aktiebolagslagstiftning</b>	<b>45</b>
3.1	Nordisk aktiebolagslagstiftning	45
3.1.1	Dansk rätt	45
3.1.2	Finsk rätt	48
3.1.3	Isländsk rätt	49
3.1.4	Norsk rätt	49
3.2	Engelsk rätt	53
3.2.1	Samgående	53
3.2.2	Maktmissbruk	56
3.2.3	Fusion	58
3.2.4	Engelsk rättspraxis	59
3.2.5	Planerade ändringar	62

3.3	Fransk rätt	63
3.4	Tysk rätt	64
3.4.1	Lösen och annan ersättning vid nära bolagssamverkan	64
3.4.2	Lösen vid inlemning	68
3.4.3	Fusion	68
3.4.4	Ändring av bolagsform	69
3.4.5	Tyska domar	71
3.5	Amerikansk rätt	78
3.6	Diverse andra rättssystem	87
3.6.1	Brittiska samväldet	87
3.6.2	Italiensk rätt	88
3.6.3	Spansk rätt	88
3.6.4	Schweizisk rätt	89
3.6.5	Holländsk rätt	89
3.6.6	Europeiska gemenskapen	89
3.7	Sammanfattning av utländsk bolagsrätt	91

#### **4. Företagsvärdering 93**

4.1	Allmänt om företagsvärde	93
4.2	Avkastningsvärdet	98
4.2.1	Avskrivningar	101
4.2.2	Immateriella investeringar	103
4.2.3	Varulager	104
4.2.4	Pensionskostnader	104
4.2.5	Företagsledarlöner o.dyl.	105
4.2.6	Extraordinära poster	105
4.2.7	Rörelsefrämmande poster	106
4.2.8	Konsolidering	106
4.2.9	Inkomstskatt	107
4.2.10	Inflation	109
4.2.11	Kapitaliseringsfaktor	110
4.2.12	Exempel på resultatjusteringar	112
4.3	Substansvärdet	115
4.4	Likvidationsvärdet	118
4.5	Blandade värden	119
4.6	Börsvärdet	120
4.6.1	Allmänt	120
4.6.2	Lundmans analys	121
4.6.3	Kursbildningens komplexitet	123
4.6.4	Aktievärderingsmodeller	123

4.6.5	Förhållande mellan börsvärde och företagsvärde	126
4.7	Samverkans effekter	128
<b>5.</b>	<b>Rättspraxis om värdering vid tvångsinlösen</b>	<b>130</b>
5.1	NJA 1957 s. 1 Gimo-målet (referat)	132
5.2	Analys av svenska skiljedomar	142
5.2.1	Innebörden av ”verkliga värdet”	143
5.2.2	Hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier	145
5.2.3	Värderingsmetod	145
5.2.4	Betydelse av börskurser och värde av bytesvaluta	148
5.2.5	Koncernbidrag	150
5.2.6	Samverkans effekter	151
5.2.7	Latenta skatteskulder	152
5.2.8	Metoder för avkastningsvärdering	153
5.2.9	Goodwill	157
5.2.10	Fondering av årsvinster, konsolideringsbehov	158
5.2.11	Kapitaliseringsfaktor, avkastningskrav	158
5.2.12	Värderingstidpunkt	160
5.2.13	Processränta, avkastningsränta	161
5.2.14	Processuella frågor	164
5.3	Sammanfattning av rättspraxis	165
5.4	Exkurs om publicering av skiljedomar, om hur rättspraxis utvecklas och om processföring	166
5.4.1	Publicering av skiljedomar	166
5.4.2	Hur rättspraxis utvecklas	167
5.4.3	Processföring	170
<b>6.</b>	<b>Särregel för värderingen i ABL 1975</b>	<b>171</b>
6.1	Värderingsprincip enligt särregeln	173
6.1.1	Orsaker till värdedifferensen	178
6.2	Lösenbeloppets storlek enligt särregeln	184
6.2.1	Räntetillägg	185
6.3	Skäl att frångå presumtion	186
6.3.1	Lång tid	186
6.3.2	Ofullständig information	186
6.3.3	Övriga skäl	191
6.4	Sammanfattning av särregeln	192
<b>7.</b>	<b>Sammanfattning och slutsatser</b>	<b>195</b>
7.1	Svensk aktiebolagsrätt	195

- 7.2 Utländsk aktiebolagslagstiftning 198
- 7.3 Företagsvärdering 200
- 7.4 Svensk rättspraxis om värdering vid tvångsinlösen 201
- 7.5 Särregel för aktievärdering i ABL 1975 206
- 7.6 Avkastningsvärdet lämplig allmän värderingsnorm 207
- 7.7 Vad är rättsfrågor i samband med företagsvärdering? 208
- 7.8 Vilket bidrag till det juridiska vetandet ger denna avhandling? 209
- 7.9 Uppslag till ny forskning 290

**Bihang 211**

- Referat av skiljedomar 1948—1957 213
- Referat av skiljedomar 1958—1967 218
- Referat av skiljedomar 1968—1977 245
- Skiljedomar beträffande Addo, Facit och Götaverken 309

**Summary in English 351**

**Källor och litteratur 368**

**Rättsfallsförteckning 380**

# Förord

Min handledare under avhandlingsarbetet har varit professor Jan Sandström vid Rättsvetenskapliga institutionen i Göteborg. När jag presenterade mitt förslag till avhandlingstema — något associationsrättsligt som innefattade företagsvärdering — blev han genast entusiastisk. Han gav mig yttre resurser att arbeta och lät mig hålla på. I den atmosfär som råder på institutionen blev det mycket lätt att skriva. Denna atmosfär är samtidigt lekfull och intellektuell, den uttrycker aptit på problem, gärna okonventionella, gärna överskridande de vanliga ämnesgränserna, men den kräver kontakt med verkligheten. Denna forskningsstimulerande atmosfär, för vilken Jan och professor Kurt Grönfors närmast är ansvariga, har verkat i hög grad befruktande på mitt arbete.

Som handledare har Jan väl inte behövt ingripa så ofta. Men när det har behövts, har han alltid funnits till hands. Och hans sätt att föra mig in på "rätta vägar" har ibland varit radikalt.

I inledningsskedet samt under det sista skrivåret har professor Carl-Martin Roos, Lund, också handlett mig. Carl-Martins stora intresse för mitt ämne och hans försynta påpekanden om fel och brister har varit ett viktigt stöd.

Delar av mitt manuskript har genomlästs av vänner vid Företagsekonomiska institutionen i Göteborg. Bland dessa vill jag främst nämna professor emeritus Sandor Asztély och universitetslektor Lennart Eriksson. Jag har också erhållit synpunkter från direktör Sten K. Johnson, Malmö, lektor Lars Lindstrand, Stockholm, och från aukt.rev. Lars B. Olander, Göteborg. De vet alla att jag har satt stort värde på denna hjälp.

Väsentlig praktisk hjälp i avhandlingsarbetet har jag fått från i första hand två bibliotek, nämligen Ekonomiska Biblioteket i Göteborg och Institutt for Privatret i Oslo. Till 1:e bibliotekarie Alli Pohjola, Göteborg, och till fakultetsbiblioteker Kaare Haukaas, Oslo, och deras medarbetare riktar jag ett varmt tack.

I vissa avseenden har jag anlitat studenter för olika arbetsuppgifter. Således har numera civilekonomen Jan Claesson kontrollräknat index-

omräkningar i mina skiljedomsreferat. Jur. stud. Thomas Ericsson har biträtt med kontroll av tabulering av hur uppdrag i tvångsinlösenärenden fördelats mellan olika individer. Jur. stud. Mats Glavå har medverkat vid upprättandet av rättsfalls- och källförteckningar.

Manuskriptet har i flera versioner renskrivits och klippts om av institutionssekreterare Käty Dunsjö. De fel som hon därvid har begått är lättare att räkna än mina.

Sammanfattningen på engelska har från språklig synpunkt granskats av fil. kand. Carla Wiberg.

Hjälp med korrekturläsning har jag både fått av kolleger vid institutionen och av studenter. Tack vare energiska insatser från många håll klarades en besvärlig situation upp.

Mitt forskningsarbete har underlättats av ekonomiskt stöd från Humanistisk-Samhällsvetenskapliga Forskningsrådet. Jag har vidare erhållit studieresebidrag från Knut och Alice Wallenbergs stiftelse och från Göteborgs universitet. Jag är både imponerad av och tacksam för detta: nog är det märkligt att man kan få betalt för att göra något man tycker är mycket viktigt och roligt.

Till alla nu nämnda personer och institutioner framför jag ett varmt och hjärtligt tack.

Göteborg den 10 februari 1980

*Gunnar Flodhammar*

# Förkortningar

A	The Atlantic Reporter
ABL	aktiebolagslag(en); om osäkerhet kan råda om vilken lag som åsyftas anges även årtal (ABL 1944, ABL 1975)
A.C.	Appeals Cases
AG	Aktiengesellschaft
AGL	lag 6 juni 1941 om arvsskatt och gåvoskatt
AktG	Aktiengesetz
All E.R.	All England Reports
A.L.R.	The American Law Reports Annotated
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
Ch	Chancery
D	dotterbolag, särskilt dotterbolag vari aktierna är föremål för tvångsinlösen
DAL	dansk lov om aktieselskaber 13 juni 1973
Dapsl	dansk lov om anpartsselskaber 13 juni 1973
Ekon.Revy	Ekonomisk Revy
FJFT	Tidskrift, utg. av Juridiska Föreningen i Finland
Gm	god(e) man(nen)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Harv.L.R.	Harvard Law Review
HD	Högsta Domstolen
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
L.T.	Law Times Reports
M	moderbolag, särskilt moderbolag som tvångsinlöser aktier
NBK	Näringslivets Börskommitté
N.E.	The North Eastern Reporter
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
NOU	Norges Offentlige Utredninger
NRT	Norsk Retstidende
N.Y.	New York Reports
N.Y.S.	The New York Supplement
OLG	Oberlandesgericht
P	The Pacific Reporter
RB	rättegångsbalken
RG	Reichsgericht; också Sammlung der RGRechtssprechung in Zivilsachen
RSFS	riksskatteverkets författningssamling
RSV	riksskatteverket

<b>S.A.</b>	<b>South African Law Reports</b>
<b>SCB</b>	<b>statistiska centralbyrån</b>
<b>S.E.</b>	<b>The South Eastern Reporter</b>
<b>SFS</b>	<b>Svensk författningssamling</b>
<b>SOU</b>	<b>Statens offentliga utredningar</b>
<b>S.W.</b>	<b>The South Western Reporter</b>
<b>SvJT</b>	<b>Svensk Juristtidning</b>
<b>SvSkT</b>	<b>Svensk Skattetidning</b>
<b>TfR</b>	<b>Tidskrift for rettsvitenskap</b>
<b>Tkr</b>	<b>tusen kronor</b>
<b>TSA</b>	<b>Tidskrift för Sveriges Advokatsamfund</b>
<b>UfR</b>	<b>Ugeskrift for Retsvæsen</b>
<b>Va.L.Rev.</b>	<b>Virginia Law Review</b>
<b>W.L.R.</b>	<b>Weekly Law Reports</b>



# 1 Inledning

I mitten av 1960-talet begärde Boliden-bolaget att med stöd av 174 och 223 §§ i 1944 års aktiebolagslag få inlösa aktierna i Reymersholms Gamla Industri AB. Jag blev ordförande i en förening som skulle tillvarata minoritetsaktieägarnas intressen. Jag visste då ingenting om tvångsinlösen av aktier. Jag märkte snart, att mina kunskaper på området inte var mindre än många andra berördas.

En av mina första åtgärder var att söka kontakt med övriga minoritetsaktieägare. Som hjälp härvidlag hade jag tillgång till Reymersholmsbolagets aktiebok. Denna upptog ett antal tjocka liggare som tillsammans fyllde många hyllmeter. Efter en dags arbete framstod det som helt omöjligt att med rimliga insatser av tid vaska fram önskade uppgifter. Bolagets privata aktieägareregister ställdes emellertid inte till aktieägarföreningens förfogande, eftersom bolaget "inte kunde garantera att det var felfritt".

Huvudfrågan i inlösentvisten gällde värdet av aktierna i Reymersholmsbolaget. Lagen förklarade endast att lösenbeloppet skulle utgöras av aktiens "verkliga värde". Någon närmare förklaring till vad som menades härmed fanns varken i lagen eller dess förarbeten. Frågan hade då inte heller berörts någonstans i den juridiska litteraturen.

Vid denna tid var jag inte helt främmande för aktievärdering eller företagsvärdering. Men de värderingar jag tidigare kommit i beröring med hade gällt små eller medelstora företag. Hur man skulle närma sig ett stort företag som Reymersholmsbolaget visste jag inte.

Jag minns att jag hade vissa — som jag nu vet helt orealistiska och otroligt naiva — föreställningar om att jag med ledning av samtliga koncernbolags inventarieböcker skulle identifiera varenda tillgång i koncernen och därefter på något sätt värdera dessa.

Reymersholmsbolaget ingick i en mycket komplicerad koncernuppbyggnad som inbegrep vissa stora kemiska företag. Bland annat förekom, om jag minns rätt, att aktier ägdes i cirkel (A ägde aktier i B, som ägde aktier i C som ägde aktier i A).

Rätt snart efter Reymersholmsärendet blev jag invecklad i tvångsin-

lösen av aktier i AB Svensk Filmindustri. SF var då dotterbolag till Fastighetsaktiebolaget Hufvudstaden. Efter att ha förvärvat så många aktier genom frivilliga köp att Hufvudstaden blivit ägare till mer än 90 % av aktierna i SF, begärde Hufvudstaden tvångsinlösen av resterande SF-aktier.

Att värdera ett företag som sysslade med filmproduktion kunde i förstone förefalla vara något helt annorlunda än att värdera ett företag som liksom Reymersholmsbolaget tillverkade svavelsyra o.dyl. Men var skillnaden egentligen så stor? De båda företagens förhållande till konjunkturerna var förstås annorlunda men möjligheterna att göra prognoser var knappast väsentligt större för det ena än för det andra. Och när det gällde möjligheterna att skärskåda det förflutna förelåg det inte alls några principiella skillnader.

Men visst uppkom säregna problem vid värdering av Svensk Filmindustri. Hur skulle man t.ex. värdera SF:s avtal med Ingmar Bergman? Ingmar Bergman stod redan då på toppen av sin karriär. Han hade gjort många filmer som skänkt både honom och SF ära och berömmelse. En följd härav hade varit goda inkomster för SF. Hur skulle man nu värdera ett långfristigt avtal om framtida filmer? Vem kunde garantera att dessa skulle bli lika framgångsrika? Men var det å andra sidan riktigt att helt bortse från möjligheten av att Ingmar Bergmans skaparkraft fortsatte oförminskad och även utvecklades inom SF:s ram? Och hur skulle man uppskatta risken för en konflikt mellan filmskaparen och filmbolaget? Vilket värde hade i sådant fall eventuella skadeståndsklausuler i deras avtal? Och hur skulle man värdera det förhållandet att Ingmar Bergman till sig och därigenom också till SF hade knutit en rad framstående filmskådespelare och andra konstnärer? Skulle de försvinna om Bergman försvann?

De värderingsproblem som Ingmar Bergman gav upphov till var svåra men stimulerande. Principiellt skilde de sig inte från värderingsproblem som kan uppkomma i andra företag. De utgjorde exempel på immateriella tillgångar som i större eller mindre utsträckning finns i alla företag. Risken och osäkerheten som de är förenade med kan vara större eller mindre men finns där alltid.

SF-fallet innehöll ett annat värderingsproblem, som sedan återkommit i många tappningar. SF hade på sin tid börjat driva biografer, som visade både SF:s egna filmer och andra bolags filmer. Biograferna var ofta inrymda i fastigheter, som SF ägde. Dessa fastigheter var ofta centralt belägna i städer och andra tätorter. Hur skulle nu detta fastighetsinnehav värderas? Skulle fastigheterna värderas precis som vilka fastig-

heter som helst? Eller skulle värderingen påverkas av att fastigheterna ägdes för att inrymma biografen som ägdes för att visa bolagets filmer? Skulle fastigheterna alltså värderas som en del av filmproduktionsrörelsen, i vilket fall hyror från utomstående hyresgäster blev en tilläggspost? Eller skulle fastigheterna värderas för sig, varvid koncernen fick belastas med hyra för dess eget utnyttjande? Skillnaden kunde bli rätt stor, eftersom välbelägna fastigheter allmänt betraktas som mycket säkrare investeringar än de flesta andra vilket ger dem ett mycket högre kapitalvärde än andra investeringar.

Ett annat problem i SF-värderingen innebar TV:s genombrott. Skulle detta innebära sämre eller bättre resultat för SF? I vilken utsträckning skulle utvecklingen i USA få sin motsvarighet i Sverige? Om detta kunde självfallet ingen veta något. Men hur skulle parterna och i sista hand skiljemännen beakta en sådan osäkerhetsfaktor?

Reymersholms- och Filmindustri-värderingarna erbjöd en provkarta på värderingsproblemet. Sedan jag funnit att dessa speciella värderingsproblem inte behandlats i litteraturen, började jag själv göra en undersökning av vilka värderingsnormer som tillämpades i tvångsinlösenärenden. Jag samlade därför in skiljedomar från dylika ärenden, vilka jag försökte analysera. Jag kom fram till att några enhetliga värderingsprinciper inte hade tillämpats. Denna undersökning publicerades i Svensk Juristtidning 1971.<sup>1</sup>

Några förhållanden i samband med tvångsinlösen av aktier vållade särskilda problem. Att värdera egendom som inte har något marknadsvärde är alltid svårt. Den egendom det här gällde, bestod av andelar i företag. Företag är komplexa: de består av en kombination av materiella och immateriella tillgångar. Värdet utgöres inte av summan av alla delarnas värden. Själva kombinationen av vissa tillgångar kan medföra ett värde i sig. Men hur skall detta beaktas?

De nämnda företagsvärderingsproblemen är alltid svåra. De accentueras när värdet slutligt skall fastställas av skiljemän eller av en domstol. I vanliga fall göres en företagsvärdering i samband med förhandlingar om köp eller försäljning av företag. Det pris som slutligen uppnås beror inte bara av det företagsvärde som endera parten eller båda parterna räknat fram utan detta påverkas också av parternas förhandlingsskicklighet, av deras större eller mindre intresse av att det blir affär och av andra förhållanden som inte har direkt med företagsvärdet att göra.

Men hur skall en domstol handla när ett värde skall fastställas? Skall

<sup>1</sup> S. 102 ff.

domstolen försöka simulera vad som i en verklig förhandlingssituation tillkommer utöver företagsvärdet innan parterna kommer fram till ett pris?

Problem av den art som jag antytt och exemplifierat ovan började alltså intressera mig i mitten av 1960-talet och de utgjorde utgångspunkten när jag 10 år senare valde ämne för min doktorsavhandling. Jag visste att jag ville skriva om någonting som gällde tvångsinlösen av aktier och då särskilt värderingsproblemen i samband därmed.

Att tvångsinlösen var tillräckligt intressant för att skriva en hel avhandling om tyckte jag var uppenbart. Tvångsinlösen är ett säreget institut i svensk rätt. En förutsättning för sådan inlösen är att ett bolag äger mer än 90 % av aktierna i ett annat bolag. Moderbolaget har då rätt och skyldighet att av övriga aktieägare förvärva deras aktier. Kan överenskommelse inte träffas får inlösen ändå äga rum, varvid skiljemän får avgöra frågor om inlösenvillkor. Det är alltså en form av expropriation men i motsats till annan expropriation inom svensk rätt sker den till förmån för en enskild part.

Tvångsinlösen av aktier har också kommit att beröra många personer och många bolag, vilket gör det angeläget att problemen i samband därmed blir utredda. Antalet företagsköp har varit stort under de senaste decennierna. Det har också blivit vanligt, att börsnoterade företag blivit föremål för uppköp, s.k. take-overs, vilka ofta har utlöst tvångsinlösen. De värden som parterna i dylika ärenden tvistat om har ibland uppgått till miljonbelopp. I ett ärende som avgjordes hösten 1979 var skillnaden mellan parternas värderingar av det aktuella företaget mera än 2 miljarder kronor och med hänsyn tagen till det antal aktier som tvisten gällde uppgick tvisteföremålet till över 40 miljoner kronor.

### **Vad boken skulle handla om**

När jag påbörjade arbetet med denna avhandling 1976 hade jag den uppfattningen att lösenbelopp för aktier vid tvångsinlösen fastställdes på osäkra grunder. Osäkerheten berodde inte bara på att all värdering med nödvändighet måste bli osäker. Den berodde enligt min dåvarande uppfattning på att berörda parter samt skiljemän och domare föreföll att ha en högst ojämn kännedom om företagsekonomiska principer för företagsvärdering. Jag tyckte mig också ha försport en inte ringa osäkerhet t.o.m. bland företagsekonomer om hur företagsvärdering rätteligen skulle ske. En annan faktor som enligt min uppfattning bidrog till osäkerheten

var den sporadiska kännedomen om praxis i ärenden om företagsvärdering i samband med tvångsinlösen, vilket var en följd av att praxis främst återfanns i skiljedomar som inte publicerades och inte var allmänt tillgängliga.

Målet för min undersökning var att kartlägga och beskriva inlösenpraxis. Min gissning var att denna praxis skulle visa sig vara oenhetlig. Jag avsåg därför att försöka uppställa ett förslag till värderingsnormer som skulle tillgodose både moderbolagets krav på att inte behöva betala oskäligt höga lösenbelopp och minoritetsaktieägarens krav på att inte behöva överlåta sina aktier utan skälig ersättning.

För att lägga grunden till detta tänkta normsystem avsåg jag att återge företagsekonomisk teori i fråga om företagsvärdering. Även om jag inte i första hand tänkte göra en självständig forskningsinsats på denna punkt — behovet därav ifrågasattes omgående på företagsekonomiskt håll — var jag inte främmande för en sådan. Min viktigaste uppgift härvidlag skulle dock bestå i att fungera som en sorts översättare: jag ville tillgodogöra mig en vidlyftig och stundom motstridig litteratur och återge denna på ett för jurister godtagbart och uppfattbart sätt.

Till jämförelse med de bolagsrättsliga värderingsreglerna tänkte jag studera skatterättsliga regler rörande företagsvärdering. Sådana finns i förmögenhetsskattelagen och i arvs- och gåvoskattelagen. Dessa regler har också avkastat åtskillig rättspraxis. En jämförelse mellan bolagsrättsliga och skatterättsliga avgöranden menade jag skulle varit särskilt fruktbar med tanke på skillnaderna i processuellt läge i de båda typerna av ärenden. I skatteärendena är det i allmänhet den skattskyldige som sitter inne med störst kunskap om fakta av betydelse för värderingen, i tvångsinlösenärenden är det i allmänhet moderbolaget. I båda fallen är det den part som har mest kännedom om fakta som strävar efter att värderingen ger ett så lågt resultat som möjligt. Men man kan anta att de domstolar som har att fälla avgörandet in dubio dömer till den skattskyldiges respektive till minoritetsaktieägarens fördel. Detta innebär att i tveksamma fall skulle domstolen tendera att ligga i underkant i skattemålen men i överkant i tvångsinlösenärendena.

Så hade jag tänkt mig ytterligare några byggstenar att fogas till grunden för mitt tänkta normsystem. En sådan byggsten skulle återfinnas i utländska rättssystem, närmare bestämt i deras rättsregler och rättstillämpning i fall liknande de svenska tvångsinlösenfallen. En annan byggsten skulle bestå av de svenska skatterättsliga reglerna om värdering av företag. Kanske inte som byggstenar men dock som fogmassa tänkte jag mig slutligen göra utblickar över värderingsproblem inom andra svenska

rättsområden än associations- och skatterätt, och då kanske främst expropriationsrätt, vattenrätt och skadeståndsrätt.

### **Vad boken inte handlar om**

När jag nu några år senare skall utforma inledningen till denna avhandling och presentera de problem som jag faktiskt har behandlat, blir avvikelsen i förhållande till mina ursprungliga planer anslående. Vad blev av det ståtliga projektet? Bit efter bit har av olika skäl måst skäras bort.

En kartläggning av svensk skiljedomspraxis har givit vid handen att tämligen fasta värderingsnormer har utvecklats. Det föreligger då knappast något behov av att skapa ett normsystem.

Jag har utfört en inventering av svensk skatterättslig praxis och därvid gjort en del intressanta iakttagelser. På ett sent stadium av avhandlingsarbetet har dock denna undersökning brutits ut för att därigenom minska avhandlingens omfång. Denna skatterättsliga undersökning hoppas jag kunna publicera senare.

Planerna på att göra en självständig bearbetning av företagsekonomisk värderingsteori fick jag uppge. Det stod snart klart för mig att en sådan bearbetning skulle ha givit avhandlingen ett sådant omfång att den hade blivit helt ohanterlig. Jag känner mig inte heller lika övertygad som tidigare om behovet av en vetenskaplig bearbetning av dessa problem. Vad som behövs på detta område är i stället en ordentlig handbok.

Tankarna att göra jämförelser med värderingsregler inom expropriationsrätt, vattenrätt etc. fann jag småningom vara orealistiska. En jämförelse förutsätter analys av reglerna. En sådan analys skulle bli tämligen omfattande om den skulle ge något. Alternativet skulle vara att okritiskt återge regler i elementär läroboksstil. En sådan jämförelse bedömde jag helt sakna värde. En jämförelse efter omsorgsfull analys av de andra reglerna skulle återigen spränga alla rimliga ramar för avhandlingens omfång. Alltså har jag avstått därifrån.

### **Vad boken handlar om**

Mitt avhandlingsprojekt, sådant det slutligen kommit att utformas, kan beskrivas på följande sätt:

I *kapitel 2* redogör jag för värderingsregler i svensk aktiebolagslag. Tyngdpunkten lägger jag vid reglerna i 1975 års lag samt de regler i 1944 års aktiebolagslag som i huvudsak oförändrade överförts till 1975 års lag.

Förutom vid tvångsinlösen uppkommer värderingsproblem i några andra situationer, nämligen i vissa fall i anslutning till hembud av aktier som enligt bestämmelse i bolagsordning inte är fritt överlåtbara samt i samband med vissa fall av maktmissbruk. Dessa andra fall behandlar jag dock mera översiktligt.

Lagstiftaren har inte angivit några värderingsnormer utan överlåtit utformningen av dessa till doktrin och praxis. Jag återkommer härtill i kapitel 5.

*Kapitel 3* innehåller en redogörelse för regler om värdering av aktier eller företag i utländsk bolagsrätt. Det framgår därav att regler motsvarande de svenska inte finns i alla västerländska rättssystem. Min framställning avser främst tysk rätt, som är utvecklad på området. Jag behandlar också engelsk rätt, som i Sverige ibland uppfattas som föredömlig på området. Jag finner, att denna uppfattning är ogrundad. Den tredje rättsordningen som har regler av intresse är den nordamerikanska. För övrigt har jag lämnat en hart när encyklopedisk redogörelse för värderingsregler i ett stort antal, främst västeuropeiska rättsordningar. Kännedom om dessa olika regler vann jag, när jag inventerade aktiebolagslagar som kunde innehålla värderingsregler. Jag har dock inte gjort någon komparativ studie utan endast refererat diverse lagregler som exempel på olika lösningar. De återgives här närmast för att underlätta för eventuella andra forskare som kan vilja bearbeta detta material.

Efter genomgången av rättsregler om värdering i svensk och utländsk aktiebolagsrätt skulle jag övergå till att behandla rättspraxis. För att lägga en grund till både förståelsen av den rättspraxis som finns men också till diskussionen kring rättspraxis, har jag i *kapitel 4* inskjutit en översiktlig redogörelse för principerna för företagsvärdering. Denna redogörelse bygger huvudsakligen på vedertagen företagsekonomisk teori. I redogörelsen finns dock vissa självständiga uppfattningar insprängda. Som jag nämnde ovan har detta avsnitt blivit kraftigt begränsat i förhållande till mina ursprungliga planer.

I *kapitel 5* kan jag så redogöra för praxis vid tillämpningen av värderingsreglerna. Huvudutrymmet ägnas därvid åt svensk skiljedomspraxis som jag har kartlagt och analyserat. Jag har identifierat samtliga fall av tvångsinlösen vartill initiativ har tagits av moderbolag under åren 1948—1976, dvs. den period då 1944 års aktiebolagslag gällde. Inlösen påkallades i 168 fall; endast i fråga om 18 av dessa har de berörda företagen vägrat att medverka i min undersökning genom att inte låta mig få ta del av skiljedomen eller inte svara på förfrågningar. Mitt skiljedoms-material är således omfattande.

Jag har däremot inte systematiskt undersökt praxis enligt 1975 års aktiebolagslag, vilken när detta skrives (hösten 1979) bara omfattar ett fåtal fall. Några av dessa avgöranden behandlar jag dock i sitt sammanhang.

Redogörelsen för svensk rättspraxis omfattar endast sådan i samband med tvångsinlösen. Övriga värderingsregler har inte givit upphov till några rättsfall som jag lyckats få kännedom om.

Till komplettering av svensk rättspraxis har jag också undersökt utländsk rättspraxis, framför allt från Tyskland, England och Förenta Staterna. Denna rättspraxis är intressant eftersom den ger prov på olika sätt att hantera minoritetsskyddsproblem. Engelsk rätt intar därvid en kallsinnig hållning, amerikansk rätt uppställer allehanda formella hinder riktade mot minoriteten men är beredd att ge en minoritet som lyckats ta sig över dessa hinder ett tämligen vidsträckt skydd medan tysk rätt på mångahanda sätt tillgodoser minoritetens skyddsbehov. Min undersökning av utländsk rättspraxis anser jag ha sitt värde främst i att den torde rubba uppfattningen om engelsk rätt hos åtminstone en del praktiker. De amerikanska och tyska rättsfallen utgör en samling mer eller mindre efterföljansvärda exempel på hur domstolar kan lösa värderingsproblem.

I en exkurs redovisar jag också i kapitel 5 en undersökning som jag har gjort för att belysa frågan i vad mån uppdrag som skiljeman eller partsrepresentant i tvister om tvångsinlösen varit spridda bland många personer eller möjligen koncentrerade till få individer. Denna undersökning företog jag när jag funnit att rättspraxis hade visat sig vara tämligen enhetlig. Det hade utbildats en klar uppfattning att lösenbelopp skulle grundas på värdet av företaget i fråga och detta företagsvärde ansågs regelmässigt vara företagets avkastningsvärde eller dess likvidationsvärde om detta var högre. När jag gjorde en mindre undersökning av skiljedomspraxis, som redovisades 1971, kunde jag inte spåra någon enhetlig praxis. Min utgångspunkt när jag påbörjade mitt forskningsprojekt var att jag skulle försöka uppställa ett normsystem, eftersom jag trodde att något sådant inte fanns. Hur hade praxis nu ändock kunnat stabiliseras? Detta var särskilt intressant eftersom skiljedomar inte var allmänt tillgängliga. Jag undersökte alltså hur många uppdrag som skiljeman, partsombud eller ställföreträdare för part som varje individ hade haft under olika tidsperioder. Jag fann att det hade blivit en påfallande koncentration av uppdragen under perioden 1968—1979, vilket uppenbarligen kan förklara hur praxis har kunnat bli så etablerad på senare år.

I *kapitel 6* tar jag upp till särskild behandling en särregel i 1975 års



aktiebolagslag rörande värdering av aktier i vissa, förmodligen sällsynta, fall av tvångsinlösen.

Denna särregel gäller det fallet att tvångsinlösen föregåtts av ett till allmänheten riktat erbjudande om köp av aktier. Har erbjudandet sådan framgång att köparbolaget därigenom blir ägare till mer än 90 % av aktierna i dotterbolaget och har köparbolaget förvärvat minst hälften av sina aktier genom erbjudandet, skall aktiernas verkliga värde anses motsvara vederlaget enligt erbjudandet, om inte annat visas. Denna regel verkar vid första påseende innebära förenklingar utan att några skyddsvärda intressen blir kränkta. En närmare analys av regeln visar dock att den inte alls är så rättvis som det kan synas och att den systematiskt innebär ett ekonomiskt gynnande av inlösande moderbolag. Min analys utmynnar i att jag föreslår att regeln utmönstras ur lagen.

I *kapitel 7* gör jag en sammanfattning av mina huvudsakliga resultat. Den viktigaste upptäckten som jag har gjort är, att det finns en enhetlig praxis vid tvångsinlösen av aktier. Denna innebär att lösenbelopp grundas på företagets avkastningsvärde. Denna princip finner jag riktig. Jag diskuterar börsvärdet som alternativ värderingsform och kommer fram till att denna inte är lämplig. Det kan också noteras, att svensk praxis på denna punkt överensstämmer med tysk rätt.

Beträffande andra värderingssituationer i aktiebolagslagen än tvångsinlösen har jag inte kunnat finna någon rättspraxis. Jag anser dock att om värderingstvister skulle uppkomma bör samma värderingsprinciper kunna tillämpas.

## **Metod och syfte**

Den metod jag använt i min forskning är konventionell juridisk metod. Jag har således bestämt mig för att undersöka innehållet i en viss rättsregel. Jag har skaffat mig kännedom om lagens innehåll och om dess förarbeten. Jag har samlat skiljedomar och andra domar, vari regeln har tillämpats. Analys av domstolsmaterialet och lagen i belysning av dess förarbeten har lett till vissa slutsatser. Dessa slutsatser har jag underkastat viss prövning vid skrivbordet.

Mitt syfte var ursprungligen normativt men har övergått till att bli deskriptivt.

Jag inledde forskningsarbetet med vissa förutfattade meningar (någon skulle kunna kalla dessa hypoteser) och slutade med en helt annan mening.

Ett problem som jag hade väntat mig ställas inför under detta avhand-

lingsarbete gäller den ensidigt engagerade forskaren och vetenskapliga krav på objektivitet. Jag har under 15 år varit inblandad i ett stort antal tvister om inlösen av aktier. I nästan samtliga fall har jag uppträtt som ombud eller ställföreträdare för minoritetsaktieägare. Jag har också på annat sätt varit engagerad som talesman för små aktieägare, t.ex. genom verksamhet såsom styrelseledamot och på annat sätt inom Sveriges Aktiesparares Riksförbund.

Dessa engagemang har gjort att jag lätt skulle ha kunnat identifiera mig med minoritetsaktieägaren. När jag nu som forskare skulle kartlägga rättsläget låg det i farans riktning att jag omedvetet skulle överbetona argument som gynnade minoritetsaktieägarna och likaså omedvetet underskatta betydelsen av problem på moderbolagssidan i inlösen-tvister. Min benägenhet att identifiera mig med ena sidan i en konflikt skulle därigenom kunna ge min undersökning och min problemanalys en skev inriktning. Å andra sidan skulle min medvetenhet om denna fara kunna leda till att jag, för att understryka min objektivitet, underskattade minoritetsvänliga argument och överbetonade sådant som var fördelaktigt för moderbolagen.<sup>2</sup>

Denna problematiska situation drabbar varje forskare som inte utslutande ägnar sig teoretiskt åt sina problem. Problem av detta slag måste vara särskilt vanliga bland samhällsvetare. De kan t.ex. gälla en fackföreningsman som önskar vetenskapligt bearbeta problem med anknytning till arbetslivet. Däremot bör detta problem knappast uppkomma för exempelvis den som vill beskriva fysikaliska egenskaper hos elementarpartiklar.

När jag nu genomfört min undersökning har jag funnit att dessa problem inte blivit så stora. Detta beror antagligen främst på att jag lugnt och metodiskt belyst problem efter problem.

En annan anledning till att problem av denna art inte blivit reella kan vara, att jag inte behövt skapa något normsystem utan kommit att begränsa mig till att registrera vad som finns. Jag saknar anledning att tro, att jag vid kartläggningen av rättsregler och rättspraxis skulle ha gjort något skevt urval, detta i synnerhet som jag i stort sett gjort en fullständig inventering och inte tillämpat en selektiv eller illustrativ metod.<sup>3</sup>

Material som blivit tillgängligt efter sommaren 1979 har jag endast i undantagsfall kunnat beakta.

<sup>2</sup> Jfr Knoph s. 39.

<sup>3</sup> Jfr Hjerner s. 10.

## **Referensram**

För att rätt kunna bedöma en avhandling är det ofta av värde att känna författarens referensram.

Efter avlagd jur.kand. har jag arbetat först inom näringslivet och därefter som praktiserande jurist i sammanlagt drygt 25 år. Mina uppgifter har sedan början av 1960-talet varit koncentrerade kring små och medelstora företags problem. Jag har sysslat mycket med företagsekonomiska frågor vid sidan av företagens juridiska problem. Skatterättsliga frågor har utgjort ett betydande inslag i min verksamhet. Som även framgår på annat håll i avhandlingen har jag sedan mitten av 1960-talet haft ett flertal uppdrag rörande företagsvärdering, ofta som god man eller ombud för minoritetsaktieägare i samband med inlösen av aktier.

# 2 Värderingsregler i svensk aktiebolagslag

Vår första aktiebolagslag är av år 1848. Men bolag som kan karakteriseras som aktiebolag fanns långt tidigare. Ofta tillkom dessa bolag under offentlig medverkan på ett eller annat sätt. Vanligt var att bolagsordning fastställdes av konungen. Från den aktiebolagslösa tiden finns exempel på att värderingsproblem inte var betydelselösa. 1717 grundade Christopher Polhem ett saltsjuderikompani, i vars bolagsordning det föreskrevs, att, om någon ville föryttra sin lott, ”så skal han intet wara förbunden at sälja sin Lott efter den förut gjorda omkostnaden, utan efter dess rätta värde, i anseende til nyttan, som däraf kan förmodas”.<sup>1</sup>

## 2.1 1848 års aktiebolagslag

1848 års aktiebolagslag var mycket kortfattad, endast femton paragrafer. Några bestämmelser om värdering av aktier, vare sig i samband med äganderättens övergång, ändring av bolagsordning eller eljest, fanns inte. Detta är inte heller ägnat att förvåna då syftet med sådana bestämmelser kunde uppnås på annat sätt. Enligt denna lag skulle varje bolagsordning godkännas av Kungl. Maj:t. Därvid kunde villkor uppställas för godkännande, exempelvis i fråga om minoritetsskydd.

## 2.2 1895 års aktiebolagslag

Inte heller 1895 års aktiebolagslag innehöll några bestämmelser om värdering av aktier.<sup>2</sup>

## 2.3 1910 års aktiebolagslag

I 1910 års aktiebolagslag infördes i 52 §, som reglerade hembudsskyldigheten vid övergång av aktie, bestämmelse om att lösens belopp, såframt

<sup>1</sup> Citerat efter Hammarskjöld s. 65.

<sup>2</sup> Jfr NJA II 1895 s. 56, 114.

ej annorlunda var stadgat i bolagsordningen, skulle motsvara aktiens "verkliga värde" samt bestämmas av tre skiljemän. Ursprungligen rådde tvekan om huruvida lagens föreskrift om att lösenbeloppet skulle motsvara aktiens "verkliga värde", var tvingande eller dispositiv. Man ifrågasatte således giltigheten av en bestämmelse i en bolagsordning att lösenbeloppet skulle utgöra den köpeskilling, som vederbörande erlagt, eller av en bestämmelse av innebörd att lösenbeloppet skulle vara aktiens nominella belopp med eller utan visst tillägg eller av att lösenbeloppet kunde bestämmas av ordinarie bolagsstämma till tiden för nästa ordinarie bolagsstämma.<sup>3</sup> Problemet bragtes ur världen genom ett avgörande av Regeringsrätten 17 september 1924<sup>4</sup> som har visst intresse även ur värderingssynpunkt.

Enligt bolagsordningen för Casparsson & Schmidt aktiebolag skulle lösenbeloppet för hembjuden aktie utgöras av det värde, aktien ägde enligt senast upprättade årsbokslut med tillägg av 6% ränta från den 1 januari året efter det, för vilket bokslutet upprättats, till inlösningsdagen. Detta stadgande stod, enligt patent- och registreringsverket, inte i överensstämmelse med 52 § 3 mom. aktiebolagslagen, enligt vilket lagrum beloppet skulle motsvara aktiens verkliga värde. Bolagets styrelse anförde besvär och framhöll därvid att det i 52 § 3 mom. omförmälda bestämmandet av lösenbeloppet endast gällde såframt ej annorlunda var stadgat i bolagsordningen. "Stadgandet rörande 'verkliga värdet' gäller endast såsom vägledning för skiljemännen för att dessa icke skola komma med spekulations- och eventuella framtidsvärden. Ifrågavarande bolagsordning kommer genom sin grund det verkliga värdet så nära som möjligt. Hur skola skiljemän kunna bättre komma till 'verkliga värdet'? Vem kan överhuvudtaget i ett visst tidsmoment fastslå det?"<sup>5</sup> Regeringsrätten undanröjde patent- och registreringsverkets beslut att inte registrera bolagsordningen och visade målet åter till verket för förnyad handläggning.

Lokutionen "verkligt värde" förekom för övrigt i 1910 års aktiebolagslag i 56 § som reglerade balansräkningens innehåll och i 98 § som avsåg likvidationsbalansräkning.

"Vad som utgör en tillgångs 'verkliga värde' är ej alltid lätt att bestämma."<sup>6</sup> ". . . ; för tillgång, avsedd till stadigvarande bruk för bolaget, är verkliga värdet den köpeskilling, som en klok och förständig person,

<sup>3</sup> Skarstedt s. 165.

<sup>4</sup> RA 1924 ref. 42.

<sup>5</sup> Citerat efter Skarstedt s. 166—7.

<sup>6</sup> Skarstedt s. 192.

hvilken idkar enahanda rörelse som säljaren och i sin rörelse kan använda tillgången, skulle vilja betala för densamma.”<sup>7</sup> Sistnämnda citat, som är från 1911, bör noteras, eftersom denna bestämning av innebörden av värdet av en tillgång i stort sett överensstämmer med modern, företagsekonomisk teori. Särskilt intressant är att värdet saknar varje samband med tillgångens anskaffningskostnad.

## 2.4 1944 års aktiebolagslag

I 1944 års aktiebolagslag fanns regler om inlösen av aktier vid nedsättning av aktiekapitalet (65 §), vid hembud (70 §), vid vissa ändringar av bolagsordningen (136 §) samt i och för fusion (174—176 §§).

För hembudsfallet angavs, att lösenbeloppet, såframt grund för dess bestämmande ej angivits i bolagsordningen, skulle motsvara aktiens ”verkliga värde”. (70 § 3 st.)<sup>7a</sup>

Enligt 136 § ABL ägde aktieägare, vars rätt genom vissa beslut om ändring av bolagsordningen försämrades och som röstat mot beslutet, rätt att påkalla inlösen av sina aktier av dem som röstat för beslutet, under förutsättning att aktieägaren gjort förbehåll om rätt till inlösen. Bolagsstämman ägde rätt att ändra sitt beslut om aktieägare gjort förbehåll om inlösenrätt.

174—176 §§ ABL bestämde förutsättningarna för två olika fall av rätt till inlösen av aktier. Det ena fallet avsåg fusion och innebar att aktieägare som röstat mot fusionsavtal ägde få sina aktier inlösta, såframt aktieägaren förbehållit sig denna rätt. Liksom i det fall som angavs i föregående stycke ägde bolagsstämman låta beslutet falla, om aktieägare gjorde förbehåll om rätt till inlösen av aktier.

Det andra fallet avsåg den situationen att ett moderbolag ägde mer än 90 % av aktierna i ett dotterbolag.<sup>8</sup> I så fall ägde såväl moderbolaget som envar minoritetsaktieägare påkalla inlösen av minoritetsaktierna.

<sup>7</sup> Bergelmer s. 79.

<sup>7a</sup> Fråga om ”verkligt värde” på aktier var aktuell i bodelningsmålet NJA 1952 A 33. Om detta fall se Nial, Om handelsbolag och enkla bolag, s. 257. Här anför Nial för övrigt att vad som enligt aktiebolagsrätten skall förstås med ”verkligt värde” även kan tjäna till ledning vid tolkning av handelsbolagsavtal.

<sup>8</sup> Motiv för att införa en möjlighet för moderbolag att inlösa minoritetsaktier anfördes i en skrivelse till lagberedningen i februari 1935 från Asea, SKF, L. M. Ericsson, Separator och Electrolux (SOU 1941:9 s. 610—1). Det angavs vara ”tillbörligt, att skydd beredes majoriteten mot minoritetsmissbruk”. Lagberedningen torde emellertid inte ha varit främmande för att uppfatta en sådan regel även som en minoritets-skyddsregel. Se Nial SvJT 1941 s. 713—4, 720. Nial var sekreterare i lagberedningen.

Moderbolagets påkallande gällde då samtliga aktier i dotterbolaget som moderbolaget inte ägde, medan en minoritetsaktieägares påkallande bara avsåg de aktier som ifrågavarande minoritetsaktieägare innehade. Förutsättning för tvångsinlösen var bland annat att moderbolag var ett svenskt aktiebolag. Om dotterbolagsaktierna var fördelade på flera koncernbolag rådde tvekan om rätt och skyldighet till tvångsinlösen förelåg.<sup>9</sup> Rätt till tvångsinlösen förelåg inte om moderföretaget var något annat än ett svenskt aktiebolag, t.ex. handelsbolag, ekonomisk förening eller fysisk person.<sup>10</sup> Ej heller förelåg förutsättningar för tvångsinlösen om moderbolag var en bank.<sup>11</sup>

Som motiv för att ge moderbolaget rätt att inlösa en mindre rest aktier i ett icke helägt dotterbolag, anförde lagberedningen,<sup>12</sup> att moderbolagens intresse av förvärv av dessa dotterbolagsaktier skulle kunna utnyttjas till anspråk på oskäligt pris för aktierna. Moderbolagets inlösenrätt borde motsvaras av skyldighet att på aktieägarnas begäran inlösa deras aktier, vilken skyldighet dock inte närmare motiverades.<sup>13</sup> Lagberedningen hade inte förbiset de principiella betänkligheter som kunde resas mot en rätt till tvångsinlösen. Men beredningen ansåg, att dessa betänkligheter borde vika med hänsyn till att inlösenrätten inte bara var till fördel för moderbolaget, ”som därigenom får möjlighet att ordna koncernens organisation och drift enhetligt och rationellt”<sup>14</sup> utan i regel också för minoriteten. Frånvaron av inlösenrätt innebar nämligen, fortsatte lagberedningen, inte bara en frestelse för minoriteten att söka tilltvinga sig ett oskäligt högt pris för sina aktier utan även en frestelse för majoriteten att utnyttja sin ställning till att förmå minoriteten att avhända sig aktierna till underpris. ”En ömsesidig rätt till inlösen anvisar en naturlig utväg ur den konfliktställning som lätt uppkommer, och förvisso äro lojala minoritetsaktieägare bättre betjänta med en inlösning i betryggande ordning än med en utdragen strid med moderbolaget.”<sup>15</sup>

<sup>9</sup> Jfr Rodhe, Festskrift till Borum 1964, Minoritetsskydd s. 437, Borgström s. 100, 141.

<sup>10</sup> Tvångsinlösen av aktier förekom dock åtminstone i ett fall på yrkande av utländskt moderbolag, fall 37. Se s. 281 f. nedan. Enligt kungörelse i Post- och Inrikes Tidningar skulle frågan ha kunnat vara aktuell även i ett annat ärende. Närmare kännedom om detta har dock inte stått att få.

<sup>11</sup> NJA 1961 s. 37.

<sup>12</sup> SOU 1941:9 s. 611.

<sup>13</sup> För en utläggning kring denna regel, se Nials utlåtande i HovR:n i NJA 1961 s. 37, särskilt s. 59, jfr Danielssons utlåtande i samma mål s. 49.

<sup>14</sup> SOU 1941:9 s. 611.

<sup>15</sup> SOU 1941:9 s. 611.

Att inlösenrätten inträdde när moderbolagets innehav av aktier i dotterbolaget överstigit 90 % av aktierna i dotterbolaget hänger samman med att övriga aktieägare vid ett sådant förhållande inte kan erhålla det skydd som reglerna om minoritetsskydd i aktiebolagslagen för övrigt förutsatt, eftersom dessa regler gäller en minoritet som omfattar minst 10 % av aktierna i bolaget.

Om inte någon minoritetsägare innehade minst 10 % är det dock underkastat tvivel om och i vad mån minoritetsrättigheterna kunde utövas effektivt. I litteraturen<sup>16</sup> framkastades därför det förslaget att moderbolagets inlösenrätt skulle inträda redan vid ett aktieinnehav av 75 %, dvs. vid den gräns då ett moderbolag enligt ABL 1944 kunde framvinga en fusion. Inlösenrätten skulle dock inte kunna göras gällande mot en aktieägare som innehade minst 10 % av aktierna. Anmärkningsvärt nog tänkte sig denne författare inte lösenrätten helt ömsesidig utan tycks mena att minoritetens rätt att påkalla inlösen av sina aktier först skulle inträda då moderbolaget förvärvat 90 % av aktierna i dotterbolaget.

Förfarandet vid inlösen som grundades på 136 § eller 174—176 §§, reglerades i 223 § ABL. I detta lagrum angavs, att lösenbeloppet skulle bestämmas så att det motsvarade aktiens verkliga värde. I förarbetena till 1944 års aktiebolagslag<sup>17</sup> förekommer inte några anvisningar om vad som skall förstås med en akties ”verkliga värde”.<sup>18</sup>

Redan i 1910 års aktiebolagslag fanns en regel om lösningsrätt vid hembud av aktier. Denna regel kompletterades med en bestämmelse<sup>19</sup> om att lösningsrätt måste utövas med avseende på samtliga hembjudna aktier. Detta innebar en ändring av tidigare gällande rätt sådan denna kommit till uttryck i rättspraxis.<sup>20</sup>

<sup>16</sup> Borgström s. 193—4.

<sup>17</sup> SOU 1941:9, prop. 1944:5, NJA II 1945 s. 413—20, 1946 s. 57—8, 129—38, 138—44, 144, 225—9.

<sup>18</sup> Utkast 10/6 1939 till ABL 181 § 1 mom. 3 st. hade följande lydelse: ”I avseende å de aktier, rörande vilka sådan överenskommelse ej kan träffas, varde beloppet, som skall motsvara aktiernas verkliga värde med tillägg av en tiondel därav, bestämt av tre skiljemän.” (Lagberedningens handlingar i Riksarkivet volym 48:XII a) Någon diskussion om denna särskilda värderingsregel finns ej bevarad i lagberedningens handlingar. Detta kan peka på att detta förslag till regel inte tillagts särskild vikt. Vare sig den omständigheten att detta förslag förekommit eller den omständigheten att förslaget inte antogs kan enligt min mening belysa innebörden av den slutligen antagna lagtexten.

<sup>19</sup> 70 § 1 st 2 p ABL.

<sup>20</sup> NJA 1934 s. 4.



Lösenbeloppet skulle i fusionsfallen<sup>21</sup> bestämmas till minst det belopp som i förslaget till fusionsavtal hade beräknats belöpa å varje aktie.<sup>22</sup> Den sist angivna regeln om minimilösenbelopp hade särskild betydelse i de fall då vederlaget till aktieägarna i det överlåtande bolaget skulle utgå i annat än pengar, t.ex. bestå av aktier i det övertagande bolaget. I fusionsavtalet måste, oavsett likvidens form, vederlaget till det överlåtande bolagets aktieägare anges i penningar. Därigenom hade dessa en viss garanti för att vederlaget inte värderades för högt, då de i ett sådant fall torde påkalla inlösen av sina aktier med rätt att erhålla minst det i penningar angivna beloppet.<sup>23</sup>

## 2.5 1975 års aktiebolagslag

1975 års aktiebolagslag innehåller regler om inlösen av aktier, vilka regler kan medföra värdering av aktier, i fyra fall, nämligen vid hembud (3 kap. 3 §), vid aktieägars maktmissbruk som alternativ till tvångslikvidation (13 kap. 3 §) eller eljest (15 kap. 3 §) samt när moderbolag direkt eller indirekt förvärvat mera än nio tiondelar av aktierna och rösterna i dotterbolag (14 kap. 9 §).<sup>23a</sup>

Inlösenregler i hembudsfallet och när moderbolag förvärvat mer än nio tiondelar av dotterbolagsaktierna återfanns i ABL 1944 medan inlösenmöjligheterna vid maktmissbruk är nyheter i ABL 1975. I ABL 1944 fanns vidare regler om rätt till inlösen av aktier för aktieägare som röstat mot fusion, vilka regler saknar motsvarighet i ABL 1975.

### 2.5.1 Hembud

För hembudsfallet föreskrivs (3 kap. 3 § 2 st. 2 p.), att jämkning kan ske av lösenbeloppet, om tillämpningen av föreskrift därom i bolagsordningen skulle bereda någon otillbörlig fördel. I propositionen utvecklas

<sup>21</sup> 175—176 §§ ABL.

<sup>22</sup> 223 § 1 mom 2 st 5 p ABL.

<sup>23</sup> Jfr NJA II 1946 s. 141.

<sup>23a</sup> Som ytterligare ett fall, som kan medföra värdering men som dock är något annorlunda än de ovan berörda, kan nämnas 6 kap. 8 §, enligt vilket lagrum inlösningsförbehåll må intagas i bolagsordning. Enligt ett sådant förbehåll kan aktiekapitalet nedsättas genom inlösen av aktier, varvid förbehållet skall ange ordningen för inlösningen och inlösningsbeloppet eller också ange grunderna för beräkning av inlösningsbeloppet. Lagrummet har i denna del inte närmare kommenterats av Kedner-Roos.

inte hur denna jämkning skall ske. Aktiebolagsutredningen framhöll emellertid<sup>24</sup> att den intetsägande bestämmelsen, att lösenbeloppet skall motsvara aktiernas verkliga värde fått utgå. Ytterligare hänvisas till motiven till 150 §.<sup>25</sup> Det förefaller således som om jämkning skulle ske till aktiens ”verkliga värde” — vad nu detta kan innebära.

Tillämpningsområdet för bestämmelserna om lösen av aktier är mera vidsträckt enligt ABL 1975 än enligt ABL 1944. Sålunda är klausuler i bolagsordningar som ger andra än aktieägare lösenrätt giltiga liksom också klausuler som stipulerar hembudsskyldighet och därmed följande lösenrätt även vid övergång av äganderätt till aktie till tidigare ägare av aktie av det slag som omfattas av lösningsrätten.

Vid bedömning av om jämkning skall ske, kan bland annat de omständigheter som föranlett lösenbestämmelsen beaktas.<sup>26</sup> Det är viktigt, att parterna, när de avfattar en hembudsklausul med regler om fastställande av lösenbelopp, anger värderingsreglernas syfte.<sup>27</sup> Således kan värderingsprincipen avsiktligt ha utformats för att gynna vissa aktieägare eller presumtiva aktieägare eller ha utformats prohibitivt för att avhålla från överlåtelser som icke alla aktieägare är ense om. Bland vanliga bestämmelser om lösenbelopp nämner Sandström<sup>28</sup> att lösenbeloppet skall motsvara aktiernas verkliga värde.

Någon rättspraxis om fastställande av lösenbelopp vid hembud har inte kommit till min kännedom. I den mån den speciella hembudsklausulen inte ger någon vägledning vid bestämmande av lösenbeloppet bör enligt min mening de principer som kommit till användning vid bestämmande av lösenbelopp enligt 223 § ABL 1944 och 14 kap. 9 § ABL 1975 kunna tillämpas.

## 2.5.2 Maktmissbruk

I ABL 1975 infördes några nya möjligheter till inlösen av aktier, nämligen vid vissa fall av maktmissbruk.

Sålunda stadgas i 13:3 att rätten på talan av ägare till en tiondel av samtliga aktier äger förordna att bolag skall träda i likvidation, om aktieägare ”uppsåtligen genom missbruk av sitt inflytande i bolaget medverkat till överträdelse av denna lag eller bolagsordningen”. På

<sup>24</sup> SOU 1971:15 s. 161.

<sup>25</sup> Aktiebolagsutredningens 150 § motsvaras av ABL 14:9 2—4 st samt 14:10—13.

<sup>26</sup> Kedner-Roos I s. 62.

<sup>27</sup> Jfr Sandström s. 160.

<sup>28</sup> S. 158.

yrkande av bolaget kan rätten i sådant fall i stället ålägga bolaget att inom viss tid inlösa kärandens aktier.

Denna bestämmelse innehåller en mycket kraftfull sanktion mot maktmissbruk. En likvidation av bolaget skulle utplåna nyttan för den aktieägare som missbrukat sitt inflytande i bolaget av dennes ägande av bolaget. Genom sina förödande verkningar torde regeln huvudsakligen ha preventiv verkan, vilket givetvis också är det mest eftersträvansvärda. Eftersom en likvidation ofta innebär kapitalförstörelse är sannolikt regelns reparativa funktion begränsad. Emellertid erbjuder lagen bolaget möjlighet att erhålla ett beslut av rätten att bolaget får inlösa den fördelade aktieägarens aktier. Bolaget får då förvärva egna aktier trots det allmänna förbudet häremot i 7:1. När rätten avgör frågan om bolaget skall träda i likvidation eller skall förpliktas inlösa aktier, skall särskild hänsyn enligt 13:3 2 st. tagas till de anställdas och fordringsägarnas intressen. Inlösen får inte ske om bolagets eget kapital skulle understiga halva aktiekapitalet. Därvid skall det egna kapitalet beräknas såsom vid upprättande av likvidationsbalansräkning enligt 13:2 3 st., varvid tillgångar skall upptagas till försäljningsvärdet minskat med försäljningskostnaderna. Vid denna beräkning skall vidare de aktier som avses skola bli inlösta, upptagas som tillgång utan värde.

I förarbetena säges ingenting om hur lösenbeloppet skall bestämmas vid inlösen enligt 13:3. De principer som utvecklats vid bestämmande av aktiers verkliga värde enligt ABL 1944 och enligt 14:9 bör dock kunna vinna tillämpning även i detta fall.

I 15:3 stadgas om skyldighet för aktieägare att ersätta skada som han genom att medverka till överträdelse av aktiebolagslagen eller bolagsordningen uppsåtligen eller av grov oaktsamhet tillfogar bolaget, aktieägare eller annan. Om det med hänsyn till faran för fortsatt missbruk och förhållandena i övrigt är påkallat, är han även skyldig att inlösa skadelidande aktieägares aktier.

Förutsättning för tillämpning av 15:3 är lindrigare än för tillämpning av 13:3. Sålunda kan varje aktieägare, oavsett hur litet hans aktieinnehav är, påkalla tillämpning av 15:3 medan 13:3 endast tillämpas om ägare till en tiondel av samtliga aktier förenar sig om att kräva detta. 15:3 är tillämplig både då skada vållats uppsåtligen eller av grov oaktsamhet medan 13:3 endast avser uppsåtligt missbruk av inflytande.

Det har ifrågasatts<sup>28a</sup> om en minoritet som representerar mindre än en tiondel av aktierna i bolaget kan göra gällande skadeståndsansvar och

<sup>28a</sup> Jfr s. 339.

övriga påföljder enligt 15 kap. Skadelidande enligt både 15:1 och 15:3 kan vara bolaget eller aktieägare eller annan. Den skadebringande handlingen bestäms olika allteftersom skadan åsamkas bolaget eller någon av de övriga kategorierna. Men skadestånd kan ifrågakomma i samtliga fall. I 15:5 anges förutsättningar för väckande av skadeståndstalan enligt 1—3 §§. Bland dessa återfinns att beslut måste ha fattats av ägare till minst en tiondel av samtliga aktier. Emellertid reglerar 15:5 fråga om talan om skadestånd till bolaget. Sådan talan kan inte väckas av en minoritet om mindre än en tiondel av aktierna. Däremot reglerar 15:5 inte fråga om talan om skadestånd till aktieägare eller annan. Oavsett aktieinnehavets storlek måste sådan talan kunna anställas.

Ingenting hindrar att 13:3 och 15:3 tillämpas vid sidan av varandra. Enligt 15:3 skall skada ersättas. Dessutom kan, till exempel med hänsyn till faran för fortsatt missbruk, den skadevällande förpliktas att inlösa den skadelidandes aktier. Om den skadelidande innehar en tiondel av aktierna i bolaget och förutsättningar för övrigt för tillämpning av 13:3 föreligger, skulle de skadelidande även kunna erhålla ett beslut av rätten om att bolaget skall träda i likvidation i stället för ett beslut om att skadevällaren skall inlösa aktierna.

Lösenbeloppet bestäms till belopp som är skäligt med hänsyn till bolagets ställning och övriga omständigheter. Med bolagets ställning avses i detta fall dess verkliga ekonomiska ställning.<sup>29</sup> Enligt departementschefen skall ”stora dolda reserver beaktas”.<sup>30</sup> Detta uttalande kan knappast utgöra stöd för att man skulle bortse från små dolda reserver, om de lätt kan fastställas, utan endast vara stöd för att man vid värderingen inte skall uppehålla sig vid oväsentligheter. Aktievärdet skall beräknas med utgångspunkt i att bolagets verksamhet drivs på ett lojalt och i förhållande till alla aktieägare rättvist sätt. Vid värderingen skall man alltså, som också framhölls i remissyttrande från de stora näringslivsorganisationerna, bortse från den värdestryckande faktor som maktmissbruket kan ha inneburit.<sup>31</sup>

### 2.5.3 Samgående

Det inlösenfall som regleras i 14:9 och som gäller när moderbolag direkt eller indirekt förvärvat nio tiondelar av aktierna och rösterna i ett dotterbolag betecknar jag här som samgåendefallet. Inlösningsmöjligheten

<sup>29</sup> Kedner-Roos II s. 357.

<sup>30</sup> Prop. 1975:103 s. 542.

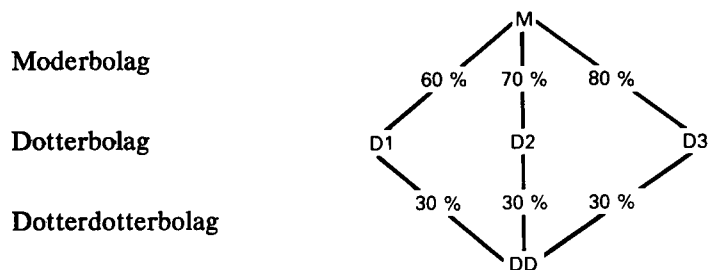
<sup>31</sup> Prop. 1975:103 s. 542.

har visserligen tillkommit för att möjliggöra för ett moderbolag att bli ägare till samtliga aktier i ett dotterbolag och därefter kunna genomföra en fusion enligt de enklare reglerna i 14:8 men att beteckna fallet som fusionsfallet kan vålla oklarhet med hänsyn till att ABL 1944 innehöll inlösenregler, som visserligen inte har någon motsvarighet i ABL 1975, i vissa fall då aktieägare motsatt sig fusionsförslag.

### 2.5.3.1 Förutsättningar för tvångsinlösen

Förutsättning för att inlösenreglerna skall bli tillämpliga är att moderbolaget antingen självt eller tillsammans med ett eller flera dotterföretag äger såväl 90 % av aktierna i dotterbolaget som 90 % av röstetalet. Man bör observera, att i koncernens aktieinnehav skall medräknas alla dotterbolagsaktier som innehas av samtliga dotterföretag, vare sig dessa är svenska eller utländska aktiebolag eller andra juridiska personer.<sup>32</sup>

Antag att en koncern har följande uppbyggnad:



Av ABL 1:2 följer att dotterdotterbolaget DD ingår i koncernen. "Äger ... flera dotterföretag tillsammans aktier eller andelar i juridisk person i den omfattning som angivits nu, är även sistnämnda juridiska person dotterföretag till moderbolaget." Visserligen är inte något av de bolag som äger aktierna i DD moderbolag till detta, eftersom inte något av dotterbolagen äger mer än hälften av rösterna för samtliga aktier i DD. Men tillsammans äger dotterbolagen nyssnämnda andel av rösterna. DD ingår alltså i koncernen. DD:s moderbolag blir M, trots att detta bolag inte äger någon aktie i DD.

Men enligt ABL 14:9 räcker det inte med att dotterföretag i en koncern tillsammans äger mer än nio tiondelar av aktierna och rösterna i

<sup>32</sup> Bökmark & Svensson uppger i kommentar till 14:9 (s. 113) att med moderbolagets direkta aktieinnehav i dotterbolag likställs indirekt aktieinnehav genom ett "dotterbolag". Lagen anger emellertid att innehav genom "dotterföretag" skall medräknas. "Dotterföretag", som är ett begrepp som införts genom ABL 1975, är ett mera vidsträckt begrepp än "dotterbolag".

dotterbolaget för att tvångsinlösen skall vara tillåten. Moderbolaget måste äga åtminstone en aktie i dotterbolaget.

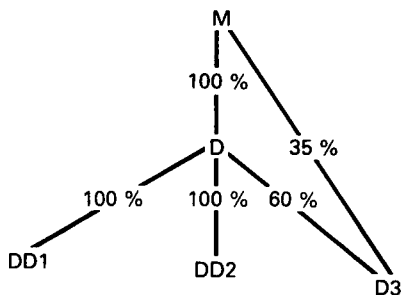
Detta innebär ett haltande rättsförhållande i det att moderbolaget endast genom att låta något dotterföretag överlåta en aktie i dotterbolaget till moderbolaget kan tillskapa tvångsinlösenrätt. Någon motsvarande möjlighet för minoritetsaktieägarna i dotterbolaget finns inte. Deras enda skydd mot maktmissbruk är skadestånd enligt 15:1 och/eller 15:3, om förutsättningarna härför i övrigt är uppfyllda. Däremot lär minoritetsaktieägarna inte kunna påkalla inlösen av sina aktier jämlikt grunderna för 14:9.

Även utländska juridiska personer är dotterföretag enligt ABL 1:2. Om däremot en utländsk juridisk person är moderbolag gäller inte de svenska koncernrättsliga reglerna. En koncern kan exempelvis ha följande uppbyggnad:

Moderbolag, utländskt bolag

Dotterbolag, svenska aktiebolag

Dotterdotterbolag, svenska aktiebolag



Alla aktier antas ha samma rösträtt.

Det svenska aktiebolaget D äger, förutom samtliga aktier i DD1 och DD2, 60% av aktierna och rösterna i D3. D är alltså moderbolag i en koncern bestående av D jämte DD1, DD2 och D3. Det svenska moderbolaget D är ett helägt dotterbolag till det utländska bolaget M. M äger direkt 35% av aktierna och rösterna i D3. Den koncern, vars moderbolag är M, äger således 95% av aktierna och rösterna i det svenska aktiebolaget D3. Men de 5% av aktierna i D3 som inte tillhör koncernbolag kan inte bli föremål för tvångsinlösen eftersom moderbolaget D inte "självt eller tillsammans med dotterföretag" äger mer än nio tiondelar av D3. Nämnad andel i D3 innehas ju av moderbolaget tillsammans med dettas moderbolag.

Den situation innebär likaså ett haltande rättsförhållande, ty M kan ju överlåta aktier i D3 till något svenskt koncernbolag i erforderlig utsträckning medan minoritetsaktieägarna i D3 inte kan tillskapa förutsättningar för tvångsinlösen.

Frågan om i vilken utsträckning svenska concernrättsliga regler skulle kunna göras tillämpliga på utländska moderbolag berördes av departementschefen i propositionen till ABL. Han trodde inte, att detta skulle vara praktiskt möjligt. ”... mycket svårlösta problem skulle uppkomma, ifall den svenska aktiebolagslagen skulle utsträckas till att gälla, åtminstone delvis, utländska bolag.”<sup>33</sup>

En annan haltande situation kan inträffa om moderbolagets, eventuellt i förening med dotterföretags, innehav av aktier i dotterbolaget förändras sedan ett tvångsinlösenförfarande inletts. Det är självklart att föreskrivet aktieinnehav måste förefinnas, när krav på inlösen framställs. Om moderbolaget avhänder sig aktier därefter, så att dess aktieinnehav kommer att understiga det föreskrivna, får moderbolagets rätt till tvångsinlösen anses bortfalla. Däremot bör moderbolaget inte kunna stoppa minoritetsaktieägarens inlösningsaktion genom att under förfarandet avhända sig aktier i dotterbolaget. Detta torde, enligt aktiebolagsutredningen<sup>34</sup> vara klart utan någon särskild bestämmelse härom.

Om däremot moderbolagets aktieinnehav kommer att understiga föreskriven andel av dotterbolagets aktieantal eller röstetal inte på grund av försäljning av aktier i dotterbolaget utan genom att någon utanför koncernen stående i samband med nyemission förvärvar aktier, är det inte klart hur ett redan inlett tvångsinlösenförfarande påverkas.<sup>35</sup> Emellertid synes det vara skäligt att samma betraktelsesätt, som aktiebolagsutred-

<sup>33</sup> Prop. 1975:103 s. 279.

<sup>34</sup> SOU 1971:15 s. 464.

<sup>35</sup> Denna situation höll på att uppkomma medan aktierna i AB Götaverken var föremål för inlösen (se s. 319 ff.). Innan skiljedomen hade vunnit laga kraft fördes förhandlingar mellan moderbolaget och svenska staten om en till staten eller något statligt bolag riktad emission. Sedan denna emission hade genomförts, skulle moderbolaget inte längre ha innehaft 90 % av aktierna i Götaverken, om emissionen hade varit tillräckligt stor. Om å andra sidan emissionen hade varit liten, så att moderbolaget även efter emissionens genomförande hade varit ägare till mer än 90 % av aktierna i Götaverken, vilket fall även lär ha varit aktuellt, uppkommer den intrikata frågan vilka rättigheter och skyldigheter staten skulle ha haft som minoritetsaktieägare. Skulle staten ha kunnat påkalla inlösen av sina aktier, om utvecklingen inte blev den väntade? Och skulle moderbolaget ha kunnat tvångsinlösa statens minoritetsaktier om utvecklingen på varvsmarknaden hade blivit så gynnsam att Götaverken återigen hade blivit ett lönsamt företag? Fråga uppkommer också huruvida bestämmelserna om tvångsinlösen är dispositiva. Svaret härpå är sannolikt att en förbindelse att inte återropa dem i ett fall som det nu återgivna skulle ha varit giltig. Däremot torde ett åtagande innan inlösensituationen alls uppkommit eller exempelvis en bestämmelse i en bolagsordning om att reglerna om tvångsinlösen inte skall gälla, inte vara bindande.

ningen anlagt, tillämpas även för detta fall. Således skulle moderbolagets rätt till tvångsinlösen bortfalla men inte dess plikt att inlösa minoritetsaktier, om minoritetsaktieägarna så påfordrar.

Den försiktige minoritetsaktieägaren, som är intresserad av att få sina aktier inlösta, bör alltid själv påkalla inlösen, vare sig moderbolaget gjort det eller inte. Skäligt skulle dock vara att analogt tillämpa regeln i 13 kap. 5 § 1 st. rättegångsbalken enligt vilken svaranden i dispositiva tvistemål äger rätt att kräva att målet prövas, även om käranden skulle återkalla talan, såvida återkallelsen skett sedan svaranden ingått i svaromål.

Reglerna innebär också, att rätt till tvångsinlösen föreligger även om koncernens "matematiska" intresse i dotterbolaget långt understiger 90 %. Så är fallet om aktierna i ett dotterbolag ägs till 51 % av moderbolaget och till 40 % av ett annat till 51 % ägt dotterbolag. Koncernens intresse i det företag vari man äger  $51\% + 40\% = 91\%$  är endast  $51\% + 40\%$  av  $51\% = 71,4\%$ . Frågan behandlades av företagsskatteberedningen, som antog att denna effekt inte hade varit avsedd.<sup>35a</sup>

Ytterligare kan ett för båda parter prekärt läge uppkomma om moderbolaget i ett dotterbolag med aktier med olika röstvärde innehar mer än nio tiondelar av aktierna men har mindre än nio tiondelar av röstvärdet.<sup>36</sup> I ett sådant fall kan varken moderbolaget eller minoriteten påfordra inlösen. Minoriteten saknar i detta fall de normala minoritetsrättigheterna men kan ändå inte få tillstånd inlösen. Inte heller moderbolaget kan påfordra inlösen mot minoritetens önskan. I sin kommentar till 14:9 anför Kedner-Roos<sup>37</sup> att inlösen inte kan komma till stånd "mot moderbolagets önskan". Detta är dock något missvisande. Att inlösen kan komma till stånd om båda parter är överens är självklart och behöver knappast påpekas. Om parterna inte är överens kan inlösen inte framtvingas av någon av dem.

Måste man då acceptera haltande rättsförhållanden av angivna slag? I fråga om det första fallet — det i vilket dotterbolagsaktierna fördelats så att moderbolaget inte ägde någon enda aktie i dotterbolaget — kan jag inte finna något skäl, varför tvångsinlösen inte skulle vara tillåten. Med den utformning lagen fått menar jag dock att tvångsinlösen skulle strida mot lagtexten. Stöd för tvångsinlösen skulle vara att det skulle stå i överensstämmelse med grunderna för lagstiftningen. Jag betvivlar dock, att detta skulle anses vara ett tillräckligt stöd.

I fråga om det andra fallet — det i vilket moderbolaget D endast till-

<sup>35a</sup> SOU 1977:86 s. 571 f. Se även SOU 1979:46 s. 63.

<sup>36</sup> Jfr Kedner-Roos II s. 342.

<sup>37</sup> Del II s. 342.



sammans med sitt utländska moderbolag M äger mer än nio tiondelar av dotterbolagsaktierna — får de av departementschefen anförda praktiska svårigheterna anses innebära, att man får acceptera ett i och för sig inte helt tillfredsställande läge.

Vad gäller det tredje haltande fallet — förändringar av koncernens aktieinnehav under pågående inlösenförfarande — lär några icke godtagbara rättslägen knappast behöva uppkomma. Med stöd av det återgivna uttalandet i lagförarbetena torde försök till missbruk av regler kunna stävjas.

Den sist nämnda besvärande situationen — dotterbolag med aktier med olika röstvärde — utgör ett tämligen onödigt problem. Den inskränkning av inlösenreglerna som det innebar, att moderbolaget skulle inneha inte bara nio tiondelar av samtliga aktier utan även nio tiondelar av röstvärdet, tillkom på yrkande från annat nordiskt håll, där man med viss tvekan accepterat ifrågavarande inlösenrätt för moderbolaget. Den praktiska betydelsen av denna modifikation uppfattades av aktiebolagsutredningen<sup>38</sup> inte vara stor. Ändringen tillstyrktes av advokatsamfundet och av näringslivet i sina remissyttranden.<sup>39</sup> Eftersom likheten mellan de nordiska aktiebolagslagarna ändock fått uppges på många punkter förefaller det lämpligt om den svenska lagen ändrades på denna punkt så att som tillräcklig förutsättning gällde att moderbolaget direkt eller indirekt ägde nio tiondelar av samtliga aktier i dotterbolaget.

Som antytts tidigare finns alltid möjligheten för en förfördelad aktieägare att söka rättelse under åberopande av ABL 15:1. Denna bestämmelse torde visserligen endast tillämpas vid förhållandevis grova missbruk av en majoritetsställning. Bevissvårigheter av allehanda slag kan även antas minska värdet av denna regel för minoritetsaktieägaren. Samtidigt som den inte bör glömmas bort i detta sammanhang, bör dess betydelse inte överbetonas.

Kort efter det ABL 1975 trätt i kraft uppkom några rättsfrågor i ett ärende rörande tvångsinlösen av aktier, som belyser några gränsdragningsproblem rörande inlösenrätt och inlösenplikt. De avgjordes genom särskild skiljedom (mellandom).<sup>40</sup>

Moderbolaget M hade under 1976 förvärvat över 90 % av stamaktierna men endast cirka 89,45 % av samtliga aktier i dotterbolaget D. Därefter

<sup>38</sup> SOU 1971:15 s. 350.

<sup>39</sup> Prop. 1975:103 s. 531.

<sup>40</sup> Denna skiljenämnd bestod av professor Håkan Nial och auktoriserade revisorerna Sigurd Löfgren och Bertil E. Olsson med rådman Göran Zetterqvist som sekreterare.

överlät M 200 000 stamaktier i D till ett helägt dotterbolag X, vilket dotterbolag sedermera förvärvade ytterligare aktier i D. Så snart ABL 1975 hade trätt i kraft yrkade M inlösen av de aktier i D som inte ägdes av M eller X. Minoritetsaktieägare yrkade att inlösen skulle ske jämlikt ABL 1944. Tvist förelåg dels om huruvida M hade påkallat inlösen före 1976 års utgång, dels beträffande vissa minoritetsaktieägare som ostridigt hade påkallat inlösen före 1976 års utgång, huruvida M:s innehav av aktier var tillräckligt för att grunda skyldighet till inlösen enligt ABL 1944. M hävdade att inlösenkyldighet inte förelåg enligt ABL 1944 och att inlösenrätt förelåg enligt ABL 1975.

Skiljemännen anförde i sin dom att ordalagen i ABL 1944 otvivelaktigt gav uttryck för lagstiftarens intentioner. Ordalagen anger klart, att moderbolaget självt skall inneha mer än nio tiondelar av aktierna i dotterbolaget. Det primära syftet med bestämmelserna var att ge moderbolaget inlösenrätt i fall då endast en ringa rest av dotterbolagets aktier befann sig på andra händer. Inlösenrätten skulle ge moderbolaget möjlighet att fullt utnyttja de organisatoriska fördelar en koncernbildning erbjuder utan att tvingas betala oskäligt pris för de utomstående aktierna.<sup>41</sup> Minoritetens rätt att å sin sida påkalla inlösen var inte någon primär angelägenhet ur lagstiftarens synpunkt. Den kom till mera som en spegelbild av moderbolagets rätt. Bakom bestämmelsernas utformning låg också ett beaktande av vissa betänkligheter mot att införa rätt till tvångsinlösen, vilket motiverade en restriktiv utformning av förutsättningarna för såväl moderbolagets som minoritetsaktieägarnas rätt att kräva tvångsinlösen. Man hade likväl ögonen fullt öppna för att minoritetens rätt i ifrågavarande avseende blev svagt skyddat och att skäl kunde anföras för att stärka den. Detta framgår bl.a. av ett yttrande av lagberedningens ordförande, justitierådet Stenbeck, i en diskussion vid Sveriges advokatsamfunds årsmöte den 7 juni 1941.<sup>42</sup> Stenbeck framhöll att man velat ge en regel som var enkel till formen och lätt att tillämpa, även om det kunde finnas anledning att överväga en regel om rätt för minoriteten att bli utlöst om moderbolaget genom en kombination av direkt och indirekt innehav ägde mer än 9/10 av aktierna i dotterbolaget. De antydda farhågorna för att en dylik regel inte alltid skulle bli så enkel att tillämpa som man ansåg önskvärt, berodde främst på att dotterbolagsbegreppet inte var klart preciserat. Definitionen av dotterbolag i 221 § 1 mom. första stycket ABL 1944 innehöll i tredje punkten det rekvisitet, att dotterbolagsförhållande förelåg om genom

<sup>41</sup> Se SOU 1941:8 s. 611.

<sup>42</sup> TSA 1941 s. 218.

”aktieinnehav, avtal eller annan orsak” ett aktiebolag hade ”bestämmande inflytande” över ett annat, varmed jämväl var förbundet ”ett väsentligt intresse i det senares ställning och resultatet av dess verksamhet”. Därtill kom, enligt uttalanden i motiven, att som dotterbolag kunde ifrågakomma även utländska bolag ”som till sin art väsentligen överensstämmer med det svenska aktiebolaget”. De inom citationstecken satta uttrycken innebär så obestämda rekvisit att deras förhandenvaro i särskilda fall kan bli mycket diskutabel. Det är tydligt att om minoritetsaktieägare skulle kunna kräva inlösen när moderbolaget tillsammans med dotterbolag har det erforderliga antalet aktier, så skulle det kunna uppkomma svårbedömda frågor om vilka bolag som i detta avseende skulle räknas som dotterbolag.

I skiljedomen anfördes det vidare, att det framhölls som en nyhet i förarbetena till ABL 1975 att dotterbolagets aktieinnehav tillmättes betydelse.<sup>43</sup> Det var därför missvisande att beteckna den nya lagens ändrade regel som ett ”förtydligande”, vilket hade förekommit i litteraturen.<sup>44</sup>

Minoritetsaktieägarna hade hävdatt att X var bulvan för M och att M skulle anses vara rätt ägare till samtliga aktier i D som ägdes av M och X. Skiljemännen övervägde om man i föreliggande fall skulle göra ansvarighetsgenombrott, ”lift the corporate veil”.<sup>45</sup> Men detta kunde endast komma i fråga beträffande undantagsfall, där dotterbolaget använts till skada för utomstående på ett sätt som framstår som illojalt missbruk. Som sådant illojalt missbruk ansåg inte skiljemännen man kunde bedöma M:s förfarande att genom att låta X förvärva aktier i D undvika att M blev ägare till mer än nio tiondelar av samtliga aktier i D och därigenom förpliktat att genomföra inlösen av återstående aktier enligt det mera tidsödande förfarandet i ABL 1944 än enligt ABL 1975.

Skiljemännen fann således att M icke hade skyldighet att inlösa aktierna i D enligt ABL 1944 men väl hade rätt därtill enligt ABL 1975.

### 2.5.3.2 Huvudregel för värderingen.

För det i 14:9 angivna fallet uttalar departementschefen:<sup>46</sup>

”Den tvistefråga som hänskjuts till skiljemännen gäller i regel lösenbeloppets storlek. Enligt gällande lag skall vid tvist om lösens belopp

<sup>43</sup> SOU 1971:15 s. 350, prop. 1975:103 s. 531.

<sup>44</sup> Dahlgren & Moberg s. 24.

<sup>45</sup> Jfr Nial, Svensk associationsrätt 2 uppl. s. 199 ff med vidare hänvisningar.

<sup>46</sup> Prop. 1975:103 s. 533.

detta bestämmas så att det motsvarar aktiens verkliga värde. Att skiljemännen skall söka fastställa ett verkligt ekonomiskt värde och inte något rent formellt, som t.ex. aktiens nominella belopp är självklart. Eftersom bestämmelsen även är intetsägande därför att den i övrigt knappast ger någon ledning för lösenbeloppets bestämmande, har den inte tagits upp i utredningsförslaget eller departementsförslaget. Principerna för lösenbeloppets bestämmande bör lämpligen överlämnas till doktrin och rättspraxis. Jag vill dock framhålla att aktiernas värdering skall ske utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier (se NJA 1957 s. 1).”

Lösenbeloppet skall således bestämmas på i princip samma sätt enligt 1975 års aktiebolagslag som enligt 1944 års lag utom i ett specialfall.<sup>47</sup>

### 2.5.3.3 Förhandstillträde

Efter önskemål från näringslivet<sup>48</sup> tillkom i ABL 1975 genom 14:13 en möjlighet för moderbolaget att bli ägare till aktier i ett dotterbolag redan innan lösenbelopp blivit fastställt. Förutsättning är att frågan om lösenrätt är ostridig och moderbolaget ställt av skiljemännen godkänd säkerhet för blivande lösenbelopp.

### 2.5.3.4 Värderingstidpunkt

En fråga som ägnas visst intresse i förarbetena till ABL 1975 är till vilken tidpunkt värderingen skall hänföras.

I de skiljedomar enligt ABL 1944 som jag undersökt behövde skiljemännen i allmänhet inte taga ställning till frågan. Gimo-fallet är inte, som ibland felaktigt framhålles, vägledande, eftersom frågan inte var tvistig.<sup>49</sup>

De tidpunkter som skiljemän stannat för, när frågan varit tvistig, har varit när inlösen påkallades, när skiljedom avkunnades och när äganderätten till aktierna övergick till moderbolaget.<sup>50</sup>

Den ståndpunkt som jag argumenterade för i SvJT 1971 s. 112 och som innebar att tidpunkten för äganderättens övergång skulle vara avgörande, tillbakavisades med ingående argumentering av skiljemännen i Facit-målet<sup>51</sup> såsom ”en formalistisk argumentering utan egentlig slagkraft”. Icke desto mindre är det en ståndpunkt som vunnit anslutning av de flesta skiljenämnder som explicit uttalat sig i frågan.<sup>52</sup>

<sup>47</sup> Se nedan kap. 6 s. 171 ff.

<sup>48</sup> Se nedan s.174.

<sup>49</sup> Se s. 132 ff, särskilt s. 141.

<sup>50</sup> Se s. 160 f.

<sup>51</sup> Se s. 340.

<sup>52</sup> Se s. 160.

Varken i ABL 1944 eller i ABL 1975 upptogs någon uttrycklig regel om värderingstidpunkten.

Departementschefen uttalar att det synes principiellt mest riktigt att löseskillingen fastställs med hänsyn till aktiens värde vid tiden för moderbolagets begäran om tvistens prövning av skiljemän.<sup>53</sup> En inte ovanlig uppfattning är att värdering skall hänföras till den tidpunkt då äganderätten till aktierna övergår från minoritetsaktieägare till moderbolaget.<sup>54</sup> I tidigare lag reglerades inte frågan om när äganderätten övergick till moderbolaget, varför man torde ha utgått från att så skedde först sedan dom i målet vunnit laga kraft.

Denna tidpunkt kunde infalla flera år efter förfarandets inledning.<sup>55</sup> Med hänsyn till att skiljedom kunde klandras även på materiella grunder kunde tidsutdräkten bli mycket lång.<sup>56</sup>

ABL 1975 innehåller en uttrycklig regel om när moderbolaget blir ägare till aktierna. Detta sker när moderbolaget ställt säkerhet enligt 14:11 eller gjort nedsättning i allmänt förvar enligt 14:12. Säkerhet enligt det förstnämnda lagrummet kan ställas så snart det blivit ostridigt att moderbolaget har lösningsrätt eller detta förklarats i skiljedom, eventuellt genom mellandom.<sup>57</sup> I allmänhet är frågan om lösningsrätt inte föremål för tvist<sup>58</sup>, varför tidpunkten för äganderättens övergång kan nära samman-

<sup>53</sup> Prop. 1975:103 s. 533—4.

<sup>54</sup> Flodhammar i SvJT 1971 s. 111—2.

<sup>55</sup> I de 23 fall som ingår i Dahlgren & Mobergs undersökning uppgick tidsåtgången från begäran om tvångsinlösen till meddelande av skiljedom till mindre än 1 år i blott 4 fall, till 1—2 år i 13 fall, till 2—3 år i 5 fall och till mer än 3 år i 1 fall. Dahlgren & Moberg tabell 6, s. 44.

<sup>56</sup> Sedan 1948 synes skiljedomar ha klandrats i Gimo-målet samt i 4 övriga fall. Av dessa förliktes 1 efter några månader. Ytterligare 2 skiljedomar klandras under våren 1980.

<sup>57</sup> Mellandom kan endast meddelas av skiljemän med båda parternas samtycke, 19 § skiljemannalagen, prop. 1975:103 s. 538.

Bökmark & Svensson (s. 114) påstår att lagen öppnar möjlighet att meddela mellandom. Tyvärr anger inte dessa författare hur de kunnat komma till en sådan uppfattning. Departementschefen framhöll att skiljemännen alltid kan meddela mellandom om parterna samtycker. ”Däremot kan skiljemän inte ge mellandom utan båda parternas samtycke (jfr 19 § skiljemannalagen).” (prop. s. 538). Aktiebolagsutredningen hade en annan uppfattning. Som skäl för uppfattningen att mellandom inte kunde ges utan båda parternas samtycke (jfr Hassler s. 108) hade åberopats, att skiljedom inte kunde klandras på materiell grund. Detta skäl förelåg inte, när det gällde skiljeförfarande enligt utredningens förslag. Aktiebolagsutredningen ansåg därför, att mellandom kunde ges av skiljemännen enligt reglerna i 17:5 RB (SOU 1971:15 s. 370). Jfr Rodhe i TSA 1977 s. 252.

<sup>58</sup> Se nedan s. 132.

falla med tidpunkten för påkallande av skiljeförfarande.

Departementschefens uttalande gäller endast för det fall att moderbolaget begärt tvistens prövning av skiljemän. Någon anledning att tillämpa en annan värderingstidpunkt när en minoritetsägare inlett skiljeförfarandet kan knappast anföras utan samma regel bör tillämpas i samtliga fall.

Departementschefen framhåller vidare att omständigheter som inträffat efter värderingstidpunkten inte skall beaktas men att aktiernas värde vid värderingstidpunkten skall bestämmas i ljuset av senare framkomna omständigheter. "Om t.ex. under inlösningsförfarandet upptäcks att på dotterbolagets mark finns värdefulla naturtillgångar, måste det givetvis beaktas vid värderingen."<sup>59</sup> Detta innebär att värderingen skall utföras *ex post*. Detta får till följd att valet av värderingstidpunkt i allmänhet inte får särskilt stor praktisk betydelse om skiljemännen har att fastställa värdet med hänsyn tagen till all information om dotterbolaget som finns tillgänglig då dom avkunnas. Ett företags värde förändras vanligen långsamt och utan språng om värdet bestäms utifrån förväntningar om framtida avkastning. Språngvisa förändringar kan inträffa i samband med t.ex. stora fusioner. Men om ett sådant språng i dotterbolagets värde föranletts av just den företagssammanslagning som tvisten hänger samman med, kommer sammanslagningens effekter att påverka värderingen vare sig värderingstidpunkten är den tid då skiljeförfarande påkallas eller den tid då äganderätten till aktierna övergår.

Rodhe har<sup>60</sup> deklarerat sin uppfattning om värderingstidpunkt vilken bör ses tillsammans med frågan om och i så fall hur processränta skall utgå. Rodhes uppfattning, som också tillämpats i en räd skiljedomar, är att värderingen skall hänföras till förhållandena när inlösen påkallas men att till det belopp som sålunda framkommer skall läggas ersättning för beräknad avkastning under tiden fram till den dag då förfarandet avslutas. Detta beräkningssätt menar Rodhe kan tillämpas både enligt ABL 1944 och ABL 1975.

<sup>59</sup> Prop. 1975:103 s. 534.

<sup>60</sup> TSA 1977 s. 254.

Observera att ränta enligt ABL 14:11, 2 st. skall utgå först från det säkerhet ställts och inte från den tidpunkt då inlösen påkallas trots att värderingen enligt motiven bör hänföras till tiden för påkallande av inlösen. När säkerhet skall ställas kan moderbolaget bestämma. Om moderbolaget inte har något särskilt intresse av att snabbt bli ägare till samtliga aktier, saknas anledning att ställa säkerhet. Detta får till följd att minoritetsaktieägarna inte har någon absolut rätt till avkastning på det kapital som de har bundet i dotterbolaget under den tid inlösenförfarandet pågår. Motiven anger inte varför minoritetsaktieägarens rätt till ränta begränsats på detta sätt. Jfr OLG Stuttgart beslut 12.11 1962 s. 76 f.

Förfaringssättet är praktiskt och jag kan helt ansluta mig till det. Detta är desto lättare eftersom frågan enligt min uppfattning är svårare teoretiskt än praktiskt: om det är riktigt att ett företags värde utvecklas successivt utan kraftiga språng i flertalet fall blir skillnaden inte så stor om en värdering hänförs till den ena eller den andra dagen inom en inte alltför lång tidrymd, detta desto mer om kompensation utgår för tidsutdräkten.

Ett förtydligande kan dock vara på sin plats. Rodhe anger, att ifrågasvarande tillägg skall beräknas för tiden intill dess förfarandet avslutas. Detta skulle kunna vara både den dag då skiljemännen avgör ärendet och den dag då moderbolaget fullgör sin skyldighet att utge lösenbelopp. Jag anser, att tillägget bör avse tiden intill dess lösenbeloppet blir tillgängligt för lyftning för minoritetsaktieägarna eller den tidigare dag då ränta börjar att utgå enligt ABL 14:11 2 st.

#### 2.5.4 Fusionsbeslut

Enligt ABL 1944<sup>61</sup> ägde aktieägare, som röstat mot fusion, rätt att påkalla inlösen av sina aktier på samma sätt som i tvångsinlösenfallet, såvida han gjort förbehåll därom. Någon motsvarande regel upptogs inte i ABL 1975. Aktiebolagsutredningen föreslog, att aktieägareminoritet som motsatt sig fusion, skulle ha rätt att få sina aktier inlösta av det övertagande bolaget. Departementschefen kom emellertid till den slutsatsen, att minoriteten inte borde tillerkännas en dylik inlösningsrätt. Som skäl härför anfördes:

”Det kan emellertid enligt min mening med fog ifrågasättas, om inte aktieägareminoriteten i likhet med bolagets avtalsparter bör vara skyldiga att finna sig i den förändring som fusionen innebär. Visserligen kan genom fusionen minoritetsandelen i aktiekapitalet sjunka så att minoriteten inte längre har de minoritetsrättigheter som den kunde utöva i det överlåtande bolaget. Sådana effekter kan dock uppkomma också i samband med höjning av aktiekapitalet. Vidare bör framhållas att den föreslagna rätten att kräva inlösen kan medföra en besvärande belastning på det övertagande bolagets likviditet. Det kan vidare leda till att de förhandlingar som måste föregå fusionen kompliceras, eftersom man då inte kan säkert veta om anspråk på inlösen kommer att resas.”<sup>62</sup>

Departementschefen pekar också på att minoritetsaktieägare i vissa fall har rätt att påkalla tvångsinlösen av sina aktier. Departementschefen erinrar slutligen om att varken utredningsförslaget eller departements-

<sup>61</sup> 175 § 2 mom 2 st.

<sup>62</sup> Prop. 1975:103 s. 520—1.

förslaget upptagit någon motsvarighet till 1944 års lags regler om inlösen av aktier vid vissa typer av ändringar i bolagsordningen.

Jämförelsen mellan aktieägareminoriteten och bolagets avtalsparter förefaller inte helt rättvisande, eftersom regler till skydd för bolagets borgenärer intagits i 6 kap. 6 § tredje-femte styckena.<sup>63</sup> Enligt dessa regler äger den borgenär som bestrider ansökan om tillstånd att verkställa fusionsavtal antingen erhålla full betalning eller betryggande säkerhet för sin fordran. Undantag göres endast för det fall att borgenären tillika är gäldenär i samma rättsförhållande<sup>64</sup>, tydligen oavsett om borgenärsintresset är större än gäldenärsförpliktelsen.

Den omständigheten att en minoritet till följd av en nyemission kan få se sin andel i aktiekapitalet sjunka så att den förlorar minoritetsrättigheterna, synes vara ett dåligt argument för att minoriteten även i samband med en fusion skall erhålla ett sämre skydd.

Om en inlösenrätt för minoriteten skulle innebära en besvärande belastning på det övertagande bolagets likviditet, har man anledning att ifrågasätta det lämpliga i fusionen. Detta bör endast kunna inträffa om fusionsvillkoren är sådana, att en mycket stor minoritet skulle motsätta sig fusionen och utnyttja en eventuell inlösningsrätt. Och om detta är fallet är det inte helt lätt att förstå, varför lagstiftaren skall underlätta för en knapp majoritet att genomdriva en sådan av många som oförmånlig bedömd fusion.

Det av departementschefen sist anförda skälet för att slopa denna minoritetsrätt, nämligen att dess förhandenvaro skulle komplicera de förhandlingar som måste föregå en fusion, är inte heller lätt att förstå.<sup>65</sup> Vad som är problem vid fusionsförhandlingar är sådant som hur personalfrågor skall kunna lösas efter en sammanslagning, hur tekniska resurser skall kunna samordnas, hur kunder och leverantörer kan tänkas reagera och mycket annat av organisatorisk och kommersiell karaktär. Däremot lär det vara fullständigt likgiltigt för fusionsförhandlingarna om förhandlingarna vet huruvida anspråk på inlösen kommer att resas av några aktieägare. Strävan vid förhandlingarna måste vara att finna väl avvägda värderelationer mellan de båda berörda företagen. Varje förhandlare är säkerligen medveten om att några aktieägare kommer att anse sig missgynnade.

Fusionsavtalet skall godkännas av bolagsstämman i det eller de överlättande bolagen. För giltigt beslut krävs blott enkel majoritet såvida inte

<sup>63</sup> Genom hänvisning i 14:4 2 st.

<sup>64</sup> 6:6 5 st.

<sup>65</sup> Jag har ännu inte lyckats.



bolagsordningen uppställer strängare krav. Aktiebolagsutredningen hade föreslagit kvalificerad majoritet, vilket förslag inte biträdades av departementschefen. Denne åberopade att beslut om bland annat fusion knappast kunde anses så mycket viktigare än beslut om avvikelser från aktieägares företrädesrätt att delta i nyemission att anledning fanns att skilja mellan dessa båda kategorier av beslut. Beträffande avvikelser från aktieägares företrädesrätt kan beslut efter ändring i aktiebolagslagen 1973 fattas med enkel majoritet.<sup>66</sup>

Departementschefen erinrade också om vad han framhållit under förarbetena till 1973 års ändringar i aktiebolagslagen<sup>67</sup>, nämligen att regler om kvalificerad majoritet inte är särskilt lämpliga som minoritetsskyddsregler eftersom de endast skyddar minoriteter av viss storlek. Minoritetsskydd erhålls nu i stället genom aktiebolagslagens generalklausuler.<sup>68</sup>

Sannolikt har denna fråga dock mycket begränsad praktisk räckvidd, eftersom formella fusioner är sällsynta<sup>69</sup>.

## 2.5.5 Årsredovisningens värderingsregler

Slutligen må omnämnas de värderingsregler som fanns i aktiebolagsutredningens förslag 99 och 100 §§ men som överfördes till 14 och 15 §§ bokföringslagen gällande värdering av omsättnings- och anläggningstillgångar i bolagets årsredovisning.

I fråga om omsättningstillgångar används lokutionen tillgångs ”verkliga värde”, vilket definieras såsom ”försäljningsvärdet efter avdrag för beräknad försäljningskostnad”. Möjlighet lämnas öppen att i vissa fall bestämma ”verkliga värdet” till återanskaffningsvärdet eller annat värde som är förenligt med god redovisningssed. Såsom högsta bokförda värde för omsättningstillgång föreskriver bokföringslagen 14 § det lägsta av tillgångens anskaffningsvärde och verkliga värde.

Bokföringslagens värderingsregler anger till vilka värden tillgångar högst får upptagas i balansräkning. De ger alltså endast ett gränsvärde och inte någon ledning vid bedömning av var inom denna gräns värdet bör ligga.

<sup>66</sup> Prop. 1975:103 s. 247—8.

<sup>67</sup> Prop. 1973:93 s. 69.

<sup>68</sup> 8:13 och 9:16 jämfört med 14:1—3.

<sup>69</sup> Jfr Rodhe i *Ekonomisk Revy* 1973 s. 534.

1974 års bolagskommitté anför (SOU 1979:46 s. 39) att andra fusioner än mellan moderbolag och helägda dotterbolag praktiskt taget aldrig förekommer.

För fastställande av värde på aktier i samband med inlösning enligt någon av aktiebolagslagens bestämmelser ger bokföringslagens regler inte någon vägledning.

## **2.6 Sammanfattning**

ABL 1975 innehåller regler som kan medföra värdering av aktier i samband med hembud, vid maktmissbruk och vid samgående mellan företag. Lagen anger inte hur värderingen skall ske men för samgåendefallet uttalar i förarbetena att lösenbelopp liksom enligt ABL 1944 skall motsvara aktiens verkliga värde. Motsvarande bör enligt min mening kunna tillämpas vid övriga värderingsfall.

För ett specialfall av tvångsinlösen innehåller lagen en särregel för värderingen. Denna särregel tar jag upp till särskild behandling i kapitel 6.

# 3 Värderingsregler i utländsk aktiebolagslagstiftning

## 3.1 Nordisk aktiebolagslagstiftning

Under 1970-talet har alla de nordiska länderna fått nya aktiebolagslagar. Därvid har regler om inlösen av aktier och värdering i samband därmed införts i alla länderna. Vissa skillnader i detalj föreligger dock.

Rättspraxis är mycket mager såvitt gäller aktievärdering. Endast från Danmark och Norge har jag kunnat hämta några få rättsfall som belyser värderingsfrågor. Dessa rättsfall bygger med undantag för ett danskt rättsfall på tidigare gällande rätt.

### 3.1.1 Dansk rätt

Den 13 juni 1973 antogs i Danmark lov om aktieselskaber<sup>1</sup> och lov om anpartsselskaber.<sup>2</sup> Inlösen och eventuellt därmed följande värdering av aktier förekommer i tre fall, nämligen beträffande

- a) aktier, vars ägare röstat mot fusion<sup>3</sup>
- b) minoritetsaktier i det fall ett moderbolag äger mer än nio tiondelar av aktierna i ett dotterbolag och motsvarande del av rösterna<sup>4</sup>
- c) aktier, vars ägare motsatt sig vissa ändringar i bolagsordningen.<sup>5</sup>

Rätt att påfordra inlösen tillkommer ägare till aktier som avses bli inlösta samt, i fråga om det under b) angivna fallet, även moderbolaget som önskar inlösa minoritetsaktier.

Träffas inte överenskommelse om lösenbeloppet fastställes detta av "skønsmænd",<sup>6</sup> utsedda av rätten. Avgörandet kan överklagas vid domstol.

Om en hembudsklausul i en bolagsordning inte ger grundval för be-

<sup>1</sup> DAL.

<sup>2</sup> DApsl.

<sup>3</sup> DAL 136 §, DApsl 105 §.

<sup>4</sup> DAL 139 § 2—3 st, DApsl 108 § 2—3 st.

<sup>5</sup> DAL 172 § 4 st.

räkning av köpeskilling för hembjudna aktier, fastställes köpeskillingen av "skønsmænd",<sup>6</sup> utsedda av rätten. Även ett sådant avgörande kan överklagas vid domstol.<sup>7</sup>

I det i c) avsedda fallet har aktieägaren rätt att kräva att bolaget och alltså inte andra aktieägare inlöser aktierna. Trots förbudet för ett aktiebolag att äga egna aktier äger bolaget rätt att förvärva aktier för att uppfylla denna bestämmelse.<sup>8</sup>

Enligt förarbetena skall aktiernas värde bestämmas efter bolagets värde som "going concern" baserat på bolagets räkenskaper för senare år och med hänsynstagande till bolagets framtidsutsikter. Däremot skall värdet inte bestämmas efter aktiernas "skattekurs" eller efter vad en likvidation kan tänkas ge. Vid bestämmande av lösenbeloppet skall hänsyn tagas till å ena sidan värdet av bolagets goodwill och eventuella dolda reserver och å andra sidan till dess skatteskulder och eventuella pensionsförpliktelser.<sup>9 10</sup>

I 1930 års danska aktiebolagslag fanns en bestämmelse som medförde rätt för en överröstad aktieägare att i vissa fall kräva inlösen av sina aktier såvida bolagsordning ändrats på visst sätt. Om värderingen sägs därvid:

"Ved fastsættelsen af værdien påhviler det voldgiftsretten efter bedste evne at udfinde aktiernes fulde værdi, således som denne måtte være under hensyntagen såvel til selskabets status som den af selskabet indarbejdede forretning og øvrige forhold."<sup>11</sup>

I det danska rättsfallet *UfR 1941:720* tog Højesteret ställning till ett problem om *latenta skatteskulder*. Leopold och Davidsen ägde vardera

<sup>6</sup> "Skønsmænd" är sakkunniga som har till uppgift att yttra sig om faktiska förhållanden och sin värdering av dessa men inte göra rättsliga bedömningar. Skønsmænd skall ej förväxlas med "voldgiftsmænd", som i likhet med skiljemän enligt svensk rätt, har att ta ställning till rättsliga problem.

<sup>7</sup> DAL 19 § 4 st. DAppl 14 § 2 st.

<sup>8</sup> DAL 48 § 3 st. 3.

<sup>9</sup> Betänkning 1964 nr 362 s. 162 vartill även hänvisas i Betänkning 1969 nr 540 s. 72 och s. 170.

<sup>10</sup> Kjølbye UfR 1973 B s. 246—7 understryker att motiven inte är uttömmande utan bara drar fram några förhållanden som skall beaktas vid värderingen. Motiven anger inte heller de angivna förhållandenas inbördes vikt. Den slutsats som Kjølbye får förmodas draga härav, men som han inte uttryckligen drar, bör vara att praxis inte bindes i någon högre grad av dessa motivuttalanden utan kan beakta alla ekonomiskt relevanta omständigheter.

<sup>11</sup> 57 § 4 st. 7 p. 1962 infördes en § 57a som tillade ytterligare ett inlösenfall, som dock är av samma typ som det tidigare reglerade. Enligt sistnämnda bestämmelse skulle dock lösenbeloppet bestämmas av "skønsmænd", vars avgörande i motsats till voldgiftsrettens kunde klandras vid domstol.

hälften av aktierna i ett bolag. Davidsen var anställd som direktör. Enligt anställningsavtalet skulle Leopold förvärva Davidsens aktier om David- sen blev uppsagd. Köpet skulle ske ”til Aktiernes indre værdi, saaledes som denne af Revisor R opgjordes pr. Fratrædelsesdagen”. Leopold häv- dade att aktierna skulle värderas per ultimo juli 1939, vilken tidpunkt låg nära dagen för uppsägningen. Davidsen hävdade att värderingen skulle ske per den 31 december 1939, per vilken dag Davidsen var uppsagd. Leopold ville avräkna beräknad skatt avseende kalenderåret 1939 som skulle taxe- ras beskattningsåret 1 april 1940—31 mars 1941. Davidsen motsatte sig avräkning för denna beräknade skatt. — Landsretten tolkade parternas avtal så att värdering skulle ske per den 31 december 1939. Med hänsyn till att bolaget skulle drivas vidare saknades anledning att göra avdrag för ännu icke debiterade skatter. Højesteret fastställde landsrettens dom och tillfogade beträffande skatterna, att det icke hade upplysts att avsättning hade gjorts i tidigare bokslut till täckande av skatter rörande följande skatteår.<sup>12</sup>

I *UfR 1966:235* uppkom fråga om värderingsprincip för huvuddelen av aktierna i ett familjebolag. Bolagets aktiekapital uppgick till 400 000 kronor, varav ett dödsbo innehade 340 000, bolaget självt innehade 40 000 och olika dödsbodelägare 20 000. Tvisten gällde om aktierna skulle vär- deras ”som enkelte stykker (minoritetsposter)” eller på ”grundlag af en vurdering som samlet aktiepost”. Østre Landret och Højesteret fann, att aktierna skulle värderas som ”enkelte stykker”.<sup>13 14</sup>

I *UfR 1977:61*<sup>15</sup> tillämpades bestämmelserna om inlösenrätt för aktie- ägare som röstat mot fusion i 1973 års aktieselskabslov. Aktierna i det bolag, vars aktier skulle inlösas, noterades på börsen i oktober 1973 till 374. Kursen sjönk och var första kvartalet 1974 cirka 300. Aktierna i det andra bolaget var i oktober 1973 noterade till 645 men kursen sjönk till 600 och 590 första kvartalet 1974. Enligt fusionsavtalet byttes 2 aktier i det ena bolaget mot 1 aktie i det andra. De aktieägare som krävde inlö- ning erbjöds 295 kronor, motsvarande kursvärdet vid tiden för fusions- avtalet i mars 1974. Skønsmænd uppskattade likvidationsvärdet på grund- val av bolagets offentliga redovisningar till 385. Skønsmännen ansåg att börskurserna för båda de berörda bolagen saknade betydelse för faststäl- lande av lösenbeloppet. Højesterets majoritet (5 domare) förklarade att inlösen skulle ske till börskursen medan en minoritet (2 domare) ville till- lämpa likvidationsvärdet.

<sup>12</sup> Jfr NRt 1929 s. 454, s. 52 nedan.

<sup>13</sup> Borum (*UfR 1966 B 102 not 12*) antar, att denna dom är rent ”skifteretligt begrundet”.

<sup>14</sup> Andra danska rättsfall med någon anknytning till värderingsproblem är *UfR 1921:250*, *UfR 1941:501*, *UfR 1955:932* (om detta rättsfall se Roos s. 399, Gomard s. 345 not 36). I de två skatterättsliga avgöranden *UfR 1925:357* och *UfR 1925:552* bedöms innebörden av begreppet gäld.

<sup>15</sup> Nordisk Domssamling 1977 s. 440.

### 3.1.2 Finsk rätt

Den 29 september 1978 antogs ny aktiebolagslag i Finland, vilken trädde i kraft den 1 januari 1980. Den ersätter 1895 års aktiebolagslag. Regler har givits om inlösen av aktier i samband med hembud<sup>16</sup>, maktmissbruk<sup>17</sup>, vid fusion<sup>18</sup>, och vid samgående.<sup>19</sup>

För hembudsfallet anges endast att domstol kan pröva tvist om lösningsrätt och fastställande av lösenbelopp.

För fall av maktmissbruk kan domstol, i stället för att förordna om att bolaget skall träda i likvidation, förplikta bolaget att inlösa aktierna, varvid lösenbeloppet skall fastställas efter vad med hänsyn till bolagets ställning och omständigheterna i övrigt är skäligt.

Aktieägare som har röstat mot fusion har rätt att få sina aktier inlösta till "gängse pris". Om moderbolag ensamt eller tillsammans med dotterbolag (obs. inte dotterföretag som i svenska lagen) äger nio tiondelar av aktierna och mer än nio tiondelar av röstetalet har såväl moderbolaget som minoritetsaktieägare rätt till inlösen av dotterbolagsaktierna "till gängse pris".

Vid fastställande av gängse pris skall alla på saken verkande omständigheter beaktas. Förutom nettoförmögenheten (matematiska värdet) skall även betraktas bolagets framtidsutsikter och aktiernas beräknade framtida avkastning.<sup>20</sup>

Lösenbeloppet skall vid tvist i fusions- och samgåendefallen bestämmas av skiljemän som utses av Centralhandelskammaren. Att skiljemännen inte skall utses av parterna uppges tjäna som garanti för deras objektivitet och sakkunskap. Den finska lagförslaget har dock inte velat "helt beröva parten den trygghet" som en prövning av de svåra värderingsfrågorna av en domstol antas utgöra. Därför föreskrives att löseskillningens belopp vid tvist skall prövas av skiljemän vilkas avgörande kan överklagas hos domstol.<sup>21</sup> I motiven påpekas, att det har ansetts behövt uttryckligt stadga att skiljemännen bör ha erforderlig sakkunskap för uppdraget. Härmed avses i första hand insikt i värdering av företag och aktier.<sup>22</sup> Kommittén har ingående dryftat huruvida det skulle vara ändamålsenligt att i lagen

<sup>16</sup> 3 kap. 3 §.

<sup>17</sup> 13 kap. 3 §.

<sup>18</sup> 14 kap. 3 §.

<sup>19</sup> 14 kap. 8 §.

<sup>20</sup> Prop. 8518/76 s. 103.

<sup>21</sup> Kommittébetänkande 1969:A 20 s. 182.

<sup>22</sup> a.a. s. 183.

närmare bestämma enligt vilka principer aktievärdering i de i paragrafen avsedda fallen skall ske. Resultatet av diskussionen kom att bli negativt, emedan godtagbara abstrakta regler rörande aktievärdering inte kunde fastslås i en kortfattad form och eftersom även omständigheterna i det enskilda fallet borde vinna beaktande. Genom att värdering skall ske av sakkunniga, utsedda av samma organ, kan en enhetlig praxis med tiden uppkomma och denna praxis kan måhända senare lagfästas.

Vad som sägs i det aktuella lagrummet ger blott uttryck för att allmänna värderingsprinciper och omständigheterna i det enskilda fallet skall beaktas.<sup>23</sup>

### 3.1.3 Isländsk rätt

Den 12 maj 1978 antogs ny aktiebolagslag på Island att gälla från den 1 januari 1980.

Lagen överensstämmer i huvudsak med den danska lagen.<sup>24</sup>

### 3.1.4 Norsk rätt

Den 4 juni 1976 antog stortinget ny lov om aksjeselskaper att träda i kraft den 1 januari 1977. Inlösningsregler finns avseende hembud<sup>25</sup> <sup>26</sup>, nedsättning av aktiekapitalet,<sup>27</sup> maktmissbruk<sup>28</sup> samt vid samgående.<sup>29</sup> Däremot antogs inte ett förslag om att tillerkänna aktieägare som motsatt sig fusion någon inlösningsrätt.

Flera remissinstanser, bl.a. Norges Industriforbund, efterlyste bestämmelser om värderingsprinciper. I propositionen<sup>30</sup> uttalar sig departementet också härom i anslutning till ovannämnda lagrum. Såvitt gäller hembudsfallet sägs<sup>31</sup> det vara naturligt att värderingen grundas på antagande om företagets fortsatta drift. I många fall saknar aktien marknadsvärde och eventuellt faktiskt erlagda köpeskillingar kan ha påverkats av speciella

<sup>23</sup> a.a. s. 183.

<sup>24</sup> Jfr SvJT 1979 s. 69—70.

<sup>25</sup> § 3—3 4 st.

<sup>26</sup> Lösningrätten enligt § 3—3, 4 st. gäller ej vid exekutiv försäljning, jfr tvangsloven § 197. Skåre s. 50.

<sup>27</sup> §§ 6—1, 4 st. och 6—4.

<sup>28</sup> § 13—3.

<sup>29</sup> §14—9.

<sup>30</sup> Ot.prp.nr. 19 1974—75.

<sup>31</sup> Prop. s. 42

omständigheter. Mot denna bakgrund anses det vanskligt att uppställa någon lagregel om värderingsprinciperna. Departementet påpekar att frågan kan regleras i bolagsordningen.<sup>32</sup>

Såvitt gäller rätten till inlösen eller rätten att kräva likvidation av bolaget vid fall av maktmissbruk framhåller departementet, att den föreslagna bestämmelsen måhända inte täcker alla fall som borde omfattas av den. Man avser t.ex. det fall att det mellan två huvudaktieägare uppstått personliga motsättningar som omöjliggör fortsatt samarbete. Departementet stannade emellertid för att inte utvidga tillämpningsområdet för bestämmelsen. Spörsmålet får i stället lösas efter allmänna rättsgrundsatsar.<sup>33</sup> Både den kränkte aktieägaren och bolaget kan yrka att aktierna inlöses som alternativ till likvidation av bolaget. Aktieägarnas yrkande om inlösen skall riktas mot bolaget och inte mot t.ex. den aktieägare som missbrukat sitt inflytande.<sup>34</sup> I praxis får man räkna med att en aktieägare med ett litet aktieinnehav inte har några stora utsikter till framgång med ett krav om likvidation av bolaget. Inlösen är det naturliga i ett dylikt fall. Uteslutet är det dock inte med likvidation även på yrkande av en ägare till en mycket obetydlig aktiepost, t.ex. om bolaget inte längre driver någon rörelse av betydelse.<sup>35</sup>

Om bolaget enligt § 13-3, 2 st. förpliktats att inlösa egna aktier, är bolaget skyldigt att snarast och senast inom två år avyttra aktierna, såvida bolaget inte nedsätter aktiekapitalet.<sup>36</sup> Nedsättning av aktiekapitalet är endast möjlig, om bolaget efter nedsättningen har full täckning för aktiekapitalet, dvs. bolagets tillgångar enligt balansräkningen skall åtminstone motsvara summan av det nedsatta aktiekapitalet, reservfonden och eventuell uppskrivningsfond.<sup>37</sup>

Enligt § 14-9 skall lösenbeloppet i brist på frivillig överenskommelse bestämmas "ved skjøn på morselskapets kostnad". De kostnader som moderbolaget skall bära enligt denna bestämmelse gäller kostnaderna för själva "skjønnen", inklusive ersättningen till "skjønnsmenn". I vad mån ersättning även skall utgå exempelvis för advokatkostnader bestäms enligt reglerna i tvistemålsloven.<sup>38</sup>

<sup>32</sup> Bestämmelse i bolagsordningen om lösenbelopp eller grunder för dess fastställande kan jämkas både uppåt och nedåt, Skåre s. 52.

<sup>33</sup> Prop. s. 195.

<sup>34</sup> Skåre s. 263.

<sup>35</sup> Prop. s. 195.

<sup>36</sup> § 7—1, 2 st.

<sup>37</sup> Skåre s. 99, som hänvisar till § 6—1, jfr Skåre s. 92.

<sup>38</sup> Skjønnnsloven § 2, jfr Marthinussen s. 71 om en liknande regel i 1957 års aksjelov.



Departementet medger att lagförslaget är obestämt när det gäller hur lösenbelopp skall bestämmas. Förutom att hänvisa till vad Marthinussen anfört i sitt lagförslag<sup>39</sup> understryker departementet att det inte skulle vara rimligt att lägga vikt endast vid likvidationsvärdet. ”Selskapets muligheter bør ha betydning.”<sup>40</sup>

När departementet tar avstånd från förslaget om rätt till inlösningsrätt för aktieägare som röstat mot fusionsbeslut hänvisar man också till att aktieägarna inte har någon dylik rätt enligt tysk rätt och inte heller enligt EG:s utkast till direktiv om fusioner.<sup>41</sup>

Beträffande värdering i samband med tvångsinlösen återger propositionen utförligt flera remissyttranden som erinrar om problem i samband med inlösningsrätten och värderingen. Departementet instämmer i att förslaget kan vålla vissa betänkligheter, särskilt i fråga om minoritetens rätt att kräva inlösen, men att det ändock måste vara riktigtast med ömsesidig rätt till inlösen. Såvitt gäller värderingsprinciper framhåller departementet huvudsakligen svårigheten i att uppställa några regler.<sup>42</sup>

I motiven till 1970 års förslag till aktiebolagslag erinras om att gällande lag inte innehåller någon bestämmelse om hur lösenbelopp skall beräknas vid fall av maktmissbruk. Eftersom upplösning av bolaget är ett alternativ till utlösning kunde det ligga nära till hands att basera lösenbeloppet på bolagets likvidationsvärde.<sup>43</sup> Men i bolag med lågt eget kapital men god avkastningsförmåga skulle denna lösning på ett olyckligt sätt gynna aktieägarmajoriteten. Å andra sidan är det vanskligt att uppställa riktlinjer för värderingen och förslaget avser inte att ge dylika. När det i lagförslaget heter att lösenbeloppet skall fastställas med hänsyn till bolagets ekonomiska ställning och vad som efter omständigheterna för övrigt finnes rimligt är avsikten att domstolen skall göra en skälighetsbedömning och inte utan vidare basera lösenbeloppet på bolagets likvidationsvärde. Skälighetsbedömningen skall bygga på moment av ekonomisk art och inte på någon annan sorts rimlighetsavgöranden.<sup>44 45</sup>

<sup>39</sup> Marthinussen s. 178.

<sup>40</sup> Prop. s. 196

<sup>41</sup> Prop. s. 204.

<sup>42</sup> Prop. s. 207.

<sup>43</sup> Motiven hänvisar här till Marthinussen s. 340, jfr not 40 ovan.

<sup>44</sup> Instilling om lov om aksjeselskaper avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen s. 178.

<sup>45</sup> En speciell bolagsrättslig inlösningsregel finns i lov 25 juni 1936 om enkelte bestemmelser angående meieriselskaper. Enligt § 4 har ett bolag ”ret til å innløse andeler (aksjer) tilhørende medlemmer som ikke har levert melk til selskapet i løpet av

Det norska rättsfallet *NRt 1929 s. 454* gällde beräkning av lösenbelopp till aktieägare, vars aktier inlöstes jämlikt skibsaktieloven av 1916 § 17. Tvisten gällde om man skulle göra avdrag för viss skatt, som bolaget skulle ha fått erlägga om bolaget hade upplösts. Eftersom bolaget drevs vidare behövde skatten inte erläggas.<sup>46</sup> Både Byretten och Høyesterett gjorde avdrag för skatten.<sup>47</sup>

I pleniålet *NRt 1949 s. 309* tillämpades lösningsbestämmelsen i 1936 års lov angående meieriselskaper. Høyesteretts majoritet förklarade att lösenbeloppet inte skulle bestämmas efter aktiernas matematiska värde eller värdet vid en tänkt upplösning av bolaget. Lösenbeloppet skulle i stället grundas på aktiernas värde 1937, då den ändring av bolagsordningen gjordes som gav upphov till utlösningstvisten. Aktiernas värde skulle bestämmas ”med aksjeselskapets fortsatte drift for øye”.<sup>48</sup>

Fråga om värderingstidpunkt avgjordes för ett visst fall i *Retten Gang 1965 s. 140*. En delägare i ett bolag avled 1944. Övriga delägare berättigades genom dom 1958 att lösa ut arvingarna. Arvingarna hävdade att lösenbeloppet skulle bestämmas med utgångspunkt från värdet av bolags-tillgångarna, huvudsakligen en stor skogsfastighet, per domsdagen. Motparten yrkade att värdet skulle beräknas efter förhållandena den 1 januari 1950. Eidsivating lagmansrett förklarade, att värderingen skulle ske per den 1 januari 1950. Avgörande härför var att det före denna dag hade framställts ett klart och definitivt krav om utlösning.

Frågan om värderingstidpunkt bedömdes också i *NRt 1968 s. 213*. Två aktieägare motsatte sig ett beslut om att sälja hela varulagret i ett aktiebolag till en av aktieägarna. Detta beslut ansåg byretten på många sätt kunde jämföras med en ändring av bolagets ändamålsbestämmelse. Aktieägare som röstat mot beslutet hade därför rätt att bli utlösta. Både byretten och Høyesterett fann, att värderingen skulle avse bolagets aktiva sådana de var innan försäljningen av varulagret ägde rum.

*NRt 1971 s. 132* gällde tolkning av en bestämmelse i en bolagsordning, vilken angav att vid en aktieägars dödsfall övriga aktieägare ägde inlösa den dödes aktier ”til den pris selskapets siste status betinger”. Bolagets viktigaste tillgång var dess fastigheter som var lågt bokförda. Høyesterett

det siste år. Innløsningssummen fastsettes ved skjønn”. I propositionen till denna lag uttalade vederbörande departementschef att några bestämmelser inte kunde ges i lagen om grundlaget för ”skjønnnet”. Detta måste bero på förhållandena i det enskilda fallet. (Ot. prp. nr 29-1936 s. 8, Innst. O.XV — 1936 s. 5). I bestämmelsen hänvisas för övrigt till aksjeloven § 71. Den aksjelov som avses är av 19 juli 1910. § 71 ger aktieägare som inte röstat för vissa beslut om ändring av bolagsordning rätt till utlösning. En motsvarighet till denna bestämmelse finns för övrigt i lov 26 juli 1916 om skibs-aktieselskaper § 71.

<sup>46</sup> Jfr svensk utskiftningsskatt.

<sup>47</sup> Jfr UfR 1941:720 s. 46 f. ovan.

<sup>48</sup> Detta rättsfall kommenteras av Johs. Andenæs och Torkel Opsahl i sakkunnigutlåtanden i betänkandet Om demokratisering av forretningsbankene NOU 1976:52 s.264 f. och 301.

utgick från det bokförda värdet men ökade detta skönsmässigt med 200.000 kronor, vilket motsvarade en ökning med 100 %, ”da det också måtte være forutsatt et visst rimelig forhold mellom den bokførte og reelle verdi”.<sup>49</sup>

Slutligen kan från norsk praxis nämnas ett skatterättsligt fall som gäller goodwill, *NRt 1940 s. 536*. Målet gällde huruvida tidningsföretaget Aftenpostens goodwill skulle ingå i beräkningsunderlaget för arvsskatteläggning. Byretten fann under dissens av 1 domare att goodwill inte skulle åsättas något värde. Huvudskälet förefaller ha varit, att detta skulle ha lett till ett alltför godtyckligt resultat. Høyesterett fann däremot enhälligt att arvsskatt skulle beräknas på grundval av företagets värde inklusive goodwill. Svårigheterna att fastställa dess värde är inte speciella för denna typ av förmögenhetstillgång. Flertalet domare i Høyesterett tillade, att de bokförda tillgångarna i Aftenposten inte alls utgjorde företagets samtliga tillgångar. Därtill kom ensamrätt till namnet ”Aftenposten” enligt varumärkeslagen, alla företagets löpande kontrakt om prenumeration och annonser, kontrakt med nyhetsbyråer och korrespondenter, med tidningens journalister, tryckeripersonal, försäljare, leverantörer osv.

## 3.2 Engelsk rätt<sup>50</sup>

Companies Acts 1948 to 1976<sup>51</sup> medger rätt till tvångsmässig inlösen av aktier i fall då annat bolag förvärvat viss andel av aktierna i bolaget<sup>52</sup>, i fall av maktmissbruk<sup>53</sup> och i vissa fall av fusion.<sup>54</sup>

### 3.2.1 Samgående

Tvångsinlösenreglerna i sect. 209 avser det fallet att ett bolag förvärvat 90 % av aktier som bolaget genom ett öppet erbjudande förklarat sig vilja övertaga. Erbjudandet behöver inte avse samtliga aktier i det andra bolaget, som vanligen men inte nödvändigtvis behöver bli dotterbolag. Skulle det övertagande bolaget känna till motstånd mot förvärvet från viss eller

<sup>49</sup> Om denna dom se Austenå s. 388.

<sup>50</sup> Framställningen bygger huvudsakligen på Pennington, Palmer och Gower.

<sup>51</sup> Bolagslagarna fr.o.m. Companies Act 1948 kan enligt Companies Act 1976 sect. 45 ”be cited together as the Companies Acts 1948 to 1976”.

<sup>52</sup> Vad som nu är sect. 209 infördes i Companies Act 1928 efter ett förslag av The Greene Committee (Cmd. 2657 of 1926). Denna kommitté konstaterade att ett litet antal aktieägare skulle kunna vägra att acceptera ett erbjudande om aktieöverlåtelse och därmed förhindra en fusion. Detta ansågs vara ”in effect an oppression of the majority by a minority”. (Northey, Leigh & Goldberg s. 291).

<sup>53</sup> Sect. 210.

<sup>54</sup> Sect. 287 2, 3.

vissa aktieägare kan erbjudandet utformas så att det endast avser aktier tillhöriga andra än dem som antas vara negativa till överlåtelse. Erbjudandet kan också avse t.ex. endast aktier av en viss klass. Detta förhållande kan uppenbarligen inbjuda till missbruk och såvitt gäller börsnoterade bolag utgör City Code on Take-Overs and Mergers, regel 27, ett visst hinder däremot.

Har ett erbjudande accepterats av ägare till 90 % av berörda aktier inom fyra månader, äger det övertagande bolaget kungöra sin avsikt att tvångsförvärva övriga berörda aktier. I den erforderliga andelen om 90 % får inte medräknas aktier som det övertagande bolaget eller detta närstående har förvärvat före det öppna erbjudandet.

Aktieägare som delgivits det övertagande bolagets avsikt att tvångsförvärva, befrias från sin skyldighet att överlåta sina aktier endast om han kan övertyga domstolen om att erbjudandet är "unfair", dvs. att det erbjudna vederlaget avsevärt understiger aktiernas värde. Det räcker inte att aktieägaren visat att sättet att beräkna vederlaget kan kritiseras och att ett skäligare beräkningssätt skulle ge honom ett högre vederlag.

Det uppköpta bolagets balansräkning anses inte nödvändigtvis utgöra bevis för ett erbjudandes skälighet eller oskälighet. Om aktierna är börsnoterade anses börskurserna under en kort tid före erbjudandet utgöra ett mått på aktiernas värde. Om erbjudandet framställs när börskursen tillfälligt blivit nedpressad, vill domstolarna inte befria en minoritetsaktieägare från skyldigheten att överlåta sina aktier för ett vederlag som endast i ringa mån överstiger den nedtryckta börskursen. Den omständigheten att nio tiondelar av ägarna till aktierna ifråga antagit erbjudandet anses nämligen indikera att det är osannolikt, att marknadsvärdet av aktierna kommer att stiga inom överskådlig framtid. Denna princip tycks domstolarna följa även om utredning finns om att bolagets vinster sannolikt kommer att stiga inom kort.<sup>55</sup>

Skulle en aktieägare lyckas övertyga domstolen om att erbjudandet är oskäligt kan domstolen befria honom från hans skyldighet att överlåta aktierna. Domstolen äger emellertid inte fastställa andra överlåtelsevillkor, när inlösen påkallas av bolaget.<sup>56</sup>

Det övertagande bolaget har ingen skyldighet att tillhandahålla minoritetsaktieägarna upplysningar om aktiernas värde så att de kan avgöra om de skall acceptera erbjudandet eller vända sig till domstol. Domstolen kommer inte att vägra att förelägga aktieägarna att överlåta sina aktier

<sup>55</sup> Pennington s. 804.

<sup>56</sup> Sect. 209, subsect. 1.

även om upplysningar inte har lämnats.<sup>57</sup> Aktieägaren tycks dock ha vissa möjligheter att genom en särskild procedur erhålla tillgång till information.<sup>58</sup>

När fristen att vända sig till domstol för prövning av skäligheten av ett erbjudande om övertagande av aktier löpt ut eller när domstolen avslagit en aktieägars talan, kan det övertagande bolaget utse någon att för minoritetsaktieägarnas räkning utfärda överlåtelsehandlingar varefter det övertagande bolaget kan registreras som ägare till aktierna. Vederlaget för aktierna erläggs till det övertagna bolaget som förvaltar detta för de tidigare aktieägarnas räkning.

Reglerna om tvångsinlösen är endast tillämpliga om ett erbjudande framställs av ett annat engelskt bolag. Reglernas syfte är nämligen att möjliggöra en fusion.<sup>59</sup> Detta står i dålig överensstämmelse med det förhållandet att reglerna om tvångsinlösen enligt sect. 209 inte uteslutande gäller det fall att ett bolag övertagit 90 % av aktierna i ett annat bolag utan även gäller om övertagandet avser 90 % av en godtyckligt vald del av aktierna i bolaget.

Ett övertagande bolag kan undvika risken av att reglerna om tvångsinlösen blir tillämpliga genom viss medverkan och kontroll av domstol enligt sect. 209.<sup>6</sup> Erbjudandet till aktieägarna skall då behandlas vid ett möte under rättens ledning och måste godkännas av ägare till 75 % av de berörda aktierna. Dessutom erfordras rättens tillstånd till förvärvet. Uppfylls dessa båda förutsättningar blir samtliga berörda aktieägare skyldiga att överföra sina aktier på erbjudna villkor.

Det övertagande bolaget skall, när det blivit ägare till nio tiondelar av aktierna i det övertagna bolaget eller till nio tiondelar av aktierna i någon klass, underrätta övriga aktieägare om detta förhållande inom en månad. Övriga aktieägare äger då inom tre månader påkalla inlösen av sina aktier. ✓ I detta fall äger domstol ändra villkoren för överlåtelsen.<sup>60</sup>

En vanlig uppfattning i Sverige är att engelsk rättsuppfattning kräver, att alla aktieägare behandlas lika.<sup>61</sup> Icke desto mindre anses det inte "un-

<sup>57</sup> Pennington s. 805.

<sup>58</sup> Palmer s. 870.

<sup>59</sup> Pennington s. 806.

<sup>60</sup> Sect. 209 subsection 2, Gower s. 630 n. 17.

<sup>61</sup> Jfr City Code on Take-Overs and Mergers, General Principles 8: "All shareholders of the same class of an offeree company shall be treated similarly by an offeror company." Se dock rule 26, 2 st.: "It is recognised that there may be very exceptional circumstances where in the interests of all the shareholders a deal might be made with a significant minority without a similar offer being made to the other shareholders."

fair" att ett högre pris erbjuds ägarna till en kontrollpost aktier än till övriga aktier.<sup>62</sup>

I rättspraxis har endast förekommit ett fall, *Re Bugle Press*,<sup>63</sup> vari en domstol förklarar ett erbjudande "unfair". Förhållandena i detta fall var särpräglade och utgången i målet berodde inte på vederlagets skälighet eller oskälighet.

Två aktieägare ägde vardera 45 % och en aktieägare ägde 10 % av aktierna.<sup>64</sup> De två stora aktieägarna bildade ett nytt aktiebolag, som framställde ett erbjudande till aktieägarna i Bugle Press att på vissa villkor förvärva aktierna. Det nybildade bolaget förklarade att ägare till 90 % av aktierna i Bugle Press förklarar sig komma att acceptera erbjudandet. Sedan det nybildade bolaget förvärvat 90 % av aktierna i Bugle Press önskade man inlösa resterande aktier enligt sect. 209. I målet lämnades utredning om att erbjudandet var skäligt. Domstolen förklarade, att på grund av omständigheterna låg bevisbördan för skäligheten på det nybildade aktiebolaget. Detta hade inte bevisat, att erbjudandet var skäligt. Överrätten förklarade, att även om det nybildade bolaget juridiskt var skilt från sina två aktieägare, utgjorde detta bolag i realiteten detsamma som majoriteten i Bugle Press.

Dessutom finns ett rättsfall, som gav minoritetsaktieägaren framgång, nämligen *In re Carlton Holdings Ltd.*<sup>65</sup> I samband med en take-over hade aktieägarna i Carlton Holdings erbjudits överlåta sina aktier antingen mot ett kontantbelopp eller mot aktier i det övertagande bolaget jämte viss kontant mellangift. När tvångsinlösen sedermera påfordrades erbjöd moderbolaget bara kontantinslösen. Minoritetsaktieägare krävde att även få möjlighet till aktiebyte. (Kurserna hade under tiden förändrats så att detta blivit fördelaktigare.) Domstolen förpliktade moderbolaget att erbjuda aktieägarna valrätt även vid tvångsinlösen.

I samtliga övriga engelska rättsfall har domstolarna gått mot minoritetsaktieägarna.<sup>66</sup>

### 3.2.2 Maktmissbruk

Vid fall av maktmissbruk av en aktieägare eller grupp av aktieägare gentemot en eller flera andra aktieägare, äger domstol rätt enligt sect. 210 att förklara att bolaget skall träda i likvidation eller förordna om lämpliga

<sup>62</sup> Pennington s. 804.

<sup>63</sup> (1961) Ch. 270; (1960) 3 W.L.R. 956.

<sup>64</sup> Pennington i Accountancy 1967 s. 273 har av misstag uppgivit att de två aktieägarnas aktieinnehav uppgick till 95 %.

<sup>65</sup> (1971) 1 W. L. R. 918.

<sup>66</sup> Några representativa rättsfall refereras på s. 59 ff.

åtgärder som kan gottgöra de kränkta aktieägarna. Förutsättning är att aktieägarna utvisat "oppressive conduct" under en tidsperiod. Enstaka klandervärda handlingar, såsom att styrelseledamöter tillerkänns oskäligen arvoden, är inte tillräckliga för åtgärder enligt sect. 210 men kan berättiga övriga aktieägare till en talan grundad på trolöshet.<sup>67</sup> Varje aktieägare har rätt att kräva att bolaget förvaltas i enlighet med lagen och om kontrollaktieägarna konsekvent överträder Companies Acts eller bolagsordningen kan detta föranleda åtgärder enligt sect. 210 även om kontrollaktieägarnas motiv varit de allra ädlaste.<sup>68</sup> Domstolen blandar sig inte i bolagets "business policy". Om yrkandet skulle grundas på att bolaget inte ger i och för sig möjlig utdelning kommer talan inte att bifallas, då man anser att aktiernas värde ökar genom innehållna utdelningar.<sup>69</sup>

En ytterligare förutsättning för en talan enligt sect. 210 är att denna föres i god tro. Även om talan i och för sig skulle kunna ha bifallits men dess verkliga syfte är att exempelvis erhålla betalning för en fordran hos bolaget eller för att förmå styrelsen att leda bolaget i enlighet med aktieägarens uppfattning, kommer talan att ogillas. En kränkt aktieägare måste också väcka talan utan oskäligt dröjsmål efter det han blivit medveten om maktnissbruket.<sup>70</sup> Den åsikten har framförts att beslut om att ett bolag skall träda i likvidation enligt sect. 210 endast får fattas om bolaget är solvent. Tankegången synes vara att om bolaget inte är solvent har den kränkta aktieägaren inte något verkligt ekonomiskt intresse i saken.<sup>71</sup>

Domstolen har mycket vidsträckta befogenheter att undanröja effekten av maktnissbruk. Förutom beslut om att bolaget skall träda i likvidation, kan domstolen förordna om ersättning till de kränkta aktieägarna. Domstolen kan utse nya styrelseledamöter eller entlediga styrelseledamöter. Domstolen kan utse en "receiver" att tillfälligt förvalta bolagets angelägenheter. Domstolen kan ändra bolagsordningen med avseende på t.ex röst rätt eller andra rättigheter tillkommande en eller flera aktieklasser. Enligt en sydafrikansk dom<sup>72</sup> kan domstolen t.o.m. eliminera majoritetsaktieägarnas kontroll över bolaget genom att förelägga dem att överlåta en del av sina aktier till minoriteten. Domstolen kan lösa en konflikt mellan aktieägargrupper genom att tillerkänna den ena gruppen rätten att förvärva den andra gruppens aktier till ett av domstolen godkänt pris, varvid

<sup>67</sup> Breach of fiduciary duty, Pennington s. 575.

<sup>68</sup> Pennington s. 575.

<sup>69</sup> Pennington s. 576.

<sup>70</sup> Pennington s. 579.

<sup>71</sup> Uppfattningen kritiserar av Pennington s. 579—580 och Palmer para 57—08, s. 618.

<sup>72</sup> Benjamin v. Elysium Investments (Pty.) Ltd., (1960) 3 S. A. 467.

den andra gruppen äger, om den första gruppen inte utnyttjar sin rätt, i stället förvärva den första gruppens aktier.<sup>73</sup> Domstolen kan även förplikta bolaget att förvärva en kränkt aktieägars aktier, vilket kan vara av betydelse om den som har att lösa ut aktierna saknar förmåga därtill.<sup>74</sup>

### 3.2.3 Fusion

Ett sätt att genomföra en fusion innebär att bolagets tillgångar och skulder överlåtes på ett annat bolag, eventuellt mot vederlag i form av aktier i det övertagande bolaget i samband med att det övertagna bolaget träder i likvidation.<sup>75</sup> I regel sker en sådan transaktion under medverkan och efter godkännande av domstol.<sup>76</sup>

Har ett bolag under dessa förhållanden trätt i likvidation kan aktieägare som inte röstat för åtgärden skriftligen hos likvidatorn uttrycka sitt ogillande. Detta skall ske inom sju dagar. Aktieägaren kan yrka att likvidatorn skall avstå från att genomföra försäljning av bolagets tillgångar eller att hans aktier förvärvas till ett pris varom överenskommelse kan träffas eller som fastställs genom skiljedom. De ifrågavarande aktierna skall värderas under antagande att bolaget genast träder i likvidation. Varken aktiernas marknadsvärde eller värdet på de aktier i ett nytt bolag som de gamla aktieägarna kan ha att erhålla enligt överlåtelseplanen, har betydelse.<sup>77</sup>

”Although the Companies Act, 1948, is careful to preserve the rights of a dissenting shareholder, it does little to assist him in making an intelligent choice whether to accept the new company’s shares, or to take the cash price offered by the liquidator for his existing shares, or to have the value of those shares determined by arbitration. It has been held that the member cannot require the liquidator to produce the company’s books and accounts to enable him to decide, nor may he have the officers of the

<sup>73</sup> Re Jermyn Street Turkish Baths, Ltd., (1970) 3 All E. R. 57, ändrat på annan grund (1971) 3 All E. R. 184.

<sup>74</sup> I juli 1979 framlades ett förslag till Companies Act som kompletterar Companies Acts 1948 to 1976. Lagförslaget, som väntas bli antaget av parlamentet under hösten 1979, innebär bl.a. att sect. 210 — och sect. 35 (2) i 1967 års lag — upphävs och ersätts med regler, som dock till innehållet i huvudsak motsvarar den beskrivning som lämnats här.

<sup>75</sup> Sect. 287.

<sup>76</sup> Pennington s. 773.

<sup>77</sup> Pennington s. 774—775.



company examined by the court. The member's best course seems to be to go to arbitration if the liquidator will not disclose the information he desires, and to require the liquidator or the directors to give that information on the hearing by the arbitrator."<sup>78</sup>

Även om aktieägaren inte inom fristen av sju dagar anmäler sin avvikande mening i fråga om överlåtelseplanen till likvidatorn har han fortfarande vissa möjligheter att förhindra dess genomförande.<sup>79</sup>

Reglerna i engelska Companies Act har motsvarigheter i skotsk rätt av ungefär samma innehåll. Skillnad föreligger dock i fråga om beräkning av frister.<sup>80</sup>

### 3.2.4 Engelsk rättspraxis

I *Re Hoare & Co Ltd.*<sup>81</sup> fastslogs att aktieägare som motsätter sig inlösen enligt sect. 209 har bevisbördan för att erbjudandet är oskäligt.

Principen om bevisbördan från *Re Hoare* följdes i *Re Evertite Locknuts, Limited.*<sup>82</sup> I detta fall hade ägare till 99,25 % av aktierna accepterat ett erbjudande. Den aktieägare som motsatte sig erbjudandet innehade 0,14 % av aktierna. Han sade sig inte kunna uttala sig om erbjudandet, eftersom han inte hade fått upplysningar på vilka han kunde grunda ett omdöme om det. Domstolen ansåg, att informationen som givits hade varit "a little meagre" men avtog ändå ansökningen om att aktieägaren inte skulle förpliktas att överlåta sina aktier.

Ett rättsfall som visserligen inte innebar tillämpning av Companies Act utan vissa ersättningsbestämmelser i förfogandelagstiftning under andra världskriget är *Short v. Treasury Commissioners.*<sup>83</sup> Tvistefrågan gällde om aktier skulle värderas med utgångspunkt från hela företagets värde eller inte. House of Lords fann, att varje aktiepost skulle värderas för sig utan försök att bestämma hela företagets värde och utan avseende på det förhållandet att samtliga aktier i bolaget exproprierades från olika ägare. En av lorderna refererade till ett indiskt rättsfall, *Raja Vyricherla Gajapati-rajū v. The Revenue Divisional Officer, Vizagapatam*, vari fastslagits att fast egendom som exproprieras skall värderas inte bara med hänsyn till det faktiska nyttjande som skett utan också med hänsyn till rimliga användningsmöjligheter i framtiden. Denna princip ansågs riktig. Men innehav av fast egendom innebär äganderätt till en "tangible asset" medan ett aktieinnehav inte innebär någon direkt andel i bolagets tillgångar. En

<sup>78</sup> Pennington s. 775.

<sup>79</sup> Sect. 307.

<sup>80</sup> Topham & Ivamy s. 450—1.

<sup>81</sup> (1933) 150 L. T. 374.

<sup>82</sup> (1945) Ch. 220.

<sup>83</sup> (1948) A. C. 534 (H. L.).

annan lord förklarade det vara fullt möjligt att olika aktier åsattes olika lösenbelopp beroende på om de var en del av en kontrollpost eller inte.

Ett av de få fall vari en domstol bedömt ett erbjudande som oskäligt är underrättens dom i *Re Press Caps Ltd.*<sup>84</sup> Oskäligheten ansågs ligga i att en fastighet upptagits till ett värde av knappt £ 30.000 medan dess marknadsvärde var £ 90.000. Moderbolaget å andra sidan hävdade att en tillgång som upptagits till drygt £ 45.000 var värdelös. Överrätten ändrade domen och förklarade aktieägarna skyldiga att överlåta sina aktier på erbjudna villkor. Överrätten fäste stort avseende vid att erbjudandet överensstämde med börskurserna på aktierna i de berörda bolagen. Överrätten förklarade också, att man inte skulle beakta vad någon skulle kunna vara villig att betala för en kontrollpost aktier. Såvitt gällde vad som uppgivits om fastigheten var detta inte vilseledande enär det borde vara allmänt känt, att fastigheter brukade ha ett högre marknadsvärde än det bokförda värdet.

I *Dean v. Prince*<sup>85</sup> ansågs det vara riktigt att inte tillägga aktier något särskilt värde på grund av att de var en del av en kontrollpost. Aktierna i ett bolag skall värderas som en helhet och det sammanlagda värdet skall sedan fördelas på samtliga aktier.

*Re Sussex Brick Co. Ltd.*<sup>86</sup> åskådliggör omfattningen av aktieägarens bevisbörda när han motsätter sig ett erbjudande enligt sect. 209. Det omtvistade erbjudandet avsåg ett aktiebyte. Domstolen hänförde sig till *Re Hoare* och citerade bl.a.:

"... Prima facie the court ought to regard the scheme as a fair one inasmuch as it seems to me impossible to suppose that the court, in the absence of very strong grounds, is to be entitled to set up its own view of the fairness of the scheme in opposition to so very large a majority of the shareholders who are concerned. — — — It is manifest that from modern balance sheets very little real information can be obtained as to the capital value of assets, even treating the companies as going concerns, and of course on the footing of a liquidation the balance sheet figures are almost useless."

Det fanns inte längre några börsnoteringar på *Sussex Brick* men domstolen anmärkte, att den aktieägare som godtog erbjudandet skulle med hänsyn till kursutvecklingen på moderbolagets aktier, ha sett sin tillgång nästan fördubbla värdet. Mot bakgrund härav föreföll det märkligt att kunna hävda att erbjudandet till aktieägarna i *Sussex Brick* var oskäligt. Domstolen förklarade vidare: "A scheme must be obviously unfair, patently unfair, unfair to the meanest intelligence" för att föranleda att den bedöms som oskälig. Detta uttalande återgavs med gillande i *Bugle Press*.<sup>87</sup>

<sup>84</sup> (1949) Ch. 434; (1949) 1 All E.R. 1013, C.A.

<sup>85</sup> (1954) Ch. 409; (1954) 2 W.L.R. 538; (1953) 1 All E.R. 749, C.A.

<sup>86</sup> (1961) Ch. 289; (1960) 2 W.L.R. 665n.

<sup>87</sup> S. 56 ovan.

I *Nidditch v. The Calico Printers' Association Limited*<sup>88</sup> förklarade majoriteten i överrätten att värdering skulle ske *ex ante* utan användande av "hindsight" medan en tredje domare var tveksam i detta avseende. En domare gjorde också ett uttalande om möjligheten för en aktieägare att erhålla utredning.

"He appears to desire an inquiry into the whole matter by way of proof, in the hope that something might emerge in the course of it which would entitle him to show that the price offered was unfair. But it would be a waste of time to allow a roving inquiry of this nature and it would be unfair to the respondents, who would have no notice of what attack was to be made upon this offer or what were the grounds upon which it was criticised."

Erbjudandet ansågs inte vara oskäligt.

Utredningsproblemen var speciella i *Re National Bank Ltd.*<sup>89</sup> som avsåg godkännande av en reorganisationsplan för en bank, vilken plan rätten hade att ta ställning till enligt sect. 206. Enligt viss speciallagstiftning behövde banker inte lämna vissa uppgifter i sin redovisning. Domstolen ansåg det befogat att dessa uppgifter inte avslöjades för aktieägarna i samband med den önskade reorganisationen som innefattade aktiebyte. I målet lämnades uppgifter om de granskningar av erbjudandet med särskilt avseende på dess skälighet som hade gjorts av flera olika, stora revisionsbyråer. Domstolen godkände planen, till följd varav aktieägarna var tvungna att överlåta sina aktier på föreslagna villkor.

I *Re Grierson, Oldham & Adams Ltd.*<sup>90</sup> fastslogs principen att aktier skulle värderas som minoritetsaktier. I denna dom uttalades vidare, att skäligheten skulle bedömas i förhållande till aktieägarna i gemen och inte i förhållande till en viss aktieägare. De missnöjda aktieägarna hade bevisbördan, vilket innefattade att de skulle styrka att erbjudandet var oskäligt; det räckte inte med att visa att kritik kunde riktas mot erbjudandet. Börskursen ansåg vara "cogent evidence of their true value; not conclusive evidence, of course, but cogent evidence".

I det sydafrikanska rättsfallet *Sammel v. President Brand Gold Mining Co. Ltd.*<sup>91</sup> fastslog domstolen att minoritetsaktieägarna hade bevisbördan för att ett erbjudande som bedömdes enligt motsvarigheten till sect. 209 var oskäligt. Dotterbolagets värde skulle bedömas utan beaktande av dess särskilda värde för moderbolaget. Minoritetsaktieägarnas talan ogillades.

*Blue Metal Industries Ltd. v. R. W. Dilley*<sup>92</sup> avsåg tillämpningen av sect. 184 i Companies Act, 1961, of the State of New South Wales. Detta lagrum motsvarar engelska Companies Act sect. 209. Erbjudandet att övertaga aktier framställdes i detta fall inte av ett bolag utan av två. Tvisten avgjordes slutligen av Privy Council, som förklarade att "the

<sup>88</sup> 1961 Scots Law Times 282.

<sup>89</sup> (1966) 1 W.L.R. 819; (1966) All E.R. 1006.

<sup>90</sup> (1967) 1 W.L.R. 385; (1968) Ch. 17.

<sup>91</sup> (1969) 3 S.A. 629.

<sup>92</sup> (1969) 3 W.L.R. 357; (1970) A.C. 827 (C.A.) .

section was essentially a company structure section and not one of concentration of property interests”, varför tvångsinlösen inte medgavs.

### 3.2.5 Planerade ändringar

Ungefär vart tjugonde år brukar den engelska bolagslagstiftningen revideras. Förslag till revision av 1947 års Companies Act framlades i juni 1962 av den s.k. Jenkins Committee.<sup>93</sup> Därvid föreslogs uppmjukning av sect. 210<sup>94</sup> varigenom domstolen skulle få mera vidsträckta möjligheter att ingripa mot maktmissbruk. I fråga om tvångsinlösen diskuterades att införa rätt och skyldighet härtill även när mer än 90 % av de berörda aktierna förvärvats av en fysisk person<sup>95</sup>, vilken tanke dock avvisades av kommittén. Den viktigaste ändringen av sect. 209 får sägas vara, att domstolen föreslogs få möjlighet att inte bara fastställa eller ogilla ett yrkande om tvångsförvärv på tidigare erbjudna villkor utan även att jämka villkoren.<sup>96</sup>

Några av de förslag som framfördes av Jenkins Committee genomfördes 1967, och 1973 framlade regeringen ett nytt förslag till ändring av Companies Act.<sup>97</sup> I 1973 års förslag behandlas ändring av sect. 210. De övriga refererade förslagen av Jenkins Committee har ännu<sup>98</sup> inte föranlett lagstiftning men i 1973 års regeringsförslag upplystes att regeringen avsåg att föreslå genomförande i en eller annan form av flertalet av Jenkins Committees förslag.<sup>99</sup>

1976 genomfördes ändringar i Companies Act 1948 genom Companies Act 1976. Såvitt gäller ovan återgivna bestämmelser genomfördes blott en smärre ändring i sect. 209 subsect. 2 (b) som inte ändrar vad som anförts ovan.<sup>100</sup>

Anmärkas kan att sect. 209 numera gäller även överlåtelse till the Na-

<sup>93</sup> Cmnd. 1749.

<sup>94</sup> Jenkins para 212.

<sup>95</sup> Jenkins para 283.

<sup>96</sup> Jenkins para 287.

<sup>97</sup> Cmnd. 5391.

<sup>98</sup> 1976-11-22. Jfr not 100 nedan.

<sup>99</sup> Para 9. Förslaget genomfördes dock inte på grund av upplösningen av parlamentet i februari 1974. Palmer para 2—16 s. 17.

<sup>100</sup> I juli 1979 framlades förslag till ändring av sect. 210, vilket väntas bli antaget av parlamentet under 1979. Inte heller detta lagförslag innehåller förslag till ändring av sect. 209.

tional Enterprises Board och the Welsh Development Agency.<sup>101</sup>

Rättsläget i England sammanfattas av Pennington i en tidskriftsartikel på följande sätt:

"... it is with some horror that one realises just how little protection is in fact given to the dissenting shareholder who wants to keep his shares, or who holds out for a better price."<sup>102</sup>

I samma anda uttalar Gower:

"It seems clear, therefore, that the court's discretion under this section is exercised on much the same lines as in a 'fraud' action and that, once again, save in very exceptional circumstances, the only effective function of the court is to ensure that the necessary formalities have been complied with."<sup>103</sup>

### 3.3 Fransk rätt

Den franska bolagslagen av 24 juli 1966, loi sur les sociétés commerciales, innehåller regler om värdering av aktier eller bolagsandelar endast i samband med ägareförändringar i bolag med hembudsklausul och i samband med bolagsmans död, konkurs eller andra situationer då bolagsman nödgas utträda ur bolaget.<sup>104</sup>

I fråga om värdering hänvisar bolagslagen till code civil art. 1868, 5 st, som föreskriver att aktiens eller andelens värde skall fastställas av experter. Det är inte tillåtet att avtala om värderingsnorm men däremot om sätet för betalning av utlösningssumman.<sup>105</sup> Valet av sakkunniga att utföra värderingen är inte fritt, de måste väljas bland vissa personer som förtecknas hos domstolarna.

<sup>101</sup> The Industry Act 1975, schedule 1, para 19, resp. The Welsh Development Agency Act 1975, schedule 1, para 22. The National Enterprises Board är ett organ med uppgift att förhindra att kontrollen över engelska bolag överföres till utländska intressen.

<sup>102</sup> Pennington, A Fair Price for the Compulsory Acquisition of Shares, Accountancy 1967 s. 273.

<sup>103</sup> Gower s. 645. Det bör dock anmärkas att "fraud" i engelsk juridisk litteratur inte förefaller vara liktydigt med bedrägeri utan ha en mera uttunnad betydelse av (grov) ohederlighet.

<sup>104</sup> Art. 18, 21 och 22, 2 st. beträffande sociétés en nom collectif, art. 33 beträffande sociétés en commandite simple, art. 44, 2 st., 45, 3—4 st., 47, 2 st. beträffande sociétés à responsabilité limitée samt art. 275, 2 st. beträffande sociétés par actions.

<sup>105</sup> Dalloz Répertoire des sociétés, tome II 1971, Nom collectif 419—420.

Värderingsmannens uppfattning anses bindande och överprövas som regel inte av domstol.<sup>106</sup> Franska domstolar synes mycket obenägna att gå in på värderingsproblem.<sup>107</sup>

### 3.4 Tysk rätt

Tysk bolagsrätt innehåller en rad inlösnings- och värderingsregler. Dessa återfinns i 1965 års Aktiengesetz, 1969 års Umwandlungsgesetz samt i Bürgerliches Gesetzbuch och Handelsgesetzbuch. Dessa avser fall av samgående mellan bolag, förändring av bolagsform och utlösning av bolagsman.<sup>108 109</sup>

#### 3.4.1 Lösen och annan ersättning vid nära bolagssamverkan

Stor praktisk betydelse har de koncernrättsliga reglerna om inlösnings (Abfindung) och utjämningsersättning (Ausgleich)<sup>110</sup> i §§ 304—306 AktG. Den situation som här regleras är när två bolag träffat ett vinstöverföringsavtal (Gewinnabführungsvertrag) eller ett kontrollavtal utan

<sup>106</sup> Hémard s. 325.

<sup>107</sup> "L'expertise? ses résultats dépendent pour une bonne part des vues personnelles de l'expert. Si elle est faite par un expert isolé, elle soulèvera la suspicion. De toute façon, elle est toujours couteuse.

'Aucune formule n'est pleinement satisfaisante' (M. Dalsace i en note Dalloz 1960 s. 621) Et c'est pourquoi le droit n'en consacre aucune, mais n'en condamne aucune non plus. Le droit se satisfait de la formule à laquelle les intéressés se sont référés et qui, puisqu'ils s'y sont référés, doit, eux les premiers, les satisfaire.

Un jugement du Tribunal de commerce de la Seine est parfaitement révélateur de cet état d'esprit lorsqu'il juge, à propos d'une méthode d'évaluation dont il avait eu à connaître que 'si cette formule ne peut permettre de déterminer une valeur exacte, tentative parfaitement vaine étant donné le caractère aléatoire de toute évaluation d'un bien, il suffit pour ce tribunal de constater . . . qu'elle n'est pas absurde . . .' (Trib. com. Seine, 8 juin 1960, Revue de jurisprudence commerciale, Journal des agrées, 1961. 55.)" Vasseur, Michel, L'estimation de la valeur des entreprises et le droit commercial. Revue trimestrielle de droit commercial, tome XVI 1963 s. 229. Den omnämnda domen kommenteras av R. Houin i Revue trimestrielle de droit commercial 1961 s. 636.

<sup>108</sup> För en översikt över olika fall av ändring av bolagsform se nedan s. 69 f. En summarisk översikt över tysk koncernrätt ges i SOU 1971:15 s. 125 ff. Se även Rodhe, Ekonomisk Revy 1966 s. 595 ff.

<sup>109</sup> Redogörelsen för tysk rätt bygger främst på Godin-Wilhelmi.

<sup>110</sup> Utjämningsersättning (Ausgleich) skall inte förväxlas med koncernbidrag i svensk skatterätt.

vinstöverföringsavtal (Beherrschungsvertrag ohne Gewinnabführungsvertrag). I sakens natur ligger att dylika avtal träffas mellan moderbolag och dotterbolag. Reglerna om inlösning och utjämningsersättning gäller däremot inte i anslutning till lagens andra former av samverkansavtal, nämligen Geschäftsführungsvertrag, Gewinngemeinschaft, Teilgewinnabführungsvertrag, Betriebspachtvertrag och Betriebsüberlassungsvertrag.<sup>111</sup>

Både vinstöverförings- och kontrollavtal måste innefatta skäligt (angemessen) vederlag till utomstående aktieägare, dvs. andra aktieägare än det härskande bolaget. Detta vederlag skall bestå av en på något sätt preciserad utdelning på aktierna. Utdelningen kan sättas i relation till aktiernas nominella belopp men också till utdelningen i det härskande bolaget. I det senare fallet kommer minoritetsaktieägarna alltså att bli delaktiga i koncernens vinstmöjligheter men också förlustrisker.<sup>112</sup>

Utjämningsersättningen skall åtminstone motsvara den andel av vinsten som skulle falla på varje aktie om man betraktar både bolagets dittillsvarande avkastningsförmåga och dess förväntade avkastningsförmåga samt tar hänsyn till skäliga avskrivningar och värdejusteringar men inte till bildande av fria reserver.<sup>113</sup>

Innehåller avtalet ingen bestämmelse om utjämningsersättning är avtalet en nullitet.<sup>114</sup>

Vinstöverförings- och kontrollavtal skall införas i handelsregister och anses därmed kungjorda. Envar utomstående aktieägare har rätt att inom två månader från införandet i handelsregistret påkalla prövning av utjämningsersättningens skälighet.<sup>115</sup> Skulle domstol fastställa utjämningsersättning annorledes än enligt avtalet äger parterna häva avtalet.<sup>116</sup>

Förutom skyldigheten att föreskriva utjämningsersättning måste vinstöverförings- och kontrollavtal innehålla en plikt för det härskande bola-

<sup>111</sup> §§ 291—2 AktG.

<sup>112</sup> Uppgifter om frekvensen av kontrollavtal lämnas av Hüchting (s. 2—5). Av 287 kontrollavtal som berörde Aktiengesetz innehöll 237 avtal om vinstöverföring. För Hüchtings avhandling var endast de 101 avtal som träffats sedan 1965 års AktG trätt i kraft, av intresse. Av dessa berörde 63 stycken utomstående aktieägare. I avhandlingen (a.st.) identifieras dessa genom uppräknig. Anmärkas här må att fyra av dessa avtal berörde utländska bolag, t.ex. avtal mellan Deutsche Texaco Ltd, Delaware, USA och Deutsche Erdöl AG, Hamburg och avtal mellan Pirelli S.p.A., Milano, och Veith-Pirelli AG, Hoechst-Sandbach.

<sup>113</sup> § 304. 2 AktG.

<sup>114</sup> § 304. 3 AktG.

<sup>115</sup> § 304. 3—4 AktG.

<sup>116</sup> § 304. 5 AktG.

get att på yrkande av utomstående aktieägare inlösa dennes aktier.<sup>117</sup> Vederlaget vid inlösningsfall kan utgöras av ett kontantbelopp eller i vissa fall av aktier i det härskande bolaget.<sup>118</sup> Utomstående aktieägare har rätt att påkalla prövning av inlösningsvederlagets skälighet.<sup>119</sup>

Påkallas prövning av skäligheten av utjämningsersättning, lösenbelopp eller vederlag i aktier skall domstolen kungöra förhållandet. Övriga utomstående aktieägare har rätt att inom två månader från denna kungörelse själva väcka talan om jämkning.<sup>120</sup> Det förefaller inte nödvändigt att samtliga utomstående aktieägare förenar sig om samma yrkande, vare sig med avseende på vederlagets storlek eller art. För aktieägare som inte för talan i målet skall en god man i regel förordnas. Finns aktier med olika rätt kan en god man förordnas för varje aktieserie. Likaså skall olika gode män förordnas om en tvist rör både utjämningsersättning och inlösen.<sup>121</sup>

Som underlag för skälighetsbedömningen skall en värdering av företaget eller dess avkastningsförmåga ligga. Vid vinstöverföringsavtal får utjämningsersättningen inte bestämmas så att bolagets "substans" tages i anspråk. Ersättningen skall nämligen endast kompensera för utebliven utdelning och avsikten är inte att på detta sätt tillåta utskiftning.<sup>122</sup> Vid kontrollavtal utan vinstöverföringsavtal skall ersättningen beräknas med utgångspunkt från årsresultatet enligt § 157 I 1—28 AktG, dvs. årsresultat efter finansiella poster och skatter men före bokslutsdispositioner.<sup>123</sup> Vid inlösningsfall skall vederlaget bestämmas med utgångspunkt från "den inneren Wert beider Gesellschaften".<sup>124</sup> Man skall bortse från den enskilda aktiens värde i det ögonblick vinstöverförings- eller kontrollavtalet träffades. I och med avtalet förändras bolagets struktur väsentligt men minoritetsaktieägarens aktierätt upphör inte i och för sig därigenom. Om aktien är börsnoterad skulle aktiens värde kunna vara börskursen. Det är obestridligt, enligt Godin-Wilhelmi, att börskursen avspeglar aktiens värde för en enskild aktieägare en viss dag. Att lagstiftaren för inlösningsfallet föreskriver en annan värderingsnorm, förklaras av att börsvärdet är ett utomordentligt tillfälligt värde.

<sup>117</sup> § 305. 1 AktG.

<sup>118</sup> § 305. 2 AktG.

<sup>119</sup> § 305. 5 AktG.

<sup>120</sup> § 306. 3 AktG.

<sup>121</sup> Gessler § 304, Anm. 26—28, s. 221.

<sup>122</sup> Godin-Wilhelmi s. 1664.

<sup>123</sup> Godin-Wilhelmi s. 1665.

<sup>124</sup> Godin-Wilhelmi s. 1680, kurs. här.



„Zwar stellt er den echten Verkaufswert der Aktie im jeweiligen Augenblick fest, aber eben nur in diesem Augenblick. Der Wert kann, insbesondere, wenn ein bestimmter Tag, etwa der Abschluss des Vertrages, als Wertfixierung genommen würde, gerade durch den Abschluss des Beherrschungsvertrages oder das Bekanntwerden von Verhandlungen über den Abschluss solcher Verträge beeinflusst sein. Auch durch Zukauf von Aktien durch die herrschende Gesellschaft könnte der Börsenkurs in unbilliger Weise beeinflusst worden sein. Deshalb erscheint er nicht der richtige Wertmasstab, wenn das Gesetz von sich aus eine Abfindung vorschreibt. Um das richtige Umtauschverhältnis zu finden, muss der innere Wert beider Gesellschaften festgestellt werden.“<sup>125</sup>

Företagens verkliga värde (innere Wert) bestäms efter en värdering genom sakkunniga. Därvid skall både substans- och avkastningsvärdet beaktas. Substansvärdet skall inte bestämmas på grundval av bokföringsvärden utan i stället med hänsyn till de olika tillgångarnas verkliga värden under antagande av företagets fortsatta drift. Tveksamt är hur vissa beskattningskonsekvenser skall beaktas. Substansvärde skall beräknas för båda bolagen. Dessutom måste ett avkastningsvärde beräknas. Med ledning av substans- och avkastningsvärdena kan så ett utbytesförhållande mellan aktierna i de båda bolagen fastställas.<sup>126</sup>

„Bei der Aufstellung des Vermögensstatus ist nicht nur der Verkaufswert der einzelnen Vermögensgegenstände zu berücksichtigen, sondern es ist davon auszugehen, dass die Gegenstände Teile eines lebenden Unternehmens sind.“<sup>127</sup> Inwieweit bei der Gesamtbewertung der ermittelte Vermögenswert oder der geschätzte Ertragswert im Vordergrund steht, ist im einzelnen umstritten. Der vielfach vertretenen Auffassung, dass es in erster Linie auf den sogenannten nachhaltigen künftigen Ertrag ankomme, steht das Bedenken gegenüber, dass es sich hier immer nur um eine auf die Zukunft gerichtete Schätzung handelt, die durch unvorhergesehene Ereignisse erheblich beeinflusst werden kann, während der Substanzwert zum gegenwärtigen Zeitpunkt ermittelt wird. Allerdings stecken auch darin Schätzungen, die aber im allgemeinen eine sichere Grundlage haben.“<sup>128</sup>

Vid inlösning medelst kontantbetalning skall värderingen ske på samma sätt med den stora skillnaden att den endast skall avse dotterbolaget.<sup>129</sup>

<sup>125</sup> Godin-Wilhelmi s. 1680—81.

<sup>126</sup> Godin-Wilhelmi s. 1681.

<sup>127</sup> RG 167, 262.

<sup>128</sup> Godin-Wilhelmi s. 1681.

<sup>129</sup> Godin-Wilhelmi s. 1681—82.

### 3.4.2 Lösen vid inlemning

Ett särskilt koncernrättsligt institut enligt tysk rätt är inlemning (Eingliederung) av ett bolag i ett annat. Inlemning innebär en närmare bindning mellan bolagen än då mellan bolagen träffats vinstöverförings- eller kontrollavtal. Båda bolagen består dock som särskilda juridiska personer. Beslut om inlemning kan jämlikt § 319 AktG fattas när moderbolaget äger 100 % av aktierna i dotterbolaget. Sådant beslut kan även fattas då moderbolaget äger minst 95 % av aktierna i dotterbolaget. I detta fall övergår äganderätten till minoritetsaktierna till moderbolaget i och med inlemningsbeslutet mot att minoritetsaktieägarna erhåller rätt till inlösningsvederlag. Inlösningsvederlaget kan bestå av aktier i moderbolaget och/eller kontant ersättning. Minoritetsaktieägaren har valrätt mellan vederlag i aktier och kontanter.<sup>130</sup> Vederlagets skälighet bestäms på samma sätt som i fråga om vinstöverförings- eller kontrollavtal enligt § 305 AktG.<sup>131</sup>

För att underlätta för ett moderbolag att erbjuda vederlag i form av aktier infördes i 1965 års Aktiengesetz en regel<sup>132</sup> enligt vilken ett bolag får inneha egna aktier att erbjudas som vederlag enligt §§ 305 och 320 AktG. Bolagets innehav av egna aktier för detta och övriga tillåtna ändamål får dock högst uppgå till 10 % av aktiekapitalet.

### 3.4.3 Fusion

Bland koncernrättsliga regler av intresse i detta sammanhang bör de om fusion (Verschmelzung) nämnas. Lagen anvisar två fusionsformer, nämligen absorption (Verschmelzung durch Aufnahme) och kombination (Verschmelzung durch Neubildung)<sup>133</sup> Fusion genom absorption innebär att det ena bolaget uppgår i det andra, fusion genom kombination att båda bolagen uppgår i ett för ändamålet nybildat bolag. Beslut om fusion fattas med tre fjärdedels majoritet<sup>134</sup> såvida inte bolagsordningen uppställer strängare krav. Fusionsbeslut måste förutsätta en värdering av de berörda bolagen. Trots att lagen mycket ingående reglerar fusionsförfa-

<sup>130</sup> § 320 AktG.

<sup>131</sup> Godin-Wilhelmi s. 1769—70.

<sup>132</sup> § 71 I 3.

<sup>133</sup> § 339 AktG.

<sup>134</sup> § 340. 2 AktG.

randet — bestämmelserna omfattar 20 vidlyftiga paragrafer<sup>135</sup> — innehåller den inga normer för denna värdering. Inte heller tillerkännes aktieägare som motsätter sig ett fusionsbeslut någon rätt till utlösning. Godin-Wilhelmi berör värderingsfrågan<sup>136</sup> endast såvitt gäller fusion mellan ett "bergrechtlichen Gewerkschaft" och Aktiengesellschaft eller Kommanditgesellschaft auf Aktien.<sup>137</sup> För detta fall anges att utbytesförhållandet regelmässigt bestäms efter börskursen på aktierna i förhållande till börsvärdet på "Kux".<sup>138</sup> Hur utbytesförhållandet skall bestämmas om endera eller båda inte är börsnoterade anges inte.

### 3.4.4 Ändring av bolagsform

Tysk rätt medger förändring från en bolagsform till en annan (Umwandlung) i ett stort antal fall.

Förändring kan ske enligt Aktiengesetz och enligt Umwandlungsgesetz. I det förra fallet innebär förändringen endast byte av form medan den i det senare fallet också kan innebära en förmögenhetsöverföring, exempelvis till en fysisk person.

Följande förändringar regleras av Aktiengesetz:

från AG till KGaA<sup>139</sup>

från KGaA till AG<sup>140</sup>

från AG till GmbH<sup>141</sup>

från GmbH till AG<sup>142</sup>

från KGaA till GmbH<sup>143</sup>

från GmbH till KGaA<sup>144</sup>

från bergrechtlichen Gewerkschaft till AG<sup>145</sup>

<sup>135</sup> §§ 339—358 AktG.

<sup>136</sup> s. 1946.

<sup>137</sup> § 357 AktG.

<sup>138</sup> Kux är beteckning, även i lagtexten, på andelar i ett "bergrechtlichen Gewerkschaft". Ordet har tjeckiskt ursprung och avspeglar det stora inflytande tjeckisk gruvrätt haft på tysk gruvrätt ända sedan medeltiden, Godin-Wilhelmi s. 1943.

<sup>139</sup> §§ 362 ff.

<sup>140</sup> §§ 366 ff.

<sup>141</sup> §§ 369 ff.

<sup>142</sup> §§ 376 ff.

<sup>143</sup> §§ 386 ff.

<sup>144</sup> §§ 389 ff.

<sup>145</sup> §§ 384 ff.

från bergrechtlichen Gewerkschaft till KGaA<sup>146</sup>  
från Körperschaft eller Anstalt des öffentlichen Rechts till AG<sup>147</sup>  
från Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit till AG<sup>148</sup>  
från Genossenschaft till AG<sup>149</sup>

Enligt Umwandlungsgesetz kan ett Kapitalgesellschaft omvandlas till ett Personenhandelsgesellschaft. Enligt samma lag kan bolagsförmögenheten överföras till huvudaktieägaren eller till viss majoritetsaktieägare. Vidare kan ett Kapitalgesellschaft omvandlas till ett Gesellschaft bürgerlichen Rechts.

De bestämmelser som nu finns i Umwandlungsgesetz av 1969 infördes ursprungligen i en lag 1934. Det dåvarande syftet var att, i enlighet med nationalsocialistiska uppfattningar,<sup>150</sup> främja avveckling av anonyma bolagsformer.

Fråga om reglerna om tvångsinlösen av aktier i Umwandlungsgesetz överensstämde med grundlagen prövades av Bundesverfassungsgericht i ärende om inlösen av aktier i Feldmühle Papier- und Zellstoffwerke AG, Düsseldorf-Oberkassel. Domstolen fann att reglerna inte stred mot grundlagen.<sup>151</sup>

Regler om värdering och inlösning finns såvitt gäller omvandling av Aktiengesellschaft till GmbH<sup>152</sup> och från GmbH till AG.<sup>153</sup> Då omvandlingsbeslut som regel kräver samtycke av alla aktieägare<sup>154</sup> torde dessa regler tillämpas mera sällan. Det fall då ett giltigt omvandlingsbeslut kan fattas mot någon aktieägares bestridande avser bolag med mindre än femtio aktieägare, vari omvandlingsbeslut blir gällande om ägare till minst 90 % av grundkapitalet röstar för beslutet.<sup>155</sup> Enligt § 375.1 AktG kan aktieägare som röstat mot omvandlingsbeslut kräva att bolaget inlöser hans andel. Lösenbeloppet bestämmes efter de principer som anges i § 320 och i händelse av tvist i den ordning som anges i § 306.<sup>156 157</sup>

<sup>146</sup> § 393.

<sup>147</sup> § 385 a.

<sup>148</sup> § 385 d.

<sup>149</sup> § 385 m.

<sup>150</sup> Jfr motiv till ändring av lagen BT II/1953 Drucksache 2402.

<sup>151</sup> BVerfGE 14 s. 263 ff.

<sup>152</sup> § 375 AktG.

<sup>153</sup> § 383 AktG.

<sup>154</sup> §§ 369.2 och 376.2 AktG.

<sup>155</sup> § 369.3 AktG.

<sup>156</sup> Se s. 66 f. ovan.

<sup>157</sup> Godin-Wilhelmi s. 2001.

Delägare i GmbH som röstat mot omvandling till AG har två möjligheter att skilja sig från bolaget.<sup>158</sup> Han äger sälja aktierna oavsett de inskränkningar som bolagsordningen måste innehålla, t.ex. hembudsklausul, eller han kan ställa aktierna till bolagets förfogande, varvid bolaget har att för aktieägarens räkning avyttra aktierna. Avyttringen skall ske till börskurs genom mäklare eller i avsaknad av börskurs genom offentlig auktion. För det sistnämnda fallet gäller vissa av reglerna om realisation av aktier som utfärdats i stället för ogiltigförklarade aktier.<sup>159</sup> De realisationsregler som är tillämpliga i det nu behandlade omvandlingsfallet innebär att om anledning finns till antagande att en auktion på den ort där bolaget har sitt säte inte skulle ge rimligt resultat skall auktionen hållas på annan lämpligare ort.<sup>160</sup>

Vid omvandling av bergrechtlichen Gewerkschaft till AG gäller jämligt § 385 AktG samma regler som vid omvandling från GmbH till AG.

### 3.4.5 Tyska domar

Tysk rättspraxis har undersökts av Koppenberg<sup>161</sup> som i sin undersökning också återger några synbarligen tidigare opublicerade domar. Koppenberg sammanfattar rättspraxis på följande sätt:

Lösenbelopp (angemessene Abfindung) skall motsvara företagens omsättningsvärde (Verkehrswert). Detta härledes från faktiskt erlagda priser för aktier om sådana kan fastställas och om de är rättvisande. I allmänhet kan något värde inte fastställas på detta sätt, varför man är hänvisad till den näst bästa metoden att fastställa ett företagsvärde, nämligen med stöd av ett sakkunnigutlåtande. I praktiken grundas dylika utlåtanden vanligen på substans- och avkastningsvärden. När domstolarna avvikit från det värde som den sakkunnige kommit fram till, har justering med olika motivering skett uppåt.<sup>162</sup>

*Oberlandesgericht Hamm, beslut 30.4 1960:*<sup>163</sup> Lösenbelopp skall bestämmas med hänsyn till samtliga omständigheter och varken missgynna

<sup>158</sup> § 383 AktG.

<sup>159</sup> § 226 AktG. Ogiltigförklaring av aktier kan ifrågakomma i samband med att aktier inte inlämnas för avstämpling t.ex. vid nedsättning av aktiekapital.

<sup>160</sup> Kommentaren påpekar att auktionen måste vara offentlig. Och detta även i fråga om namnaktier som är underkastade hembudspflicht. Godin-Wilhelmi s. 1278.

<sup>161</sup> Bewertung von Unternehmen.

<sup>162</sup> a.a. s. 20.

<sup>163</sup> Der Betriebs-Berater 20.1 1961 s. 65—66.

huvuddelägaren eller de delägare som utlöses. Värdet avspeglas i viss mån av börskurserna. Som framgår av tabeller över de båda senaste årens kurser har dessa väsentligen rättat sig efter de offentliga balansräkningarna jämte möjliga dolda reserver. Kurserna har dock inte motsvarat aktiernas verkliga värde, som framgått av sakkunnigutredningar. Domstolen anför också, att börskursen inte ensam kan vara utslagsgivande. Kursen avspeglar inte helt företagets verkliga avkastnings- och substansvärde och inte de värdeökningar som kan förekomma i ett rörelsedrivande företag. Vid fastställande av lösenbeloppet bör man inte heller bortse från att en andel i ett vinstgivande företag omvandlas till en penningfordran. Lösenbeloppet bör beakta de antydda värdena och möjligheterna. Men dessa kan endast beaktas såvitt de kommer till uttryck i "echten materiellen Werten". Därför skall också företagets avkastningsvärde beaktas.

När som i det aktuella fallet substansvärdet är högre än avkastningsvärdet får man inte bortse från att majoritetsaktieägaren kan nyttiggöra företagets olika beståndsdelar på ett annat sätt än tidigare och därigenom öka avkastningen. Finns inte denna möjlighet kan dessa delar avyttras och deras värde således erhållas.

Vid fastställande av lösenbelopp skall man enligt domstolens mening beakta såväl börskurs som hela företagets avkastningsvärde och dess substansvärde.

*Oberlandesgericht Düsseldorf, beslut 27.11 1962.*<sup>164</sup> Byggnadsvärden beräknades av den sakkunnige med utgångspunkt från bokvärden. För att erhålla nyvärdet användes byggnadskostnadsindex.

Avskrivningar gjordes, varvid för "Betriebs- und Lageranlagen" de bokförda avskrivningarna utbyttes mot avskrivningar som motsvarade varje tillgångs företagsekonomiska livslängd. Kontors- och bostadsbyggnader avskrevs linjärt med 2 % eller 3 % medan högre avskrivningssatser användes för lager- och verkstadsbyggnader. Gode mannen använde 1 % för bostadshusen och 2 % för förvaltningsbyggnaderna. Med dessa avskrivningssatser arbetade också beskattningsmyndigheterna. Domstolen tyckte mena, att det inte kunde förnekas att den sakkunniges avskrivningar var rätt höga vilket fick beaktas vid totalvärderingen.

Den sakkunnige värderade fartyg utifrån förmögenhetsvärdet 1.1. 1957 och antog att dessa värden förblivit oförändrade till värderingsdagen 21.12 1959. Gode mannen önskade värdering genom tekniska sakkunniga. Domstolen bortsåg inte från det berättigade häri. Värderingsprinciper som gäller för förmögenhetsskatt kunde inte utan vidare användas inom handelsrätten. Den sakkunniges beräkningssätt gav inte någon exakt men dock tillräcklig grund för att bestämma totalvärdet.

Minoritetsintressen i andra bolag hade den sakkunnige värderat utifrån andelarnas taxeringsvärden och underlagen för att bestämma dessa taxeringsvärden enligt det s.k. Stuttgarter Verfahren för att få uttryck för dolda reserver. Den sakkunniges värden varierade mellan 75 % och

<sup>164</sup> Der Betriebs-Berater 20.1 1963 s. 56—57.

90 % av bokvärdet. Den sakkunniges metod kunde inte klandras. Möjligen kunde man om man beaktade alla enskildheter beträffande varje minoritetsandel och om man använde en annan metodik, komma till ett noggrannare resultat. Den sakkunniges beräkningar var dock till fyllest för att fastställa lösenbeloppet.

Pensionsförpliktelser hade den sakkunnige kapitaliserat efter  $3\frac{1}{2}$  %. Gode mannen hävdade att denna räntesats var för låg. Gode mannen hänvisade till att enligt lag 30 juli 1960 höjdes kapitaliseringsfoten från  $3\frac{1}{2}$  till  $5\frac{1}{2}$  %. I värderingspraxis var det enligt gode mannen vanligt att räkna med en räntefot av  $5\frac{1}{2}$ —6 %.

Den sakkunniges bruk av  $3\frac{1}{2}$  % övertygade inte domstolen helt. Den av honom anförda omständigheten att pension avsätts efter senaste lön och inte beaktar möjliga, till beloppet okända, kommande löneökningar utgör inte något speciellt för detta bolag. Domstolen kom till att man borde kapitalisera efter en högre räntesats än den sakkunnige hade använt.

Den sakkunnige hade beräknat "inneren Vermögenswert" genom Überrenditemethode. Normalavkastning hade kapitaliserats efter 7 % och övervinst efter 12 %. Detta beräkningssätt innehöll inga systematiska fel och överensstämde med företagsekonomiska principer, förklarade domstolen.

Den sakkunnige påpekade att i många inlösenfall hade tillägg till lösenbeloppet gjorts, t.ex. genom avrundningar, som ibland uppgått till ansevärd belopp. Ett sådant tillägg borde göras även i detta fall. Beaktas borde att den sakkunnige hade värderat tillgångar och framtidsutsikter mycket försiktigt samt att han i stor utsträckning beaktat risker och belastningar. Detta kunde vara riktigt för en omsorgsfull köpman. Men på detta sätt erhöles inte ett skäligt lösenbelopp. Detta bestämdes inte genom att tillgångar värderats så lågt som möjligt och skulder så högt som möjligt. Möjligheterna till en gynnsam utveckling, som moderbolaget avsett, och som minoriteten utestängs från skulle då ensidigt och vederlagsfritt tillfalla moderbolaget. Detta kunde kompenseras genom ett tillägg av cirka 10 %.

Börskurserna beaktades inte då de inte erbjöd någon tillförlitlig hållpunkt.

Inte heller borde avdrag göras för att minoriteten inte kunde påverka företagens ledning.

*Oberlandesgericht Hamm, beslut 23.1 1963:*<sup>165</sup> Lösenbeloppet utgör kompensation för den rättsförlust som aktieägaren lider genom att han förlorar sin i aktien materialiserade delaktighet i företaget. I fall som det föreliggande skall rätten betraktas som en kapitalplacering och inte som en form av företagsverksamhet (unternehmerischer Betätigung), såsom Bundesverfassungsgericht utvecklat i Volkswagenmålet.<sup>166</sup>

Vid fastställande av aktievärdet måste beaktas å ena sidan att aktien i

<sup>165</sup> Die Aktiengesellschaft nr 8/1963 s. 218—224.

<sup>166</sup> BVerf GE 12 s. 366.

sig bär egna värdebestämmande faktorer, å andra sidan utgör en andel i ett företag, varför värdet också påverkas av eller bestäms av företagets värde.

En akties värde uttryckes i det pris som betalas för aktien. Det är för det första börskursen. För det andra är det det pris som en intresserad och upplyst part betalar för ett större antal aktier. Som tredje utgångspunkt kan tagas börskurser och pris för aktier i liknande bolag.

Börskursen bestäms av utbud och efterfrågan på värdepapper och utgör priset på enstaka aktier. I denna tvist hade börskursens betydelse som värdemätare förnekats, då kurserna påverkas av kursrörelser på utlandsbörser, av politiska händelser, av skattespekulationer, ja t.o.m. av hälsotillståndet hos ansvariga politiker. Erfarenheten visar dock att aktiekurserna beror på företagets avkastning varför kursutvecklingen kan utgöra en kontroll av avkastningsvärdet på företaget. Politiska händelser såsom hälsotillståndet hos ansvariga politiker kan påverka näringslivet och därigenom avkastningen. Om detta kommer till uttryck i kursutvecklingen, ligger däri en bedömning av denna faktors betydelse för det i näringslivet arbetande kapitalet. Även om spekulation förekommer är det korrekt att kursutvecklingen i allmänhet bildar utgångspunkt för aktiens värde.

För att fastställa lösenbelopp har börskursen en vidsträcktare betydelse. Skulle majoritetsaktieägarna inte ha haft den lagliga möjligheten att tvångsinlösa aktier hade de inte kunnat köpa dem för mindre än börskursen. Denna utgör därför aktiens minsta värde och även nedre gräns för lösenbeloppet. Visserligen skall man bortse från tillfälligheter och spekulativa inslag inför omvandlingen. Därför kan inte kursen en viss dag, t.ex. värderingsdagens kurs, användas. I stället är det en normalkurs som framkommit under en längre tid.

Omvandlingen medför fördelar för det övertagande bolaget genom att det på en gång blir ägare till 100 % av dotterbolaget. Delvis kan denna fördel uttryckas i siffror. Å andra sidan medför omvandlingen nackdelar för de utlösta aktieägarna genom att omvandlingen medför utlägg för dem och genom att minoritetsaktieägarna berövas chansen att vänta med sin försäljning tills moderbolaget är berett att betala ett högre pris. Nackdelarna är dock inte lika lätta att siffermässigt bestämma som fördelarna för moderbolaget. Nackdelarna för minoriteten kan inte åsättas ett högre värde än fördelarna för majoriteten. Lagen föreskriver också att lösenbeloppet skall vara skäligt (angemessen), vilket visar att billighetssynpunkter får spela en roll. Vid avvägning av alla dessa omständigheter synes det riktigt att göra ett tillägg till börskursen som domstolen bestämde till 32 %.

Börskursen avspeglar inte alltid företagsvärdet. Börskurserna överensstämmer med värdet som kan beräknas utifrån de offentliga balansräkningarna men de avspeglar inte dolda reserver. Men här gäller det att tvångsmässigt omvandla en andel i ett bolag till ett penningkrav. Full ersättning kan inte fastställas utan att företagets hela värde bestäms under hänsynstagande till allt som verkligen påverkar värdet. Vid bestämmande av företagsvärdet enligt företagsekonomiska principer kan



man beräkna substansvärdet, avkastningsvärdet och likvidationsvärdet.

Likvidationsvärdet ifrågakommer endast när detta är högre än andra värden. Skulle man bestämma värdet till substansvärdet skulle man gå mot företagsekonomisk vetenskap och praxis. Värdet skall bestämmas efter det levande företagets verkliga värde inklusive alla dolda reserver och goodwill. Därav följer inte att man skall bortse från avkastningen. Frågan hur ett företag skall värderas är inte en rättsfråga.<sup>167</sup> Domstolen får hålla sig till företagsekonomins erkända lärosatser. Företagsekonomin utgår från att en tillgångs ekonomiska värde beror på dess användning. Detta betyder att försäljningsvärdet nära sammanhänger med bruksvärdet. För det andra utgår företagsekonomi från att en tillgångs värde väsentligen bestämmas av dess tillverkningskostnader.<sup>168</sup> Tillverkningskostnaden är det som minst måste betalas för en tillgång. Följaktligen bestämmas ett företags värde väsentligen av tillverkningsvärdet för tillgångarna. På denna grundval och med beaktande av livslängd fastställs reproduktions- eller dagsvärdet. Detta betecknar man i allmänhet som substansvärdet. Därav följer att substansvärdet har en fundamental betydelse. Därefter kan i allmänhet substans- och avkastningsvärdena tilläggas lika vikt vid företagsvärderingen, stundom kan det ena värdet tilläggas större eller utslagsgivande betydelse beroende på företagets art.

Det speciella i detta fall är att substansvärdet ligger långt över avkastningsvärdet och att substansen inte är nödvändig för att erhålla avkastningen när man tar hänsyn till modern bergsteknisk och ekonomisk kunskap.

Domstolen kom fram till att grunda värderingen på avkastningsvärdet och därtill lägga värdet av de tillgångar som inte erfordrades för att nå avkastningen, alltså värdet av "Sondervermögen", "rörelsefrämmande tillgångar".

Avkastningsvärdet beräknas utifrån genomsnittet av de senaste årens avkastning korrigerat för tillfälligheter och särskilda omständigheter. Kapitalisering sker efter "landesüblichen Zinsfuss" med risktillägg. Den sakkunnige har angivit gängse ränta till 6 %. Andra utgår från 5 %. Gode mannen har visat på att inom gruvbranschen erhållits en effektiv förräntning av 2,89 % de senaste åren och, i varje fall fram till 1959, inte 4 %. Minoritetsaktieägare har också åberopat att gängse ränta bara varit tillämplig för "Geldpapiere" men inte för "Kapitalanlagepapiere" med hänsyn till den vikande köpkraftsutvecklingen. Men utvecklingen av börskurserna har inte bara påverkats av en flykt till realsäkerheter utan

<sup>167</sup> Die Frage, wie ein Unternehmen im Wirtschaftsverkehr zu bewerten ist, ist keine Rechtsfrage. Jfr s. 208 nedan.

<sup>168</sup> Här har domstolen alldeles fel. En tillgångs värde bestäms av vad den kan säljas för eller av vad det skulle kosta att på annat sätt erhålla den nytta, som tillgången medför. Tillverkningskostnaden eller anskaffningskostnaden saknar betydelse för att bestämma försäljningspriset eller nyttan. En annan sak är att ett företag inte kan överleva om inte priser kan sättas på så sätt att tillverknings- eller anskaffningskostnader täcks i det långa loppet.

också av en rad andra omständigheter. Utdelningar från rena gruvbolag har på senare tid varit högre än gode mannen angivit. Då man inte kan anta, att utdelningarna inte täcks av bolagens avkastning, bestyrkes inte antaganden om att gängse ränta skulle vara annan än 6 eller 5 %. Principiella betänkligheter mot att bestämma kapitaliseringsfaktorn utifrån gängse ränta med risktillägg uttalar Schmidt i *Betriebswirtschaft* 1961, 1963. Schmidt menar att risk är motpol till vinstchans och därför inte skall beaktas. Genom riktigt val av tid för bestämmande för genomsnittsavkastning har alla risker av praktisk betydelse redan visat sig i avkastningarna. Ett hänsynstagande till risk genom ett särskilt tillägg innebär en dubbelräkning, som sänker avkastningsvärdet. Däremot kan hänvisas till att riskfyllda kapitalplaceringar förräntas högre än helt säkra. Domstolen godtog den sakkunniges risktillägg till räntesatsen.

Domstolen avlog gode mannens krav på värdering av särskilda tillgångar genom särskilda sakkunniga. Visserligen kunde en rad tillgångar därvid visa sig ha ett högre värde men på grund av sin ålder skulle andra få ett lägre. Detta kan jämna ut sig. Därtill kommer att varje del inte skall värderas för sig utan som en del av företaget.

I allt väsentligt hade den sakkunnige gått riktigt till väga. Domstolen övervägde dock att tillkalla särskilda sakkunniga. Men den erbjudna löseskillingen var högre än 3 gånger avkastningsvärdet. Minoritetens beräkningar, såvitt de var berättigade, visade inte på sådana förändringar att denna gräns skulle komma att överskridas. Därför skulle ytterligare sakkunnigutlåtanden inte tjäna något ändamål.

Enligt domstolens beräkningar översteg inte företagsvärdet, bestående av avkastningsvärdet jämte värdet av rörelsefrämmande tillgångar, det av moderbolaget erbjudna beloppet, inte ens om man tillgodoräknade minoritetsaktieägarna all osäkerhet som kunde finnas.

*Oberlandesgericht Celle, beslut 6.1 1961.*<sup>169</sup> Den sakkunnige hade med rätta utgått från att en fullständig omvärdering av företaget som ett levande helt måste genomföras i och för fastställande av lösenbelopp. Den sakkunnige beräknade ett substansvärde. Beträffande ett tomtbolag beaktades inte ett negativt avkastningsvärde, med den motiveringen att substansvärdet måste uppfattas som lägsta gräns för företagsvärdet. Däremot gjordes ett avdrag om 10 % på den grunden att lösenbeloppet avsåg aktier som var del av en liten minoritet.

*Oberlandesgericht Stuttgart, beslut 12.11 1962.*<sup>170</sup> Moderbolaget hade i ärendet åberopat 5 sakkunnigutlåtanden som kommit fram till följande lösenbelopp i % av aktiernas nominella värde: 800 %, 560 %, 630—640 %, 608 % och 720 %. Rätten förordnade en sakkunnig som beräknade företagsvärdet till 920 % och föreslog ett lösenbelopp av 940 % för att kompensera för avkastning under tiden mellan utredningsdagen och värderingstidpunkten. Gode mannen beräknade lösenbeloppet till 1060 %.

Domstolen fann ett lösenbelopp av 800 % vara skäligt. Denna kurs

<sup>169</sup> Koppenberg s. 54—5.

<sup>170</sup> Koppenberg s. 57—68.

jämfördes med den genomsnittskurs som faststälts för den aktuella branschen för tiden 31.12 1959 — 30.11 1961. Genom att lösenkursen översteg branschens genomsnittskurs med 130 enheter hade domstolen tagit hänsyn till den inlösta koncernens betydelse och höga värde.

Till lösenkursen skulle läggas 5 % ränta, eftersom minoritetsaktieägarna inte genast vid värderingstidpunkten, 1.8 1959, kunde förfoga över lösenbeloppet. Denna ränta är en del av lösenbeloppet; den utgör en "sogenanntes Wertschuld".<sup>171</sup> Denna ränta kan inte jämföras med andra slags räntor — dröjsmålsräntor, processräntor, handelsräntor etc. — och utgår inte efter samma förutsättningar.

*Kammergericht 19.11 1962.*<sup>172</sup> Lösenbeloppet skall kompensera aktieägaren för hans förlust av en andel i ett arbetande bolag. Avgörande är varken aktiens börskurs eller bolagets likvidationsvärde. I stället bestäms värdet av bolagsförmögenheten "als lebendiges Ganzes" med hänsyn också tagen till värdet av bolagets organisation. Förutom redovisade och dolda reserver skall också ideella tillgångar beaktas, såsom patent, mönster, varumärken, licenser och företagets egen goodwill.

*Oberlandesgericht Hamm, beslut 15.5 1963.*<sup>173</sup> Lösenbeloppet skall utgöra full ersättning för den rättsförlust som aktieägarna lider genom att deras i aktierna nedlagda rätt till andel i ett företag går förlorad. Vid värderingen skall man utgå från att en aktie dels värderas på särskilda grunder, dels utgör en andel i ett företag varför aktiens värde också påverkas av företagets värde. I ett annat beslut har domstolen förklarat att börskursen i allmänhet av lagstiftaren och i rättspraxis uppfattas som marknadspris och därmed som grundläggande faktor för omsättningsvärdet. Moderbolaget skall inte ha några fördelar och minoriteten inte några nackdelar av den bolagsrättsliga omvandlingen. Börskursen utgör lösenbeloppets minimum, förutsatt att denna kurs noterats en längre tid och inte påverkats av spekulation eller av tillfälligheter.

Utöver börskursen ansåg domstolen att den borde beakta den fördel det innebär för moderbolaget att bli ägare till 100 % av aktierna i dotterbolaget. Samtidigt skulle beaktas nackdelen för minoriteten att förlora vinstmöjligheterna som delaktigheten i företaget inneburit. För att kompensera dessa förhållanden gjorde domstolen ett tillägg till börskursen om 35 %.

Efter att ha återgivit delar av sitt allmänna ekonomiska resonemang från tidigare beslut,<sup>174</sup> gick domstolen in på värderingen av enskilda tillgångsposter.

En viktig tillgång i bolaget var en stor aktiepost i ett cementaktiebolag. Denna aktiepost hade ett värde som ostridigt och otvivelaktigt låg över börskursen. Vid värderingen av denna aktiepost fick man utnyttja sådant underlag som blev tillgängligt först efter värderingsdagen.

<sup>171</sup> Jfr Rodhes likartade uppfattning om svensk rätt, s. 40.

<sup>172</sup> Koppenberg s. 69—82.

<sup>173</sup> Koppenberg s. 138—161.

<sup>174</sup> Jfr s. 73 ff. ovan.

Vid värdering av värdepapper och annat för vilka börser eller ordnade marknader finns, borde man utgå från börskurs eller motsvarande. Men det betyder inte att börskursen var enda måttstocken. Börskursen kunde både ligga över och under verkliga värdet. Detta saknade betydelse när aktieägaren hade frihet att sälja eller inte sälja. Då kunde han vänta med att sälja tills kursen motsvarade hans uppfattning om värdet.

Men när aktieägaren tvingas att sälja, såsom vid omvandling, kunde inte börskursen få fälla utslaget annat än om kursen motsvarade det objektiva värdet värderingsdagen.

En tid efter omvandlingen såldes aktierna i cementfabriken till en lägre kurs än domstolen hade använt i inlösenvärderingen. Detta ansåg domstolen inte skulle beaktas. Vad som inträffar efter värderingsdagen skulle inte beaktas vid värdering per en viss dag, förklarade domstolen.<sup>175</sup>

I motsats till tidigare utslag utdömde domstolen i detta ärende ränta. Detta motiverades med att minoriteten borde kompenseras för att lösenbeloppet inte var tillgängligt på värderingsdagen.

*Bundesverfassungsgericht* har i 2 mål haft att ta ställning till aktierättsliga frågor med viss anknytning till vårt ämnesområde. Det första målet gällde en aktieemission i Volkswagenwerke,<sup>176</sup> det andra en omvandling av pappersföretaget Feldmühle.<sup>177</sup> I båda fallen ansåg författingsdomstolen att grundlagen inte hade kränkts.

### 3.5 Amerikansk rätt

Amerikansk rätt är som bekant inte ett enhetligt rättssystem utan åtminstone 55 mer eller mindre olika system. Förutom den federala rätten gäller en rättsordning i var och en av de 50 delstaterna. Särskild bolagslagstiftning finns också för District of Columbia, Puerto Rico och Virgin Islands. När jag påstår att amerikansk rätt består av åtminstone 55 system syftar jag på att i vart och ett av systemen gäller inte bara en omfattande lagstiftning utan också regler från common law.<sup>178</sup>

I fall av väsentliga ändringar av förhållandena i ett bolag, såsom vid samgående med ett annat bolag eller vissa ändringar av bolagsordningen som påverkar den rätt som tillkommer aktieägarna eller vissa av dem, har de aktieägare som motsätter sig förändringen lagenlig rätt att bli utlösta,

<sup>175</sup> Domstolen ansåg alltså inte att det faktiskt avtalade priset utgjorde belägg för aktiernas värde även värderingsdagen.

<sup>176</sup> BVerfGE 12 s. 366.

<sup>177</sup> BVerfGE 14 s. 263.

<sup>178</sup> Detta förhållande ger upphov till lagkonfliktsproblem och kan ge anledning till "forum shopping" liksom inom sjörätten.

”appraisal right”. Dylig inlösenrätt finns nu i alla stater.<sup>179 180</sup>

Syftet med inlösningsrätten har varit ”to placate the dissenting minority and at the same time to facilitate the carrying out of changes of a desirable and extreme sort”.<sup>181</sup> Medan reglernas syfte teoretiskt är att skydda minoriteten och bereda dem en möjlighet att skilja sig från ett bolag vid väsentliga förändringar, förefaller det verkliga syftet snarare vara att skydda majoriteten.<sup>182</sup>

En minoritetsaktion varken fördröjer eller hindrar genomförandet av en fusion eller annat samgående. Lagstiftarna har nedlagt omsorg om att undvika obstruktion av ”racketeers” och har gjort så små eftergifter till minoriteten som möjligt.<sup>183</sup> De minoritetsaktieägare som vill utnyttja sina lagliga rättigheter måste handla utomordentligt snabbt för att uppfylla de ofta mycket strikta formella förutsättningarna för en minoritetstalan.<sup>184</sup> I Illinois måste således en minoritetsaktieägare skriftligen anmäla sin avvikande mening i fråga om ett samgående före eller senast vid den bolagsstämma vid vilken beslut om samgåendet skall fattas. Han får inte rösta för förslaget och måste inom tjugo dagar väcka talan mot bolaget med yrkande om att erhålla skälig ersättning för sina aktier på grundval av deras värde dagen före ifrågavarande bolagsstämma. I ett dussintal stater uppställs formkravet att minoritetsaktieägaren måste rösta mot förslaget. En aktieägare som inte är närvarande åtminstone genom ombud har alltså inte rätt till inlösen oavsett hur svårt eller meningslöst det skulle vara för honom att utnyttja sin rösträtt.

<sup>179</sup> Lattin s. 1592, Köhler s. 111. Manning s. 226, Henn s. 724. I appendix till Mannings uppsats finns en systematisk översikt över lagreglerna i de olika staterna. Av dessa källor framgår inte att inlösenrätt finns i West Virginia.

Enligt §§ 31-1-122 och 123 i West Virginia Corporation Act, gällande från 1975-07-01, äger aktieägare dock sådan rätt.

<sup>180</sup> Denna redogörelse bygger huvudsakligen på Ballantine on Corporations §§ 298—299 s. 700—706 samt Lattin §§ 161—168 s. 591—610.

<sup>181</sup> Lattin 45 Harv.L.R. 233, 237, 248.

<sup>182</sup> Ballantine s. 701.

<sup>183</sup> ”Courts of equity have a tradition of aiding the helpless, such as infants, idiots and drunkards. The average security holder in a corporate reorganization is of like kind.” (cit. s. 497 Fairness to Preferred Shareholders in Corporate Recapitalization 54 Harv.L.R. 488—497 (1941) efter Frank, Some Realistic Reflections on Some Aspects of Corporate Reorganization (1933) 19. Va.L.Rev. 541. 569).

Någon motsvarande benägenhet tycks inte lagstiftarna ha utvisat gentemot minoritetsaktieägare.

<sup>184</sup> Om proceduren i staten New York skriver Hornstein, del 2 s. 183 f.: ”The statutory procedure is reminiscent of a combination of medieval legal procedure and a modern-day children’s game, ‘Simple Simon Says’.”

Kostnaderna för inlösenförfarandet är en väsentlig faktor. Dessa innefattar arvoden till värderingsmän, advokater, revisorer och andra utredningskostnader. Endast få stater har uppställt regler som kan ge part adekvat kompensation för rättegångskostnaderna.

Det synes som om minoritetsaktieägares rätt till inlösen av aktier inte utnyttjas i någon större utsträckning ens om detta är teoretiskt möjligt.

En omtvistad fråga är huruvida förekommande lagregler exklusivt reglerar minoritetsaktieägares rätt. Den förhärskande uppfattningen tycks dock vara att lagreglerna om inlösen endast är ett alternativ till möjligheten att grunda en talan på common law, såvida staten i fråga inte genom en uttrycklig lagregel förklarat att bolagslagstiftningens inlösenregel är exklusivt tillämplig.

Liksom i andra länder utgör själva värderingen det som vållar mest problem i samband med minoritetsaktieägares talan om inlösen av aktier. I de olika bolagslagarna beskrivs vad aktieägaren tillkommer som "value", "fair value", "fair cash value" eller "fair market value". De olika uttrycken har samma innebörd. Ordet "fair" innebär att t.ex. en viss dags börsnotering eller den genomsnittliga börskursen under en period inte är en bindande måttstock.

"The appraisers should consider the elements that tend to affect market quotations: The rate of dividends; the regularity with which they have been paid; the management and reputation of the company; its prospects for the future; and all other circumstances which will aid them in estimating the future course of the stock in the market."<sup>185</sup>

Lagstiftarna och domstolarna har inte uppställt några bestämda värderingsnormer. Allting som kan påverka värdet i positiv eller negativ riktning och som skulle ha beaktats av praktiska, erfarna affärsmän skall tagas i beräkning. Vid aktievärderingen skall bolaget antagas fortsätta sin rörelse och inte fingeras bli likviderat. Värdet skall inte grundas endast på börsvärde fastän börskurser kan vara viktig bevisning.

Vid värderingen skall man bortse från effekterna av den fusion eller annan åtgärd, som utlöst värderingen, som minoritetsaktieägaren motsatt sig.

Ett sätt att genomföra ett samgående är att ett bolag överlåter sina tillgångar och skulder till ett annat bolag, eventuellt mot vederlag i form av aktier i det övertagande bolaget, varefter det säljande bolaget utskiftar behållningen till sina aktieägare. Även i detta fall kan aktieägare ibland

<sup>185</sup> In Matter of Fulton, 257 N.Y. 487, 493, 178 N.E. 766, 768, 79 A. L.R. 608.

ha rätt att erhålla "fair value" för sina aktier. Domstolarna är emellertid obenägna att avvika från företagsledningens och styrelsens bedömning av försäljningsvillkorens rimlighet. Bevisbördan åvilar den aktieägare som kräver "fair value". Vid transaktioner mellan närstående bolag omkastas dock bevisbördan.<sup>186</sup>

### *Amerikanska domar*<sup>187</sup>

I *Application of Behrens*<sup>188</sup> förklarade Supreme Court, New York County, att värdet skall bestämmas per den dag beslut fattades på bolagsstämma om fusion utan hänsyn till effekterna av fusionsbeslutet. Vid värderingen skall hänsyn tagas till "market value", "investment value" och "net asset value". Vilken vikt som skall tilläggas var och en av faktorerna växlar från fall till fall men samtliga skall beaktas. Betydelsen av "market value" beror uppenbarligen på hur utvecklad marknad det finns för aktien ifråga. "Net asset value" skall också beaktas men under antagande att rörelsen

<sup>186</sup> Ballantine s. 672—4.

<sup>187</sup> Andra rättsfall om aktieinlösen som ofta citeras i litteratur eller rättspraxis är:

Matter of Fulton	178 N.E. 766	(1931)
Chicago Corp v. Munds	172 A. 452	(1934)
Ahlenius v. Bunn & Humphreys	192 N.E. 824	(1934)
American General Corp v. Camp	190 A. 225	(1937)
Republic Finance & Investment Co. v. Fenstermaker	6 N.E. 2d 541	(1937)
Perkins v. Public Service Co.	45 A.2d 210	(1945)
Adams v. United States Distributing Corp	34 S.E.2d 244	(1945)
Roessler v. Security Savings & Loans Co	72 N.E.2d 259	(1947)
Tri-Continental Corp. v. Battye	74 A.2d 71	(1950)
Matter of Deutschmann	116 N.Y.S.2d 578	(1952)
Blumenthal v. Roosevelt Hotel, Inc.	115 N.Y.S.2d 52	(1952)
Sterling v. Mayflower Hotel Corp.	93 A.2d 107	(1952)
Application of Silverman	115 N.Y.S.2d 97	(1952)
modified	122 N.Y.S.2d 312	(1953)
Heller v. Munsingwear, Inc.	98 A.2d 774	(1956)
Phelps v. Watson-Stillman Co.	293 S.W.2d 429	(1956)
Dynamics Corp of America v. Abraham & Co	166 N.Y.S.2d 128	(1956)
modified	174 N.Y.S.2d 952	(1958)
Adams v. R. C. Williams & Co	158 A.2d 797	(1960)
Tabulating Card Co. v. Leidesdorf	223 N.Y.S.2d 652	(1961)
In re Tudor City Fifth Unit Inc.	232 N.Y.S.2d 758	(1962)
West Waterway Lumber Co.	367 P.2d 807	(1962)
In re Tudor City Fifth Unit Inc. v. French Investing (aff'd memorandum)	192 N.E.2d 222	(1963)
David J. Greene & Co v. Dunhill Intern'l Inc.	249 A.2d 427	(1968)
Bastian v. Bourne, Inc.	256 A.2d 680	(1969)

<sup>188</sup> 61 N.Y.S.2d 179; affirmed 69 N.Y.S.2d 910.

fortsattes. "Investment value" återspeglar sådana faktorer som bolagets soliditet, uppnådda resultat och lämnade utdelningar, ställning i branschen, utsikterna både för företaget och branschen samt "over-all value of its securities in relation to general market conditions and market values of comparable securities".

Domstolen konstaterade att "investment value" inte kan definieras eller bestämmas noga. Stundom uttalas, att detta värde motsvarar det pris som accepteras både av en villig och upplyst köpare och av en villig och upplyst säljare, vilka båda köper respektive säljer utan tvång.

I *General Realty & Utilities Corporation*<sup>189</sup> bedömde värderingsmannen olika värden på följande sätt:

börsvärde (market value)	\$ 90.00
substansvärde (asset value)	\$ 129.61
avkastningsvärde (estimated earnings)	\$ 83.00

Med utgångspunkt från dessa värden bestämde värderingsmannen aktievärdet till \$ 120. Domstolen fann att värderingsmannens värdering innebar att substansvärdet gavs en vikt av cirka 80 %, vilket domstolen fann överdrivet. Domstolen åsatte substansvärdet vikten 50 % och de andra värdena vikten 25 % vardera. Den bestämde således aktievärdet till \$ 108 ( $0,5 \times 129 + 0,25 \times 90 + 0,25 \times 83$ ).

Ett säreget fall är *Application of Marcus*.<sup>190</sup> Det stora varuhuset R. H. Macy & Co, Inc., hade beslutat ändra bolagsordningen på så sätt att preferensaktieägare också skulle ha rösträtt. Förslaget antogs av ägare till 1 332 408 aktier. Endast en aktieägare med 50 aktier motsatte sig ändringen. Macy-aktien noterades på New York-börsen och kursen var 43,125 — 43,75 den dag då bolagsstämma höll. Sökandens 50 aktier hade därför ett börsvärde av cirka \$ 2 175. I tvisten hade sökanden begärt \$ 20 000 för sina aktier. — Börsvärdet hade avgörande betydelse för aktievärdet om det fanns en fri och öppen marknad och om transaktionsvolymen var så stor att den kunde antas återspegla köparens och säljares uppfattning. Därför undersökte domstolen marknaden för Macy-aktien för en sexmånadersperiod, varav 3 månader löpte före bolagsstämman och 3 månader efter. Nästan varje dag omsattes hundratals aktier och dagsgenomsnittet uppgick till cirka 700 aktier. Kurserna varierade mellan 35 och 51. Kursutvecklingen var i någon mån uppåtriktad liksom index vid denna tid. Några särskilda kursfluktuationer kunde inte märkas. Marknaden för Macy-aktien bedömdes som normal. Sökanden hade inte heller gjort gällande att marknaden på något sätt skulle vara missvisande.

Domstolen hade att ta ställning till om en fysisk inventering av bolagets tillgångar behövde göras och om en särskild revision skulle komma till stånd. I samband härmed förklarade domstolen, att lagen visserligen inte angav något visst antal aktier för att få rätt till inlösen och att lagen inte heller förutsatte god tro. Men domstolen behövde inte blunda för verkligheten och tillåta förfarandet att svälla ut över vad som verkligen

<sup>189</sup> 52 A.2d 6.

<sup>190</sup> 79 N.Y.S.2d 76.



erfordrades för att ge sökanden ett skäligt lösenbelopp. Domstolen angav därför riktlinjer för en värderingsman att beakta kursutvecklingen o.dyl. faktorer utan att gå in på detaljer i fråga om värdering av tillgångar.

I *Jacques Coe & Co. et al. v. Minneapolis-Moline Co.*<sup>191</sup> beräknade en värderingsman "net asset value", "market value" och ett värde baserat på vinster och utdelningar. Dessa värden sammanvägdes därefter, varvid olika vikter användes vid beräkning av värdet på preferensaktier och stamaktier på följande sätt:

	stam aktier	preferens aktier
net asset value	20 %	40 %
market value	45 %	30 %
earnings and dividends	35 %	30 %
	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>

Domstolen instämde i värderingsmannens bedömning.

Särskilda beräkningar av värde av materiella tillgångar och immateriella tillgångar eller goodwill gjordes i *Petition of Northwest Greyhound Lines, Inc.*<sup>192</sup>

Värderingsmannen gjorde följande beräkning:

Samtliga tillgångars bokvärde	\$ 5 395 354
Samtliga skulder	./.
Immateriella tillgångars bokvärde	./.
Justering av materiella tillgångar	+
Materiella tillgångar, nettovärde	<u>\$ 3 296 702</u>
Uppskattad framtida vinst	\$ 436 107
Avgår 8 % avkastning på materiella tillgångars nettovärde, 8% × 3 296 702	./.
Aterstoden hänföres till immateriella tillgångar	<u>\$ 172 371</u>
Immateriella tillgångars värde (172 000 kapitaliserat efter 8 %)	\$ 2 154 637
Materiella tillgångar, nettovärde	+
Sammanlagt värde	<u>\$ 5 451 339</u>
per aktie	80.59

Domstolen räknade efter samma metod men med något annorlunda faktorer.

Justerat värde av materiella tillgångar	\$ 4 182 952
Uppskattad genomsnittsvinst	357 107
Avgår 8 % × 4 182 952	./.
Aterstoden hänföres till immateriella tillgångar	<u>\$ 22 471</u>

<sup>191</sup> 75 A.2d 244.

<sup>192</sup> 251 P.2d 607.

Immateriella tillgångars värde	
(\$ 22 471 kapitaliserat efter 20 %)	112 355
Materiella tillgångar, nettovärde	3 296 702
Sammanlagt värde	<u>\$ 3 409 057</u>
per aktie	\$ 50.397

Skillnaderna i bedömningar bestod först i att materiella tillgångar värderades högre av domstolen. Detta fick till följd att en större del av den förväntade vinsten ansågs vara normalavkastning på materiella tillgångar. Vidare uppskattade domstolen den uthålliga vinsten till ett lägre belopp än värderingsmannen. Slutligen kapitaliserade domstolen avkastning på immateriella tillgångar efter en mycket högre faktor än värderingsmannen. I samband med valet av diskonteringsfaktor nämnde domstolen en serie avgöranden i skatteärenden, vari avkastningskraven 8—10 % för materiella tillgångar och 15—20 % för immateriella tillgångar använts i olika kombinationer.

Metoden att väga samman olika beräknade värden tillämpades också i *Sporborg v. City Specialty Stores*.<sup>193</sup> Värderingsmannen beräknade ett aktievärde på följande sätt:

Asset value	\$ 42.35	40 %	\$ 16.940
Earnings value	\$ 18.50	25 %	\$ 4.625
Sales value	\$ 25.27	25 %	\$ 6.318
Market value	\$ 27.25	10 %	\$ 2.725
		<u>100 %</u>	<u>\$ 30.608</u>

Domstolen ansåg inte att börsvärdet (market value) skulle ges särskild vikt i detta fall, eftersom det inte fanns någon riktig marknad för aktierna i fråga vid tiden för värderingen. Vid beräkningen av "earnings value" utgick värderingsmannen endast från 1 år. Denna vinst kapitaliserade värderingsmannen efter 10 % medan moderbolaget hävdade att 20 % skulle ha tillämpats, dvs vinstmultiplikatorn 5 i stället för 10. Domstolen drog fram ett citat från Dewing, *Financial Policy of Corporations*<sup>194</sup> där författaren rekommenderar ett avkastningskrav av 15 %, motsvarande ett värde av ungefär 7 gånger nettovinsten, för väletablerade företag som dock kan påverkas av allmänna ekonomiska förhållanden. Denna typ av företag är stark men känslig för lågkonjunkturer. De kräver stor skicklighet men obetydligt med specialkunnsande av företagsledningen. Domstolen ansåg att genomsnittsvinsten skulle multipliceras med 6—8. Det värde domstolen kom till understeg dock \$ 13 som moderbolaget vitsordat som avkastningsvärde.

"Sales value" var en ny storhet i tvister av denna art. Detta värde byggde på att all avkastning måste ha sitt ursprung i försäljning. Domstolen

<sup>193</sup> 123 A.2d 121.

<sup>194</sup> Vol. 1, s. 390.

ansåg dock inte att ett särskilt värde skulle beräknas på detta sätt. Det skulle bara vara ett annat och mera teoretiskt sätt att bestämma ett avkastningsvärde.

Substansvärdet bestämdes huvudsakligen av värdet av varuhusfastigheter, vilka värderats av särskilda sakkunniga. Hyror hade kapitaliserats efter 6 %. Minoritetsaktieägarna krävde kapitalisering efter 5,5 % och moderbolaget efter 7 %. Domstolen godkände värderingsmannens beräkning. Minoriteten hävdade att ett särskilt värde skulle åsättas bolagets bestånd av kontokunder. Domstolen fann dock att värdet härav återspeglades i avkastningsvärdet.

Domstolen bestämde värdet på följande sätt:

Asset value	\$ 42.35	40 %	\$ 16.94
Earnings value	\$ 13.00	60 %	\$ 7.80
		<u>100 %</u>	<u>\$ 24.74</u>

*Application of Delaware Racing Association*<sup>195</sup> gällde ett bolag som drev travbana med spel enligt särskilt statligt tillstånd. Bland villkoren för det statliga tillståndet ingick begränsning av den avkastning som bolaget fick erhålla. Vid bolagsbildningen 1936 inbetalades \$ 15 190 för 1 519 aktier. Investeringar som hade finansierats av vinster uppgick 1963 till \$ 8,7 miljoner. Bolaget hade aldrig givit någon utdelning. I april 1962 föreslog William DuPont, stor aktieägare, att alla aktierna i travbanebolaget skulle skänkas till Delaware Park Inc. DuPont erbjöd sig också att själv köpa aktier för \$ 1 530 per aktie varefter han skulle skänka dem till Delaware Park. Nämnda värde byggde på en värdering av en konsultfirma. Till följd av DuPonts förslag erhöll Delaware Park, Inc., 1390 av de 1519 aktierna i travbanebolaget.

Värderingsmannen beräknade aktievärdet på följande sätt:

Asset value	\$ 5996 × 40 %	\$ 2398.40
Market value	1530 × 25 %	382.50
Earnings value	2768 × 25 %	692.00
Dividend value	0 × 10 %	0.00
		<u>\$ 3472.90</u>

Domstolen använde följande siffror:

Asset value	\$ 5996 × 25 %	\$ 1499.00
Market value	1305 × 40 %	522.00
Earnings value <sup>195a</sup>	1201 × 25 %	300.30
Dividend value	0 × 10 %	0.00
		<u>\$ 2321.30</u>

<sup>195</sup> 213 A.2d 203.

<sup>195a</sup> 25 % av \$ 1201 blir \$ 300.25; värdet 300.30 beror sannolikt på avrundningsfel.

Asset value bestämdes på grundval av en särskild sakkunnigvärdering av bolagets fastighet. I fråga om marknadsvärdet ifrågasattes om det verkligen fanns någon marknad för aktierna när den ende köparen var DuPont. Domstolen ansåg att DuPonts inköpserbudande konstituerade en marknad. Man borde inte heller bortse från detta eftersom DuPont inte var kontrollaktieägare och budet därför inte borde uppfattas som missvisande. Emellertid beräknade domstolen ett "reconstructed market value" med beaktande av de faktiska resultaten för 1962 och 1963 som var kända vid tiden för samgåendet. Skillnaden i avkastningsvärde mellan domstol och värderingsman beror på olika kapitaliseringsfaktorer: domstolen kapitaliserade efter 10 % och värderingsmannen efter 15,2 %.

Supreme Court of Delaware fastställde underrättens aktievärde, \$ 2 321.30.

I en amerikansk lärobok<sup>196</sup> lämnas några upplysningar som den utländske betraktaren kan ha anledning att begrunda när han försöker bedöma rättsfallets betydelse. Gåvor till Delaware Park, Inc., är avdragsgilla vid inkomstbeskattning. DuPont engagerade en konsultfirma för att fastställa hur mycket han kunde få göra avdrag med. Konsultfirman kom fram till \$ 1530 per aktie, vilket då blev DuPonts erbjudande till övriga aktieägare. Om man antar att DuPonts marginskatt är 50 % blir hans skattelättnad \$ 765 för varje aktie han skänker. (Antagandet göres i den citerade läroboken.)

Den värderingsmetod som tillämpats i många amerikanska rättsfall och som innebär att flera olika aktievärden beräknats på olika sätt, varefter ett vägt medeltal mellan dessa aktievärden anses uttrycka aktiens värde, förefaller ovederhöftig. Ett medeltal av ett antal heterogena värden kan knappast ge ett riktigt uttryck för helheten. Detta tillvägagångssätt har likheter med vad som åtminstone förekommit i Sverige när avkastningsvärdet överstigit "substansvärdet", varvid företagsvärdet antagits utgöra medelvärde av de båda andra värdena. Schmitz<sup>197</sup> förklarar om ett liknande beräkningssätt, att även om det är teoretiskt tokigt, är det kanske så vanligt, att det får uppfattas som branschsedvänja. En annan tysk författare<sup>198</sup> skriver:

"... die Differenz zwischen Ertragswert und 'Substanzwert' sagt in Wirklichkeit für die Unternehmensbewertung nicht mehr aus als etwa der Höhenunterschied zwischen Eiffelturm und Kölner Dom."

<sup>196</sup> Frey m.fl. Cases and Materials on Corporations s. 1132.

<sup>197</sup> S. 87—88.

<sup>198</sup> Böhme; Vision künftiger Unternehmensbewertung, Wirtschaftsprüfung 1970 s. 334. Se också Gross s. 31.

Ett annat sätt att illustrera det betänkliga i denna metod skulle vara att jämföra med att beskriva ett fartyg genom att ange medelvärdet av dess bruttoregister tonnage och dess dödviktstonnage.<sup>199 200</sup>

### 3.6 Diverse andra rättssystem

#### 3.6.1 Brittiska samväldet

I en rad stater som tillhör brittiska samväldet gäller bolagslagar som starkt påverkats av engelska Companies Acts. Motsvarigheter till reglerna om tvångsinlösen i sect. 209 Companies Act finns således i följande länder:

Sydafrika, Companies Act 1926	sect. 103 ter
Australien, Companies Act 1936	sect. 135
1961	185
Canada, Companies Act 1934	sec. 124
1952	128
Eire, Companies Act 1963	sec. 204
New Zealand, Companies Act 1955	sec. 208
Southern Rhodesia, Companies Act 1951	sec. 164
Nigeria, Companies Decree 1968	sect. 200 <sup>201</sup>

<sup>199</sup> Bruttoregister ton uttrycker fartygets volym, dödviktston anger vilken vikt fartyget kan bära.

<sup>200</sup> En välvillig tolkning av tillvägagångssättet skulle vara att uppfatta de olika aktievärdena, som vägs samman, som mer eller mindre osäkra uppskattningar av det pris som skulle kunna uppnås vid en försäljning av hela företaget, alltså uppskattningar av det värde som domen skall fastställa. Osäkerheten i dessa uppskattningar förutsättes känd och preciseras siffermässigt som sannolikhet för ett visst värde. Eftersom total visshet om ett förhållande innebär att sannolikheten är 100 %, skall summan av de antagna sannolikheterna vara 100 %. För att detta synsätt skall vara riktigt måste dock underlag finnas för att åsätta de olika behandlade värdena någon viss sannolikhet, vilket underlag inte finns redovisat någonstans och antagligen inte existerar. Ett förhållande som förtjänar särskild uppmärksamhet är att de olika värden, som amerikanska domstolar laborerar med, ibland kan ligga på helt olika nivåer. När detta är fallet, är det inte troligt att dessa värden är uttryck för en låt vara inte helt säker men dock sannolik skattning av det värde man vill bestämma i domen. Slutsatsen av dessa överväganden blir, att det amerikanska tillvägagångssättet med vägda medeltal är ovederhäftigt.

<sup>201</sup> Uppgifterna har i huvudsak hämtats från *Sammel v. President Brand Gold Mining Co. Ltd.* (1969) 3 S.A. 629, 631. *Blue Metal Industries Ltd. v. R. W. Dilley* (1969) 3 W.L.R. 357 samt Orojo s. 440. Fullständighet har inte eftersträvat.

### 3.6.2 Italiensk rätt

Aktieägare har i några fall rätt att få sina aktier inlösta, nämligen om bolagets ändamål ändrats, om bolagsformen ändrats eller om bolagets säte flyttats till utlandet. Under förutsättning av att aktieägaren inte röstat för beslutet äger han påkalla inlösen av aktierna. Lösen skall ske till medelkursen under det senaste halvåret om bolaget är börsnoterat och eljest baseras på aktiens matematiska värde enligt balansräkningen för senaste räkenskapsår. Framställning om inlösen skall göras skriftligen inom tre dagar efter den avgörande bolagsstämman om aktieägaren var närvarande, och i annat fall inom femton dagar efter beslutets införande i handelsregistret. Bestämmelserna, som är tvingande, återfinns i Codice civile 16 marzo 1942 art. 2437.<sup>202</sup>

### 3.6.3 Spansk rätt

Vid beslut om ändring av bolagsändamålet äger aktieägare rätt att få sina aktier inlösta, såvida han röstat mot beslutet. Om aktierna är börsnoterade utgör lösenbeloppet den genomsnittliga börskursen de senaste sex månaderna. I andra bolag baseras lösenbeloppet på en uppskattning av bolagets likvida<sup>203</sup> tillgångar enligt senaste balansräkning.<sup>204</sup> Lösenrätten prekluderas efter tre månader från beslutets införande i handelsregistret.

Vid fusionsbeslut inträder också en lösenrätt. Därvid krävs inte att aktieägaren har röstat mot beslutet, det räcker att han inte har röstat för fusionsbeslutet. Lösenbeloppet bestäms på grundval av senaste balansräkning före fusionsbeslutet. Aktieägare som var närvarande vid den avgörande bolagsstämman anses vilja få sina aktier inlösta om de inte inom en månad ansluter sig till fusionsbeslutet. Aktieägare som inte var närvarande anses vilja få sina aktier inlösta, om de inte ansluter sig till fusionsbeslutet inom tre månader från dess offentliggörande.<sup>205 206 207</sup>

<sup>202</sup> Återgivet efter Ausländische Aktiengesetze, Band 11,2. Auflage, 1976, s. 108.

<sup>203</sup> sic.

<sup>204</sup> . . . o, si las acciones no se cotizan, al tipo que resulte de la apreciación del patrimonio líquido, según el último balance aprobado. Art 85, 4 st. i.f. Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anonimas.

<sup>205</sup> Art. 135.

<sup>206</sup> Återgivet efter Ausländische Aktiengesetze Band 2 1975, s. 119, 145.

<sup>207</sup> Jfr Gross s. 124 vid n. 1.

### 3.6.4 Schweizisk rätt

Enligt schweizisk rätt har styrelsen eller aktieägare i ett aktiebolag rätt att lösa aktier, som någon förvärvat genom vissa familjerättsliga fång eller genom exekutiv auktion. Lösen skall utgöras av börskurs, när någon sådan finns, och eljest "zum wirklichen Wert" vid den tidpunkt förvärvaren begär att bli registrerad som aktieägare.<sup>208</sup>

### 3.6.5 Holländsk rätt

Den enda inlösenregel som förefaller finnas i holländsk bolagsrätt avser innehållet i hembudsklausuler i bolagsordningar i BV.<sup>209</sup> En hembudsklausul måste ange, att aktieägaren vid hembud har rätt att erhålla ett pris för sina aktier som motsvarar aktiernas värde enligt en eller flera självständiga sakkunnigas uppskattning.<sup>210</sup>

### 3.6.6 Europeiska gemenskapen

EG-kommissionen framlade 1975-05-13 ett nytt förslag till lag om Europabolag.<sup>211</sup>

Del VII, som behandlar koncernrätt, har två avsnitt, nummer 3 och 4, rörande minoritetsskydd och utlösning av minoritetsaktieägare.<sup>212</sup>

Sedan ett bolag blivit ett "dependant company" i en europabolagskoncern skall moderbolaget rikta ett erbjudande till minoritetsaktieägarna att förvärva minoritetsaktierna mot kontantbetalning. Om moderbolaget är ett EG-bolag eller ett aktiebolag bildat enligt aktiebolagslagstiftningen i någon EG-stat, har moderbolaget rätt att därjämte eller i stället erbjuda vederlag i form av aktier i moderbolaget. Moderbolaget äger också erbjuda minoritetsaktieägarna att behålla sina aktier med rätt till viss ga-

<sup>208</sup> Art. 686 IV schweizerische Bundesgesetz über das Obligationenrecht 30/3 1911, 18/12 1936, jfr Lehner, Otto, i Schweizerische Juristen-Zeitung 1954 s. 73—81.

<sup>209</sup> Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid.

<sup>210</sup> Art. 57,1; Kluwer para 82 s. 395.

<sup>211</sup> Ursprungligen framlades ett förslag 1970-10-10, Bulletin EG Bilaga 8/70. Yttrande avgavs av Europaparlamentet 1974-08-07 och av EG:s handels- och socialutskott 1972-12-13. Med anledning av dessa yttranden samt med anledning av Danmarks, Irlands och Storbritanniens upptagande i EG reviderades 1970 års förslag. 1975 års förslag med korta motiv har publicerats i Bulletin EG Bilaga 4/75.

<sup>212</sup> Artikel 228—238 respektive 238a—238b.

ranterad årlig betalning.<sup>213</sup> Dotterbolagets styrelse skall utse en eller flera oberoende sakkunniga som har till uppgift att yttra sig om skäligheten i moderbolagets erbjudande. Minoritetsaktieägare som äger minst 5 % av den del av bolagets kapital som tillhör minoriteten, äger påkalla att domstol utser en eller flera andra sakkunniga, om de av styrelsen utsedda sakkunniga inte visats vara tillräckligt oberoende.

De sakkunniga skall avge en rapport, vari de skall uttala sig om erbjudandets skälighet. När erbjudandet innehåller förslag om kontantbetalning för aktier skall yttrandet ange "the amount of the net assets of the company, based on their current values; the earnings of the company, having regard to its future prospects; and the criteria employed for valuing such net assets and determining such earnings".<sup>214</sup> När ett aktieutbyte föreslås, skall yttrandet innehålla uttalande om förhållandet mellan de berörda bolagens nettotillgångar och avkastningskapacitet så som nyss angivits tillika med uppgift om grunderna för uttalandet. De sakkunniga åläggs uttryckligen att fästa aktieägarnas uppmärksamhet på eventuella svårigheter som uppkommit vid värderingen.<sup>215</sup> De sakkunniga har rätt att erhålla all relevant upplysning som moderbolaget och dotterbolagen kan tillhandahålla.

Dotterbolagets styrelse skall skriftligen yttra sig över de sakkunnigas utlåtande. Minoritetsaktieägarna har rätt att erhålla kopior av de sakkunnigas utlåtande och av styrelsens yttrande däröver.

Dotterbolagets styrelse skall kalla aktieägarna till en bolagsstämma för att ta ställning till moderbolagets erbjudande. Vid denna stämma har endast minoritetsaktieägare rösträtt. Rösträtt får även utövas för aktier som eljest saknar rösträtt. För antagande av moderbolagets förslag kräves att ägarna till tre fjärdedelar av minoritetsaktierna röstar för förslaget.

Om minoritetsaktieägarna på nyssnämnda stämma helt eller delvis förkastar moderbolagets förslag, kan villkoren bestämmas av domstol. Domstolens beslut kan inte överklagas.

Minoritetsaktieägare har rätt att begära domstolsprövning av moderbolagets erbjudande även om detta godtagits av minoritetsaktieägarna. Här för krävs dels att minoritetsaktieägaren röstat mot förslaget, dels att dessa minoritetsaktieägare äger minst 20 % av minoritetsaktierna.

Nu refererade bestämmelser gäller generellt när ett bolag blivit koncernbolag. Moderbolaget har flera möjligheter att utforma vederlaget till

<sup>213</sup> Jfr utjämningsersättning enligt tyska AktG s. 64 ff. ovan.

<sup>214</sup> Art. 232.3 (a).

<sup>215</sup> Art. 232.4.



minoriteten. Minoriteten å andra sidan har i huvudsak endast att förkasta eller antaga moderbolagets förslag eller eventuellt påkalla jämkning vid domstol. Om däremot moderbolaget direkt eller indirekt förvärvat minst 90 % av aktierna i ett dotterbolag inträder en ömsesidig rätt och plikt till inlösen av aktierna i dotterbolaget.

Vederlagets storlek bestäms på samma sätt som i ovan beskrivna fall. I proceduren ingår en skyldighet för moderbolaget att lämna ett erbjudande om förvärv av minoritetsaktierna mot kontantbetalning eller mot byte av aktier i moderbolaget. Varje minoritetsaktieägare har rätt att inom en månad efter erbjudandet påkalla prövning genom domstol av erbjudandets skälighet.

I motsats till det förstnämnda fallet är moderbolaget inte skyldigt att erbjuda någon garanterad utjämningsersättning.

I och med att moderbolagets erbjudande om tvångsinlösen villkor publiceras blir moderbolaget ägare till minoritetsaktierna. Minoritetsaktieägarna har därefter endast ett krav på att erhålla kontantbetalning eller moderbolagsaktier i utbyte mot sina dotterbolagsaktier.

Moderbolaget är skyldigt att ombesörja att det blir kungjort när moderbolaget förvärvat minst 90 % av aktierna i dotterbolaget. Varje minoritetsaktieägare har då rätt att påkalla inlösen av sina aktier. I detta fall erfordras inte något sakkunnigutlåtande. Om parterna inte enats om villkoren äger domstol fastställa dessa på minoritetsaktieägarens begäran.

"The procedural rules and the rules on examination of the offer in Section 3 do not apply since in this case requests will, for the most part, come from individual outside shareholders and any procedure under those rules would be too cumbersome. The adequacy of the offer in response to a request from an outside shareholder does not therefore need to be examined and verified by an expert. However, if the outside shareholder finds the amount of the offer unacceptable he may have recourse to the court. Since the court's decision is of importance to any remaining outside shareholders of the company, it must be published."<sup>216</sup>

### **3.7 Sammanfattning av utländsk bolagsrätt**

Värderingsregler av särskilt intresse finns framför allt i engelsk, tysk och amerikansk rätt.

Förutsättningar för inlösen av aktier är ungefär desamma i dessa rättsystem och i vårt. Däremot är värderingsreglerna högst olika.

<sup>216</sup> Bull. EG Supplement 4/75 s. 203.

Tysk rätt ger minoritetsaktieägaren eller den aktieägare som eljest blir föremål för inlösen en stark ställning. Aktierna värderas efter en ingående prövning, där alla relevanta ekonomiska omständigheter skall beaktas.

Amerikansk rätt medger att ekonomisk information av allehanda slag förs in i ett värderingsmål. Men amerikansk rätt uppställer olika regler, bland annat av procesuell art, som innebär ett skydd för ett bolag eller dess dominerande aktieägare mot kverulanter och andra som skulle vilja missbruka värderingsreglerna. Dessa skyddsregler har en sådan utformning att de utgör ett väsentligt hinder även för en genuint missnöjd aktieägare att utnyttja skyddsreglerna.

Engelsk rätt slutligen innehåller regler som skulle kunna utgöra ett skydd för exempelvis en minoritetsaktieägare. Dessa regler tillämpas dock av domstolarna så att någon saklig prövning av exempelvis erbjudna villkor för aktieöverlåtelse i samband med ett företagssamgående inte kommer till stånd. Prövningen inskränker sig till om allting gått formellt riktigt till.

# 4 Företagsvärdering

Efter redovisningen av lagregler om värdering av företag i svensk och utländsk aktiebolagsrätt, som lämnats i kapitel 2 och 3, och som framför allt gäller regler om tvångsinlösen av aktier i samband med samgåenden mellan företag, följer här en kort redogörelse för allmänna principer för företagsvärdering. Denna redogörelse bygger främst på vedertagen företagsekonomisk praxis. I detta kapitel behandlar jag också ett urval av specialproblem som enligt min erfarenhet ofta vållar meningsmotsättningar i tvister om tvångsinlösen. Mot bakgrund av rättsreglerna och med kännedom om principerna för företagsvärdering behandlar jag så i kommande kapitel rättspraxis.

## 4.1 Allmänt om företagsvärde

Värdet av ett företag<sup>1</sup> för dess ägare bestämmes av den nytta ägaren har eller kan erhålla av att äga företaget. Nyttan består dels av vad ägaren kan ta ut ur företaget i pengar eller motsvarande, vilket förutsätter att företagets inkomster på lång sikt överstiger dess utgifter, dels i att företaget ger ägaren utlopp för arbetsglädje eller lämnar honom utrymme för självförverkligande.

Den företagsekonomiska vetenskapen anvisar metoder för att beräkna den ekonomiska nyttan. Syftet med detta kapitel är att ge en översiktlig beskrivning av dessa metoder som en bakgrund till den rättsliga framställningen.

Den icke-ekonomiska nyttan av ett företagsinnehav är omätbar, men den kan dock subjektivt beaktas av ägaren, t.ex. när denne fattar beslut

<sup>1</sup> Begreppet företag användes här i vidsträckt mening och kan omfatta varje slag av organiserad, ekonomisk aktivitet. Vad som anföres i detta kapitel gäller generellt för alla företag oavsett företagsform, där motsatsen inte uttryckligen angivits.

om att sälja eller icke sälja företaget.<sup>2</sup> Icke-ekonomisk nytta kan antagas förekomma oftare i små företag än i stora.

Ett företagsvärde behöver bestämmas i en rad olika situationer, såsom

- vid den årliga förmögenhetstaxeringen,
- vid arvfall och vid gåva,
- i samband med kreditgivning till företaget,
- i samband med kreditgivning med företaget som säkerhet,
- vid försäljning av företaget,
- vid samgående mellan två företag,
- vid börsintroduktion,
- vid tvångsinlösen enligt 14 kap. 9 § ABL,
- vid hembud av aktier,
- vid expropriation.

Om särskilda värderingsnormer inte angivits i lag, avtal eller på liknande sätt bestämmas företagsvärdet enligt företagsekonomiska principer. Dessa principer syftar främst till att ange ett marknadsvärde på företaget.

Marknadsvärdet ligger mellan några gränsvärden, som Johansson-Löfgren<sup>3</sup> givit beteckningarna säljarens resp. köparens kritiska värde.<sup>4</sup> Säljarens kritiska värde definieras som det "pris, vid vilket alternativet att sälja företaget ter sig lika fördelaktigt för den potentiella säljaren som alternativet att icke sälja".<sup>5</sup> På motsvarande sätt definieras köparens kritiska värde, som "det överlåtelsepris, vid vilket alternativet att förvärva företaget ter sig lika fördelaktigt för den potentiella köparen som alternativet att icke förvärva företaget".<sup>6</sup>

Storleken av säljarens kritiska värde beror dels av hur säljaren upp-

<sup>2</sup> Det bör observeras att ett företag kan ha ett värde för en ägare även om innehavet inte medför någon ekonomisk nytta, dvs. om utgifterna överstiger inkomsterna på lång sikt, nämligen om värdet av de icke-ekonomiska fördelarna uppskattas kompensera förlusterna. Som exempel kan anföras maken till en miljonär som driver en boutique, varvid förlusterna i denna rörelse får utnyttjas som underskott i förvärvskälla vid miljonärens taxering. Metoderna att beräkna värdet av den ekonomiska belastningen — av den "negativa nyttan" — blir teoretiskt desamma som i de normala fallen.

<sup>3</sup> S. 263.

<sup>4</sup> Werin i SvJT 1978 s. 94 använder beteckningen reservationspris för säljarens kritiska värde. Termen har Werin hämtat från den engelska nationalekonomen Philip Wickstead.

<sup>5</sup> Johansson-Löfgren s. 263.

<sup>6</sup> Johansson-Löfgren s. 263.

skattar framtiden för företaget i hans ägo, dels av vilka alternativa placeringsmöjligheter säljaren har.

Antag att säljaren blivit övertygad om att företaget årligen för all framtid kommer att ge en avkastning om 100 tkr. Om hans bästa alternativa placering av kapitalet är att köpa förlagsbevis som ger honom 10 % ränta blir värdet 1000 tkr (10 % av 1000 tkr = 100 tkr). Om hans bästa alternativ å andra sidan är att inträda som delägare i ett annat företag som ger 25 % avkastning<sup>7</sup> blir hans kritiska värde endast 400 tkr (25 % av 400 tkr = 100 tkr). Antag att säljaren får ett anbud på 500 tkr. Om hans alternativa placeringsmöjlighet var de nämnda förlagsbevisen skulle hans årsavkastning sjunka till 50 tkr (10 % av 500 tkr = 50 tkr) men om hans alternativ var den nämnda placeringen i ett annat företag skulle den öka till 125 tkr (25 % av 500 tkr = 125 tkr). Vi förutsätter att samtliga placeringar är lika säkra eller lika riskfyllda. Det skulle under dessa — realistiska — förutsättningar vara oförståndigt av säljaren att sälja i det första fallet och att inte sälja i det andra fallet.

På motsvarande sätt beräknar den presumtive köparen sitt pris. Storleken av köparens kritiska värde beror dels av hur köparen uppskattar framtiden för företaget i hans ägo, t.ex. i kombination med andra tillgångar, dels av vilka alternativa placeringsmöjligheter köparen har.

En förutsättning för att en försäljning av företaget skall komma till stånd är att köparens kritiska värde ligger högre än säljarens. En sådan skillnad mellan de kritiska värdena kan betecknas som ett *värdegap*.<sup>8</sup>

Både köparens och säljarens kritiska värden är subjektiva. Samma företag kan ha olika värde för olika personer, t.ex. beroende på att de har olika möjligheter att nyttiggöra företagets resurser eller beroende på att de har olika alternativa placeringsmöjligheter. Att företagsvärdet är subjektivt innebär dock inte att det bestäms på ett godtyckligt sätt.<sup>8a</sup>

Figur 4:1 illustrerar schematiskt hur olika värden kan förhålla sig till varandra. Köpare A anser att företaget säkert är värt  $A_1$  och möjligen kan vara så högt som  $A_2$ . Köpare B bedömer värdet ligga mellan  $B_1$  och  $B_2$  och köpare C mellan  $C_1$  och  $C_2$ .  $A_2$ ,  $B_2$  och  $C_2$  utgör de tre köparnas kri-

<sup>7</sup> Här bortses från skatt.

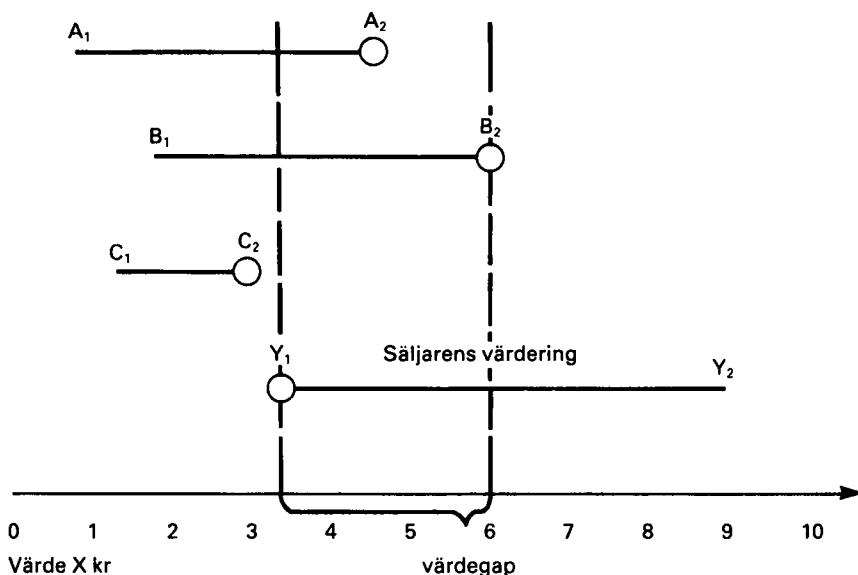
<sup>8</sup> Rydén s. 87.

<sup>8a</sup> I ABL 14:3 2 st. anges, att yttrande skall avges av revisor i samband med fusion av vilket skall framgå, "att aktiekapitalet i det övertagande bolaget icke överstiger de överlåtande bolagens sammanlagda *verkliga värde för det övertagande bolaget*". (Min kursivering.) Denna utformning, som saknar motsvarighet i aktiebolagsutredningens förslag, kan tyda på att lagstiftaren också uppfattat företagsvärdet som subjektivt. Denna del av lagrummet har dock inte närmare behandlats i propositionen.

tiska värden, de motsvarar den högsta ekonomiska nytta var och en av köparna beräknar kunna utvinna av företaget. Säljaren uppskattar värdet till minst  $Y_1$  men anser att det möjligen kan uppgå till  $Y_2$ .  $Y_1$  utgör säljarens kritiska värde; detta värde utgör minimum för vad som är ekonomiskt för honom att acceptera som köpeskilling.

Värdegap föreligger endast i förhållandet mellan säljaren och köparna A och B. Säljarens kritiska värde är lägre än As och Bs kritiska värden. Däremot föreligger inte något värdegap i förhållandet mellan säljaren och C, eftersom Cs kritiska värde är lägre än säljarens kritiska värde.

Vem av A och B som kommer att köpa företaget och hur högt priset slutligen blir kan inte anges på något generellt sätt. Det enda som går att säga är, att priset kommer att bli lägst  $Y_1$  och högst  $B_2$ . Priset blir beroende bl.a. av parternas förhandlingsskicklighet, av deras angelägenhet att göra affär och av deras — grundade eller ogrundade — uppfattning om motpartens uppfattning om relevanta värden.



*Schematisk bild av värdegap*

I samband med företagsvärdering förekommer en rad värdebegrepp. De vanligaste<sup>9</sup> är följande:

- *avkastningsvärde*, vilket skall uttrycka nuvärdet av framtida avkastning<sup>10</sup>;
- *substansvärde*, vilket skall uttrycka skillnaden mellan värdet av tillgångar och skulder i företaget. Värderingsprinciperna växlar, främst såvitt gäller tillgångsvärderingen. Enligt en författare skall inte alla tillgångar medräknas.<sup>11</sup> En särskild, bestämd innebörd har begreppet fått genom Riksskatteverkets anvisningar om värdering av aktier i fåmansbolag<sup>12 13</sup>;
- *goodwillvärde*, vilket ibland betecknar det belopp varmed avkastningsvärdet överstiger substansvärdet;
- *likvidationsvärde*, vilket betecknar vad ägaren skulle ha i behåll sedan företaget avvecklats efter likvidation.

Däremot nämner jag inte i detta sammanhang börsvärdet, eftersom det, vilket kommer att visas nedan<sup>13a</sup> har ett så indirekt och komplicerat samband med företagsvärdet att det inte kan utgöra någon ändamålsenlig värderingsnorm.

Andra värdebegrepp som också kan nämnas för att därefter genast

<sup>9</sup> Johansson-Löfgren behandlar avkastningsvärde, substansvärde och likvidationsvärde (s. 264—270), Nilsson-Öhlin de nu nämnda samt goodwillvärde (s. 9), Arvidsson substansvärde, avkastningsvärde och goodwillvärde (s. 8—9). — Opsahl nämner (s. 38—40) 18 olika värden vilka kan tas som uttryck för ”fullverdi”. Braitinger hänvisar till en formulärbok som anvisar 55 möjliga metoder att värdera resultat (s. 9 not 24 i.f.). Commons hänvisar till 32 olika värdedefinitioner (s. 332). De båda sista exemplen hör förstås hemma i kuriosakabinettet. Möjligheterna att definiera värdebegrepp, vare sig de hänförs till företagsvärde eller göres allmänna, är uppenbarligen legio.

<sup>10</sup> Närmast motsvarande engelska term är earnings value. Det är oriktigt att översätta avkastningsvärde med dividend value, se Pineus, Ship's value s. 20 och Ramberg i SvJT 1976 s. 210. Dividend value förekommer som term i amerikansk litteratur som beteckning på ett värde som bygger på utdelning i stället för på avkastning vare sig denna utdelas eller inte.

<sup>11</sup> Nilsson-Öhlin s. 64 om immateriella tillgångar.

<sup>12</sup> RSV Dt 1978:15, RSFS 1978:34. Omarbetade anvisningar i RSV Dt 1979:12.

<sup>13</sup> Enligt min uppfattning har begreppet substansvärde blivit så uttunnat och missbrukat att det inte längre fyller någon funktion annat än som teknisk term med avseende på värdering enligt RSV:s normer. Se Flodhammar i Aktiespararen 1-1978 s. 24 f. Jfr Moxter, s. 209, som antar att substansvärdeorienterade teorier inom få år kan vara hänvisade till idéhistorien. ”Es handelt sich hier um einen Denkfehler, der offenbar von allen gemacht wird, die sich mit Bewertungsfragen oberflächlich befassen.” (Schmalenbach s. 61).

<sup>13a</sup> S. 120 ff. och 126 ff.

avfärdas är affektionsvärde och nuisance value. Dylika värden tillmätas inte någon betydelse vid en företagsvärdering även om de kan påverka en säljares vilja att sälja. Dessa värden är att jämföra med andra icke-ekonomiska värden.

De olika värdena kan beräknas under olika antaganden om grundläggande förutsättningar, främst i fråga om företagets livslängd. Avkastningsvärde beräknas vanligen under antagande om oändlig livslängd. Detta är försvarligt eftersom värdet huvudsakligen påverkas av de närmast liggande årens avkastning. Avkastningar som realiseras om några decennier spelar mycket liten roll för värdet.<sup>14</sup> Vid substansvärdeberäkningar brukar man antaga att företaget är i drift, de sker under betraktande av företaget "as a going concern". Något explicit antagande om livslängd brukar ej göras. Likvidationsvärde slutligen kan antingen beräknas under antagande om en omedelbar likvidation eller under antagande om en successiv avveckling. Man kan observera, att likvidationsvärde egentligen inte är annat än ett specialfall av avkastningsvärde, nämligen ett avkastningsvärde under antagande om en begränsad, kort livslängd för företaget.<sup>15</sup>

Efter ovanstående redovisning av riktlinjer för företagsvärdering i allmänhet övergår framställningen nu till vissa särskilda problem, som jag kommer att behandla i anslutning till redogörelser för beräkning av de värden, som vanligen brukar tillmätas intresse. Jag kommer således att för sig behandla problem i samband med beräkning av avkastningsvärde, substansvärde, likvidationsvärde och börsvärde.

Särskilt vid behandlingen av avkastningsvärdet kommer jag att belysa en rad detaljproblem. Dessa har jag valt ut på grundval av vad som enligt min erfarenhet, främst från tvister om tvångsinlösen av aktier men även från förhandlingar om frivilliga överlåtelser av företag, brukar vålla meningsmotsättningar i praktiken. Detta urval av detaljproblem överensstämmer till stora delar med det som Johansson-Löfgren arbetar med.<sup>16</sup>

Framställningen är till största delen beskrivande med några få analytiska inslag.

## 4.2 Avkastningsvärdet

Avkastningsvärdet skall i princip motsvara nuvärdet av all framtida avkastning av företaget, inklusive nuvärdet av resultatet av företagets

<sup>14</sup> Se nedan s. 100 f.

<sup>15</sup> Johansson, S-E i *Ekonomiska studier* s. 19.

<sup>16</sup> S. 264—268.



likvidation. En sådan beräkning innehåller två huvudproblem:

- den förutsätter en kännedom om framtiden som inte finns;
- de vid olika tidpunkter utfallande avkastningarna skall hänföras till samma tidpunkt, i allmänhet nutid, för att kunna adderas.

Problemen innebär alltså att bestämma *vad* man skall diskontera och *hur* man skall diskontera.

Ovissheten om framtiden brukar i praktiken lösas så att man försöker uppskatta den normalavkastning som företaget kan förväntas uppnå.<sup>17</sup> Denna skall varken uppskattas för högt eller för lågt; således skall inte någon "säkerhetsmarginal" byggas in i uppskattningarna utan hänsyn till osäkerhet och risk tages på annat sätt.<sup>18</sup> Ofta beräknas denna normalavkastning efter en analys av ett antal gångna år. 5 år är en vanlig analysperiod.<sup>19</sup> Därvid kommer perioden vanligen att omfatta en hel konjunkturcykel.

Vid analysen av gångna års resultat justeras dessa med hänsyn till en mängd faktorer som inte anses hänförliga till ifrågavarande år. Vissa vanliga justeringsposter behandlas nedan. På grundval av de justerade resultaten uppskattas normalavkastningen.

Det är vanligt att något medelvärde<sup>20</sup> av de justerade resultaten anses representera en normalavkastning. Ibland anser man att senare års resultat är mera representativa än tidigare års, varför ett vägt medelvärde beräknas. Valet av vikter får anses vara godtyckligt. Det förekommer också att man utesluter det bästa och det sämsta året av de analyserade och beräknar något medeltal av övriga justerade resultat. I branscher med resultat som utvecklas cykliskt kan vägda medeltal bli missvisande.

Om företagens avkastning under gångna år följer en viss trend antar man ibland att denna trend fortsätter.<sup>21</sup>

Problemet med att hänföra avkastningar som utfaller vid olika tidpunkter till samma tidpunkt löses genom diskontering till nuvärde.<sup>22</sup> Det

<sup>17</sup> Kritik mot denna förenkling hos Moxter s. 156, 210.

<sup>18</sup> Se s. 110 f.

<sup>19</sup> Johansson-Löfgren s. 264, Nilsson-Öhlin s. 43, Arvidsson s. 31. Enligt 1974 års utgåva av RSV:s anvisningar för aktievärdering omfattar analysen 3—5 år, RSV Dt 1974:27 s. 6.

<sup>20</sup> I allmänhet ett vägt eller ovägt aritmetiskt medelvärde.

<sup>21</sup> Stor försiktighet bör dock iakttagas därvid. Det framstår som mindre sannolikt att en gynnsam trend kan förbli obruten i all framtid. Men om företaget uppvisat t.ex. en god resultatförbättring under en följd av år kanske man antar att resultatet fortsätter att förbättras varje år under de 10 närmaste åren och därefter planar ut på den uppnådda nivån.

<sup>22</sup> Att beräkna nuvärdet innebär att beräkna det belopp som behöver placeras

har synnerligen stor betydelse efter vilken räntefot denna diskontering sker.<sup>23</sup> En brist i många företagsvärderingar är att man nedlägger stor omsorg på att justera historiska resultat i syfte att kunna beräkna en påräknelig normalavkastning. Därefter kapitaliseras denna normalavkastning efter en räntefot utan närmare motivering. Minst lika stor omsorg borde nedläggas på valet av räntefot.<sup>24</sup>

En följd av diskontering av ett antal års avkastning till nuvärde blir att de närmast liggande åren får störst betydelse. Misstag i fråga om avkastning som förväntas utfalla om lång tid spelar bara en liten roll för nuvärdets storlek.

Avkastning om 100 under obegränsad tid ger, vid diskontering efter 20 %, ett nuvärde av 500. Hur detta nuvärde är sammansatt av olika delvärden illustreras av tabell 4:1.

År	Nuvärde	Kumulerat nuvärde
1	83	83
2	69	152
3	58	210
4	48	258
5	40	298
6	33	331
7	28	359
8	23	382
9	19	401
10	16	417

Tabell 4:1

#### *Tidsmässig fördelning av nuvärde*

Hälften av nuvärdet beror alltså på de fyra närmaste årens avkastning. 90 % av nuvärdet beror på cirka 9 års avkastning. Avkastning som erhålles efter år 10 svarar för en liten del av det totala nuvärdet. Ett fel i antagandena om avkastningen efter år 10 på 100 % (t.ex. att avkastningen år 11 och följande år skulle visa sig vara 200 i stället för antagna

under ifrågavarande tidrymd till ifrågavarande räntefot för att man skall erhålla ifrågavarande belopp. Nuvärdet av 100 kr som förfaller till betalning om 1 år är vid räntefoten 10 % lika med 91 kr. (91 kr + 10 % ränta å 91 kr i 1 år 9 kr = 100 kr).<sup>23</sup> Om normalavkastningen beräknats till 1 000 blir kapitalvärdet 10 000 efter 10 % men bara 4 000 efter 25 %.

<sup>24</sup> Jfr Asztély, Företagsvärde och goodwill, s. 22.

100) innebär inte mer än att det sammanlagda nuvärdet förändras med cirka 16 % (från 500 till 580).

Avkastningsvärdet förändras självfallet om de förutsättningar, varpå värderingen bygger, förändras. Därvid kan även värdet förändras språngvis. En sådan förändring kan inträffa, om företaget exempelvis genomgår en strukturuomvandling. Däremot förändras avkastningsvärdet i alla normala fall jämnt, vilket ofta innebär att om avkastningsvärdet beräknas per två olika tidpunkter som inte ligger alltför långt ifrån varandra, kommer värdena inte att avvika från varandra särskilt mycket. Detta gäller även vid värdering av företag med mycket skiftande resultat, om svängningarna är något så när regelbundna.

#### 4.2.1 Avskrivningar

Avskrivningar på företagets anläggningstillgångar i bokföringen styrs ofta av skattelagstiftningen. I detta avseende har svensk skattelagstiftning ansetts vara gynnsam för företaget. Avskrivningsreglerna är så utformade att företagen medges att bygga upp dolda reserver. Många företag, bl.a. ett stort antal börsnoterade företag, redovisar numera — förutom de skattemässiga — också kalkylmässiga, planmässiga eller andra avskrivningar. Dessa senare anses då vara på ett eller annat sätt företagsekonomiskt motiverade.

Det torde inte vara möjligt att påstå att någon av alla förekommande avskrivningsmetoder är den "rätta". Vilken som är riktigast i ett visst fall beror på för vilket ändamål avskrivningarna beräknats.

Att avskrivningar alls skall ske, motiveras av att det skulle vara missvisande att belasta det år, när en maskin, en fastighet eller annan anläggningstillgång anskaffas, med hela anskaffningsutgiften. Denna bör på ett eller annat sätt fördelas över den tid tillgången kan brukas. En grundläggande tes inom teorin på redovisningens område är att kostnader skall ställas mot intäkterna vid den tidpunkt då de senare redovisas. Utan att gå in på detaljer kan det vara lämpligt att här peka på två olika uppfattningar om avskrivningarnas funktion, som leder till olika uppfattning om avskrivningarnas storlek. Enligt den ena uppfattningen skall avskrivningarna vara så stora att deras summa räcker till återanskaffning av tillgången när denna är förbrukad. I inflationstider leder detta till att avskrivningarna sammanlagt måste överstiga den historiska anskaffningsutgiften, vilket bl.a. skattelagstiftningen inte medger. Avskrivningarna har med detta synsätt såväl en finansieringsfunktion som en mätfunktion. En annan uppfattning är att finansieringen av varje investering bör be-

handlas för sig och att den inte i och för sig har samband med vilka investeringar som tidigare har gjorts. Avskrivningarnas ändamål blir då endast att fördela anskaffningsutgifterna så att varje års resultat blir så riktigt som möjligt — de har en ren mätfunktion. Oavsett hur avskrivningar har redovisats i räkenskaperna behöver ofta en motiverad justering ske. I vissa fall kan företagets avskrivningar godtagas, vilket förutsätter att motiveringen för deras storlek övertygar bedömaren om att de är ändamålsenligt beräknade.

Tre faktorer vid beräkning av avskrivningars storlek som det kan råda delade meningar om gäller avskrivningsunderlagets storlek, avskrivningsperiodens längd samt sättet för fördelning av avskrivningarna. Som avskrivningsunderlag kan den historiska anskaffningsutgiften tjäna liksom varje års återanskaffningskostnad. Valet av avskrivningsunderlag påverkas av vilken uppfattning man har om avskrivningarnas funktion. I fråga om avskrivningsperiodens längd anser flertalet bedömare att denna skall vara tillgångens ekonomiska livslängd i motsats till dess tekniska. Emellertid är den ekonomiska livslängden ej sällan osäker, inte minst på grund av den tekniska utvecklingen. Företag brukar då ofta underskatta livslängden i konsekvens med den allmänna försiktighetsprincip som följer av god redovisningssed.

Avskrivningarna kan fördelas linjärt, progressivt eller degressivt. Vid linjär avskrivning fördelas avskrivningsunderlaget jämnt över hela avskrivningsperioden. Vid progressiva avskrivningar stiger avskrivningsbeloppen varvid den bakomliggande tanken är att värdeminskningen blir större ju äldre tillgången är. Vid degressiv fördelning belastas de första åren med en högre avskrivning än senare år med motivering att värdet sjunker snabbare i början av innehavstiden. Ett annat motiv för degressiv avskrivning är att driftkostnader brukar bli högre för äldre tillgångar, ett förhållande som delvis utjämnas genom att avskrivningarna får sjunka ju äldre tillgången blir.

Som exempel på vanliga avskrivningstider kan tjäna uppgifterna i Svenska Cellulosa AB:s årsredovisning 1977.<sup>25 26</sup> Dessa avskrivningar är baserade på anskaffningsvärden.

<sup>25</sup> Not 3 s. 39.

<sup>26</sup> Flera utredningar pekar på att livslängden för maskiner och inventarier är väsentligt mycket längre än vad som brukar antagas. I början av 1950-talet uppskattade Lindberger (SOU 1953:6 s. 226) den genomsnittliga utrangeringsåldern för maskiner till 30—35 år. Wallander (1962, s. 39) beräknade livslängden för verkstadsindustrins maskinkapital i slutet av 1950-talet till 28 år eller längre. Lundberg-

Vattenkraftverk	40 år
Skogsindustrins byggnader och maskiner, värmekraftstationer och eldistributionsanläggningar	20 år
Fartyg	11 år
Skogsmaskiner och övriga mobilier	5 år
Övrig industri, byggnader	33 år
Övrig industri, maskiner	10 år

Ibland kan gränsdragningen mellan investering och driftskostnad vara tveksam. Företaget väljer då i allmänhet av skatteskal, när det skall redovisa skattepliktig vinst, att hänföra en utgift till driftkostnader eftersom avdrag därigenom genast erhålles med utgiftens hela belopp. Vidare förekommer det att en investering omkostnadsförs i enlighet med vissa skatteregler, t.ex. omkostnader på hyrd lokal. Sådana poster bör föranleda justering i samband med en värdering.

#### 4.2.2 Immateriella investeringar

Det kan ifrågasättas hur man bör behandla immateriella investeringar, alltså utgifter för forskning och utveckling, utgifter för att utveckla nya marknader o.dyl. I företagens redovisning torde det vara vanligt att de behandlas som reguljära driftkostnader som belastar det år då de fallit. Men genom dessa kostnader upparbetas en tillgång för företaget som kan bli till nytta under en följd av år. Det skulle kunna motiveras att utgifterna belastar de år varunder företaget drager nyttan. Problemet är att nyttan är så svår att direkt peka på. I detta sammanhang kan jag inte ta ställning till om och i så fall i vilken utsträckning dessa förhållanden bör påverka en värdering utan jag nöjer mig med att peka på förhållandet.

Järv (1961, s. 269) kom fram till en genomsnittlig livslängd för maskiner och byggnader på 67 år, vilken siffra de dock vägrade att tro på. "Man kan dock inte bestrida att den 'sanna' avskrivningssatsen för hela den egentliga industrin möjligen bör sökas i intervallet 3 till 5 % . . ." (Järv, Jaak, i Produktivitet och räntabilitet s. 272). Se också Cederblad, Realkapital och avskrivning, varpå bl.a. nationalräkenskapernas antaganden om medellivslängden för byggnader och maskiner inom industrin bygger. Enligt dessa antaganden varierar medellivslängden för maskiner, transportmedel och inventarier mellan 15 och 35 år. Livslängden 15 år användes t.ex. för träindustri och varvsindustri, livslängden 35 år för pappersindustri, glas- och porslinsindustri och för järn- och stålindustri. Se vidare Bröms, Räntabilitet, skatter och förräntningsanspråk, 1975, s. 66 och Bergström-Södersten i Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift 1-2/1979 s. 50 f.

### 4.2.3 Varulager

Svensk skatterätt medger stora avsättningar till varulagerreserv. För en avkastningsvärdering saknar reservens absoluta storlek betydelse men däremot är förändringar i varulagerreserven viktiga.<sup>27</sup> En ökning av varulagerreserven är en vinstdisposition som vid justering av redovisad vinst skall föranleda en ökning, en upplösning av reserven skall i stället föranleda en minskning av den redovisade vinsten.

Ett problem som har samband med värderingar av varulagret gäller värderingen av varor som förbrukas i rörelsen, såsom råvaror och halvfabrikat. Olika värderingsprinciper kan leda till olika resultatutfall. De olika värderingsprinciperna kan också leda till olika storlek på ingående och utgående varulager och därmed också på varulagerreservens absoluta storlek. Den i Sverige vanligaste principen är att de sist anskaffade varorna anses vara de som finns i behåll vid årets slut.<sup>28</sup> Den värderingsprincip som företaget tillämpat i sin redovisning kan behöva justeras i samband med en värdering.

Vid beräkning av substansvärde, likvidationsvärde och liknande värden får emellertid även varulagrets absoluta storlek betydelse och då uppkommer andra värderingsproblem.<sup>29</sup>

### 4.2.4 Pensionskostnader

Tidigare var justering för pensionskostnader vanliga. Denna syftade — liksom flertalet andra justeringar — till att uppnå att det analyserade året endast skulle bära kostnader som var hänförliga till detta år men å andra sidan också skulle bära alla sådana kostnader. Förr kunde avsättningar till pensioner vara en resultatreglerande åtgärd. När allmänna pensioner fått den omfattning de har idag, framförallt sedan allmän tilläggs pensionering genomfördes med verkan från 1960, torde privata tilläggs pensioner ha mist mycket av sin forna betydelse, i vart fall som resultatregulator.

I den mån en justering behöver göras är det för skillnaden mellan faktisk pensionsskuld och skuldförd del därav vid årets ingång och utgång. Förändringen av skillnaden kan vara både positiv och negativ.

<sup>27</sup> Som exempel på en missvisande framställning, som anger att justering skall ske för "dolda reserver i varulager" i stället för förändring i reserven, kan nämnas Arstam & Englund s. 39.

<sup>28</sup> FIFO-principen, first in, first out. I USA är LIFO-principen vanlig, last in, first out.

<sup>29</sup> Se nedan s. 115 ff.

#### 4.2.5 Företagsledarelöner o. dyl.

I fåmansbolag är det vanligt att någon skattepliktig vinst inte redovisas. Hela resultatet tages ut av ägarna i form av löner o.dyl. vilket är möjligt om de är verksamma i bolagets rörelse. I sådana bolag förekommer det också att man undviker att redovisa förlust genom att ägaren inte tar ut skäligen lön för sitt arbete.

Vid analys av fåmansbolag måste man alltid undersöka i vad mån ägarnas och företagsledarnas löner kan betraktas som marknadsmässiga. Om så inte är fallet skall justering ske. Därå belöpande sociala kostnader bör då ej försummas.

Det kan också förekomma att förtäckt utdelning lämnas till aktieägare i form av styrelsearvoden. Visserligen är taxeringsmyndigheterna tämligen uppmärksamma härpå varför denna företeelse antagligen minskat i omfattning. Men om ägare som inte arbetar i företaget tillhör styrelsen finns det anledning att pröva storleken av deras arvoden.

En annan post som kan behöva justeras är ränta på lån till eller av företagsledare eller aktieägare.

#### 4.2.6 Extraordinära poster

Försäljning av anläggningstillgångar betraktas i allmänhet inte som en reguljär händelse i ett företag. Den redovisas också ibland som en extraordinär intäkt i årsredovisningen. Eftersom den normalavkastning som skall beräknas är en avkastning som skall kunna påräknas i framtiden bör man inte medräkna extraordinära intäkter eller kostnader. I den mån sådana förekommit under analysperioden bör justering därför ske.

Men då uppkommer frågan vad som är extraordinärt.<sup>30</sup> Det anförda exemplet med försäljning av en anläggningstillgång är typiskt. Men även om det redovisas som en extraordinär händelse bör man bedöma från fall till fall om detta är riktigt. I ett mindre företag är det säkerligen extraordinärt att göra en realisationsvinst eller -förlust. Däremot förekommer detta ofta i storföretagen. I dessa pågår en kontinuerlig investeringsverksamhet som bl.a. medför utrangering av gamla anläggningstillgångar inkl. fastigheter. Utrangeringsvinster och -förluster uppkommer regelmässigt. Inom rederinäringen är det t.o.m. så att försäljning av fartyg kan betraktas som en viktig gren av den reguljära rörelsen. Denna

<sup>30</sup> Jfr Hendriksen s. 166 f.

verksamhet redovisades till för några år sedan vanligen som extraordinär men därvidlag har en ändring skett.

Ibland kan ett företag ha gjort en avsättning till någon reserv eller någon fond utan direkt samband med årets rörelse. I så fall bör justering ske.

#### 4.2.7 Rörelsefrämmande poster

Vid en avkastningsvärdering är det viktigt att bilda sig en uppfattning om vilka delar av företaget som är erforderliga för att uppnå rörelse-resultatet. I många företag finns tillgångar som inte erfordras därför. Det kan vara tomtmark som ligger som reserv, det kan vara resultatet av någon felinvestering, det kan vara en portfölj börsnoterade aktier. Dylika rörelsefrämmande poster — främst tillgångar men också därmed sammanhängande skulder om de kan identifieras — bör brytas ut och avkastningen dem förutan kapitaliseras. Värdet vid en realisation av de rörelsefrämmande tillgångarna tillägges därefter. De rörelsefrämmande tillgångarnas eventuella avkastning skall givetvis elimineras från företags avkastning under analysperioden.

En post som inte självklart är av nu behandlad art, utgöres av överskottslikviditet.<sup>31</sup>

Jämför två företag, A och B, som är helt lika utom såtillvida att A äger en börsportfölj värd 1 000 tkr och banktillgodohavanden om 1 000 tkr medan B har banktillgodohavanden om 2 000 tkr men inga börsaktier. Om man antar att börsportföljen är rörelsefrämmande för A inses lätt att 1 000 tkr är överskottslikviditet för B. Liksom avkastningsvärdet för A beräknas med undantagande av börsportföljen, vars saluvärde därefter lägges till det beräknade avkastningsvärdet, skall avkastningsvärdet för B beräknas exklusive avkastningen av de överskjutande 1 000 tkr, varefter 1 000 tkr lägges till det beräknade avkastningsvärdet.

Det är ibland komplicerat att bestämma storleken av det belopp som utgör överskottslikviditet.

#### 4.2.8 Konsolidering

I samband med företagsvärdering framhålles ibland<sup>32</sup> att en del av vinsten behöver kvarhållas i företaget för ”konsolidering”. Av detta skäl

<sup>31</sup> Se Johansson, Ekon. bedömningar s. 178.

<sup>32</sup> Jfr s. 158 f. nedan och NJA 1962 s. 863.



beräknas företagsvärdet genom kapitalisering av någon viss del av den beräknade avkastningen.

Detta synsätt är alltför lättvindigt och kan ge felaktiga resultat. I stället bör en beräkning göras av företagets behov av rörelsekapital och av kapital för investeringar. Om företagets eget kapital räcker för att täcka beräknade behov och om soliditeten vid beräkningstillfället är godtagbar, föreligger intet konsolideringsbehov. I annat fall bör ett mål uppsättas för acceptabel soliditet, dvs. vilket förhållande som skall råda mellan eget och främmande kapital i företaget. Intill dess soliditeten är godtagbar kan företagets risknivå sägas vara högre än normalt vilket bör inverka på valet av faktor vid kapitalisering av avkastningen under konsolideringsperioden.

Alternativt beräknas kapitalvärdet av normalavkastningen varefter avdrag göres för täckning av hela kapitalbehovet.<sup>33</sup>

Skulle kapitaltillgången överstiga kapitalbehovet föreligger överlikviditet, som kan betraktas som en rörelsefrämmande tillgång, vilken bör tilläggas avkastningsvärdet.<sup>34</sup>

Att endast kapitalisera utdelningsbar vinst innebär ett antagande om att den icke utdelade vinsten, som alltså kvarhålls i företaget, inte ger någon avkastning. Detta är normalt felaktigt. Det förekommer att korrigering sker genom att kapitaliseringsfaktorn ändras, men ett sådant förfarande inrymmer svåra felkällor och kan inte rekommenderas.

#### 4.2.9 Inkomstskatt

Vad som intresserar både köpare och säljare är i sista hand vilka belopp de kan tillgodogöra sig själva efter skatt. Hänsynstagande till skatt är en komplicerad operation. Allt vad jag hittills har anfört gäller generellt vid företagsvärdering utan avseende på företagsform. Vid beaktande av skattekonsekvenser blir däremot företagsformen av stor betydelse.

Eftersom aktiebolaget är den vanligaste företagsformen i de sammanhang då en företagsvärdering blir aktuell, begränsar jag mig till behandling av denna.

I många år har det varit vanligt att beräkna "schablonskatt" på justerad vinst. Denna "schablonskatt" har ofta varit 55 %. Siffran har valts med hänsyn till att statlig inkomstskatt för aktiebolag är 40 % och kom-

<sup>33</sup> Jfr. Johansson, Ekonomiska bedömningar s. 18.

<sup>34</sup> Jfr s. 106.

munal inkomstskatt i genomsnitt antagits vara 25 %. Men då den kommunala inkomstskatten är avdragsgill vid den statliga taxeringen, blir endast 60 % effektiv. Man bortser från att avdraget för kommunalskatt erhålles först efter ett år vilket kunde föranlett diskontering. ( $55 \% = 25 \% + (100 \% - 25 \%) \text{ av } 40 \%$ ).

Nu är det emellertid få aktiebolag som betalar så hög skatt som 55 % på verkligt resultat. Flera offentliga utredningar har undersökt storleken av den "effektiva" skatten, dvs. faktisk skatt i förhållande till resultatet före bokslutsdispositioner och skatt. Denna har visat sig på senare år ha sjunkit till cirka 25 %.<sup>35</sup>

En undersökning av forskare vid Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm kommer till ungefär samma resultat beträffande skattens storlek. Dessa forskare har dessutom observerat skillnader mellan börsnoterade företag och fåmansföretag: den effektiva skatten är något lägre för fåmansbolagen.<sup>36</sup>

Anledningen till skillnad mellan nominell och effektiv skatt förefaller otillräckligt utredd. Några orsaker kan vara skattefria bidrag, investeringsavdrag o.dyl. En annan orsak kan ligga i de förmånliga möjligheterna till vinstreglerande åtgärder som svenska företag åtnjuter varigenom de kan bygga upp och vidmakthålla en räntefri skattekredit. Denna skattekredit behöver inte infrias så länge företaget är expansivt, fortsätter att investera och därigenom får nytt avskrivningsunderlag och inte minskar sin lagerhållning. Skattens storlek bestäms i mycket av vilken vinst bolaget redovisar, en vinst som delvis bestäms av resultatet men än mer av önskemålen om utdelning.

Det finns skäl som talar för att man belastar den justerade vinsten med effektiv i stället för med nominell skatt. Häremot skulle emellertid kunna anföras motskäl av innehåll att endast redovisad och beskattad vinst kan utdelas till ägaren och annan vinst inte är tillgänglig för honom. Men om ägaren är ett svenskt aktiebolag kan vinst i många fall överföras till ägaren som koncernbidrag utan att den först redovisas och beskattas hos dotterbolaget.

Många gånger skulle det vara önskvärt att göra en bedömning av det

<sup>35</sup> Senast Företagsskatteberedningens betänkande "Beskattning av företag", SOU 1977:86 s. 379 och bil. 2 till betänkandet SOU 1977:87, särskilt s. 150—153, 157—163 och 179—185; jfr. även industristrukturutredningens delrapport nr 2 "Svensk industris finansiella utvecklingstendenser" SOU 1974:12, s. 58—63.

<sup>36</sup> Bertmar & Molin s. 428. Förklaring till fåmansbolagens lägre skattesatts är enligt författarnas tolkning skillnader i deklarationsmässiga avdrag och ej skattepliktiga intäkter.

analyserade företagets egen effektiva skatt. Detta skulle kunna ske så att man beräknar faktisk skatt i förhållande till nominell skatt under en lång period. Denna kvot skulle sedan appliceras på aktuella eller förväntade skattesatser för att kunna beräkna företagets justerade avkastning efter skatt.

#### 4.2.10 Inflation

Ett stort problem, som ännu inte funnit någon allmänt accepterad lösning, utgöres av hur inflationen och dess verkningar skall hanteras vid analys av företag.

Företagsanalysen vid en företagsvärdering är ju framtidsinriktad. De flesta räknar säkert med att inflationen fortsätter samtidigt som ovisshet råder om dess hastighet. Antagligen slår inflationen också olika hårt på olika kostnads- och intäktsposter. Detta betyder att ett rättvisande hänsynstagande till inflationen skulle innebära uttryckliga antaganden om hur inflationen kommer att inverka på löner, materialpriser osv. liksom på de priser företaget kan uppnå för sina produkter eller tjänster. Det säger sig självt att det är mycket vanskligt att upprätta en dylik kalkyl.<sup>37</sup>

Inflationen ökar kravet på rörelsekapital i bolaget. Om inte soliditeten tillåts sjunka måste detta öka avkastningskraven.

En typ av justering som har samband med inflation och som jag anser måste göras innan varje meningsfull bearbetning av siffror sker men som egendomligt nog ännu inte är allmänt accepterad, innebär att justerade resultat för gångna år uttrycks i samma enhet innan en normalavkastning beräknas. En sådan beräkning med hjälp av något passande index<sup>38</sup> bör ske, lämpligen till utgången av det sista förflutna analysåret.

Nu beräknas i allmänhet ett medeltal av justerade historiska resultat uttryckta i olika års penningvärde. Detta är måhända acceptabelt när inflationen uppgår till någon enstaka procent men inte när den är 10 % som förekommit på 1970-talet. Att beräkna ett medeltal av värden uttryckta i olika års kronor är lika felaktigt som att utan omräkning be-

<sup>37</sup> Det har gjorts en rad försök att bygga upp modeller för inflationsredovisning. Bland mera uppmärksammade kan nämnas de under offentlig medverkan i England utarbetade Sandiland- och Morpethrapporterna *Inflation Accounting 1975* (HMSO) och den engelska revisorsorganisationens *Exposure Drafts nr 8 och 18*. En kortfattad översikt över problem och lösningsförsök återfinns i Jönsson Lundmark s. 18—20. Se även Åkerblom, 1977, s. 9—11 och Näslund.

<sup>38</sup> Åkerblom, 1977 s. 73 ff., lämnar en översikt över tillgängliga indexserier.

räkna ett medeltal av resultat uttryckta i svenska, danska, isländska och norska kronor.<sup>39</sup>

Om de analyserade årens resultat räknats om till penningvärde vid analysperiodens utgång och en normalavkastning uttryckt i detta penningvärde antagits, kan man ifrågasätta om man kan kapitalisera denna normalavkastning utan ytterligare inflationsjustering. Detta innebär ett antagande att fortsatt inflation kan kompenseras genom höjda priser eller rationalisering. Det innebär vidare ett antagande om att olika kostnader utvecklas likartat, vilket sannolikt är felaktigt.<sup>40</sup> Eventuellt behov av ökat rörelsekapital kan beaktas genom en höjning av avkastningskravet vilket innebär att kapitalvärdet blir lägre vid oförändrade avkastningsantaganden men än hellre genom uttryckliga antaganden om behovet av ökat rörelsekapital.<sup>41</sup>

#### 4.2.11 Kapitaliseringsfaktor

Den beräknade normalavkastningen skall så kapitaliseras. Räntesatsen uttrycker avkastningskrav. Sådana har hittills i Sverige i dessa sammanhang varit nominella. Skulle avkastningskraven uttryckas i fast penningvärde, dvs. som krav på real avkastning, blir kraven helt annorlunda och mycket lägre.<sup>42 43</sup>

En undre gräns för avkastningskravet vid nominell beräkning utgörs av Riksbankens diskonto eller bankernas inlåningsräntor. Denna avkastning kan placeraren alltid erhålla om han inte investerar i det analyserade företaget.

Emellertid bör avkastningskravet vara högre vid placering i ett företag eftersom detta alltid är förenat med en risk.

Riksskatteverket har i värderingsanvisningar angivit effektiv förräntning på börsnoterade aktier.<sup>44</sup> Den avkastning som återges är direktav-

<sup>39</sup> Jfr. Hendriksen s. 214.

<sup>40</sup> Se Åkerblom 1975.

<sup>41</sup> Jfr s. 106 f.

<sup>42</sup> En form av reall avkastningskrav kan dock sägas ha tillämpats vid värdering av vattenkraftföretag och fastighetsbolag. Avkastning har i dessa båda branscher kapitaliserats efter mycket låga procentsatser uppenbarligen med hänsyn till det goda inflationskydd som placeringen antagits ge. Jfr SOU 1979:32 s. 627, 654, 679, 699 f.

<sup>43</sup> Jfr Johansson i Bil. 2 till Kapitalmarknadsutredningens betänkande SOU 1978:13.

<sup>44</sup> Riksskatteverkets meddelande serie I 1971 5:6 och 1972 8:8 samt Dt 1974:5.

kastningen vilken är av underordnad betydelse för flertalet placerare. Vad dessa söker är högsta möjliga summa av direkt avkastning i form av utdelning och vinst vid realisation av aktien, vilken summa brukar benämnas effektiv avkastning.<sup>45</sup> Hade Riksskatteverket i sina anvisningar hänfört sig till effektiv avkastning skulle dessa uppgifter kunna tjäna som vägledning, inte för att företag och börsnoterade aktier värderas på samma sätt, utan för att placering i börsnoterade aktier är ett tillgängligt alternativ för den potentielle köparen av företaget. Han har inte anledning att nöja sig med lägre avkastning vid investering i företaget än han hade kunnat erhålla på börsen.<sup>46</sup>

Man skulle kunna tänka sig att ledning också skulle kunna hämtas från publicerade uppgifter om olika företagstypers genomsnittliga lönsamhet<sup>47</sup> Således har beräknat nettoresultat i % av justerat eget kapital 1975—77 angivits till 6,9 %, 3,9 % och 0,3 %.<sup>48</sup> De angivna avkastningstalen anger förhållandet mellan vinst och kapital. Om kapitalet är felvärderat blir avkastningsuppgiften också felaktig. Man kan hysa många uppfattningar om vad som är rätt och fel i detta sammanhang. Detta beror bl.a. på i vilket sammanhang och för vilket ändamål värderingen eller relationen skall komma till användning. (Jämförelse mellan olika företag i samma land eller i olika länder, i prognossyfte eller enbart som beskrivning av ett förflutet händelseförlopp, för att blott ange några olika sammanhang och ändamål.) Lönsamhetsuppgifter av detta slag är därför inte utan särskild analys användbara som ledning för val av kapitaliseringsfaktor.

Det förefaller som om ett vanligt avkastningskrav vid stabil vinstkapacitet länge har varit 20 % före skatt, motsvarande ett företagsvärde av 5 gånger årsvinsten.<sup>49</sup> Detta krav antages ofta motsvara 10 % efter skatt varvid antages att skatten uppgår till 50 %. Fastighetsbolag och andra företag som betraktas som mycket stabila kapitaliseras efter en lägre procentsats, kanske 15 % före skatt, medan mera riskfyllda företag kapitaliseras efter 25 %, 30 % och även högre procentsatser. Det har förspors, att investmentbolag i mitten av 1970-talet kunnat tillämpa avkastningskrav om 40 % vid företagsförvärv, dvs. köpeskillingen har uppgått till

<sup>45</sup> Jfr s. 120 nedan.

<sup>46</sup> Jag förutsätter att hänsyn har tagits till olika risknivå och till skillnad i personlig tillfredsställelse i att äga börsnoterade aktier jämfört med att äga ett eget företag.

<sup>47</sup> T.ex. SCB:s företagsstatistik eller den analys av de börsnoterade bolagens bokslut som publiceras i Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift nr 3/4 varje år.

<sup>48</sup> Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift 3/4 1978 s. 129 tabell 6 rad 3.1.

<sup>49</sup> Jfr diskussionsinlägg av Knut Ranby återgivet i Affärsekonomi 1962 s. 1542, Johansson-Löfgren s. 267—8 och s. 158 ff. nedan.

2,5 gånger normalavkastningen före skatt. Detta kan dock ha berott på att det rått en köparens marknad vid handeln med familjebolag.

Vid 1975 års fastighetstaxering beräknades värden på skog och vattenkraft genom kapitalisering av nettoavkastning. Kalkylräntefoten 5 % ansågs leda till rättvisande marknadsvärden.<sup>50</sup> För 1981 års fastighetstaxering uttalas, att marknadsvärdenivån skulle återges genom att nettoavkastning kapitaliseras efter 4½ %—5½ % för skogsfastigheter, 6½ %—7½ % för hyresfastigheter samt 5 % för grustäkter och för vattenfallsfastigheter.<sup>51</sup>

Beträffande riskpremie gjorde Sveriges Finansanalytikers Förening ett uttalande i april 1976. Mot bakgrund av en utredning om den amerikanska aktiemarknaden förklarade föreningen att en riskpremie om 3—4 procentenheter inte föreföll orimlig. Beaktas bör dock att detta uttalande gäller finansiella investeringar i börsnoterade aktier och inte investeringar i företag.

#### 4.2.12 Exempel på resultatjusteringar<sup>52</sup>

##### AB ALLIPLAST

*Justerade resultaträkningar för åren 1970—72 (i tkr)*

	1970	1971	1972	Kommentarer
Försäljning	20 000	23 000	25 575	(1)
Direkt material	— 8 318	— 9 730	—11 060	(2)
Direkt lön	— 6 500	— 7 650	— 8 080	
Övriga direkta kostnader	— 200	— 250	— 270	
Bidrag	4 982	5 370	6 165	
Bidrag i % av försäljningen	(24,9)	(23,3)	(24,1)	
Kapacitetskostnader	— 3 520	— 3 805	— 4 185	(3) 4) (5) (6)
	1 462	1 565	1 980	

<sup>50</sup> SOU 1979:32 s. 627, 654 och 679.

<sup>51</sup> SOU 1979:32 s. 699—700.

Andra praktiska synpunkter på val av kapitaliseringsfaktor ges under rubrikerna "Diskonteringsprocenten" respektive "Kalkylräntestyrkan" i Skogsvärdering enligt planmetoden, s. 24 ff. respektive Värdering av elektriska distributionsanläggningar, Svenska Elverksföreningens Handlingar H 16/68 punkt 253 och bilaga 2 samt H 14/73 punkt 22.

<sup>52</sup> Exemplet utgöres av bilaga 2 till praktikfallet AB Alliplast utarbetat inom Bohlins Revisionsbyrå AB. Bilagan citerad efter Håkan Larsson-Cohn "Företagsvärdering i teori och praktik", seminariearbete 1977 för kurs C 1 i företagsekonomi, specialkurs redovisning och finansiering vid Göteborgs universitet.

	1970	1971	1972	Kommentarer
Avskrivningar				
Maskiner och inventarier	— 260	— 335	— 403	(7)
Byggnad	— 191	— 208	— 216	(6)
	<u>1 011</u>	<u>1 022</u>	<u>1 361</u>	
Räntekostnader	— 90	— 85	— 80	
Ränteintäkter	42	54	112	(9)
Utdelning på börsnoterade aktier	30	30	30	
	<u>993</u>	<u>1 021</u>	<u>1 423</u>	
Skatt 55 %	— 546	— 562	— 783	
Justerat resultat i Tkr	<u>447</u>	<u>459</u>	<u>640</u>	

*Jämförelse mellan justerade och redovisade resultat åren 1970—72*

	1970	1971	1972	Kommentarer
Redovisat nettoresultat	+ 90	+160	+280	
Redovisad skattekostnad	+110	+200	+410	
Förändring av varulagerreserv	+320	+400	+130	
Avsättning till investeringsfond	—	—	+460	
Resultat före bokslutsdispositioner och skatt	+520	760	1 280	
Kundförlust			— 25	(1)
Justering av varulagerreserv	— 18	— 30	— 10	(2)
Lön till fru Kosing	+ 20	+ 30	+ 35	(3)
Omkostnadsförda investeringar	+200	+ 50	+150	(4)
Justering av skuld för ATP och semester			— 50	(5)
Justering av pensionskostnader			—100	(6)
Redovisade avskrivn. maskiner och inventarier	+600	+630	+600	(7)
Justerade avskrivn. maskiner inventarier	—260	—335	—403	(7)
Redovisade avskrivningar på byggnader	+ 90	+ 90	+ 90	(8)
Justerade avskrivningar på byggnader	—191	—208	—216	(8)
Justering av ränteintäkter	+ 32	+ 34	+ 72	(9)
Justerad skattekostnad	—546	—562	—783	
Justerat resultat efter skatt i Tkr	<u>447</u>	<u>459</u>	<u>640</u>	

### *Kommentarer till resultatjusteringar*

- (1) Vid genomgången av bokslutet 31/12 1972 konstaterades en fordran på 25 tkr på AB Solventia, som under 1973 inställt betalningarna. Vi har reducerat redovisad försäljning under 1972 med motsvarande belopp.
- (2) Bolagets varulager är beträffande råvaror värderat till anskaffningspris. Hel- och halvfabrikat är värderade till direkta kostnader jämte skälig omkostnadspålägg. Bolagsledningen anser att 5 % avdrag för inkurans är motiverat. Efter avdrag för inkurans har reservförändringen i varulagret uppgått till:

	1969	1970	1971	1972
Inventerat värde	2 450	2 800	3 400	3 600
5 % inkurans	— 122	— 140	— 170	— 180
Justerat lagervärde	2 328	2 660	3 230	3 420
Bokfört värde	—1 070	—1 100	—1 300	—1 370
Justerad lagerreserv	1 258	1 560	1 930	2 050
Förändring i justerad lagerreserv		+ 302	+ 370	+ 120
Avgår redovisad lagerreserv		— 320	— 400	— 130
Justering av lagerreservförändring i Tkr		— 18	— 30	— 10

Dessa justeringar har belastat materialförbrukningen.

- (3) Bland tjänstemannalöner redovisas lön till fru B. Kosing för åren 1970—1972 med 20, 30 och 35 tkr inklusive lönebikostnader. Då fru B. Kosing inte utfört något arbete för bolaget har vi reducerat de redovisade kapacitetskostnaderna med dessa belopp.
- (4) Under åren 1970—72 har investeringsutgifter för bl.a. installationer av nya maskiner kostnadsförts. Investeringsbeloppen uppgår till 200, 50 och 150 tkr.
- (5) Bolagets reserveringar 31/12 1972 för ATP- och semesterskuld för tjänstemän är underskattade med 50 tkr. Vi har justerat härför. Reserveringarna vid bokslutet 1969—71 är dock tillräckliga.
- (6) Bolagets avsättning till pensioner 31/12 1972 uppgår endast till 120 tkr, beroende på att 100 tkr av pensionsskulden fallit bort i och med förre ekonomichefens frånfälle under 1972. Minskningen har av oss dock betraktats som extraordinär, varför vi ökat de redovisade pensionskostnaderna.
- (7) Avskrivningarna på maskiner och inventarier har vi beräknat med utgångspunkt från anskaffningsvärden och en genomsnittlig ekonomisk livslängd på 10 år. Avskrivningsbehovet, inklusive avskrivningar på de kostnadsförda investeringarna, uppgår till (i tkr):

	1970	1971	1972
Anskaffningsvärden	2 400	3 100	3 630
Kostnadsförda investeringar	200	250	400
Avskrivningsunderlag	2 600	3 350	4 030
10 % årlig avskrivning	260	335	403



- (8) Anskaffningsvärdet på fabriksbyggnaden uppgår till 3 360 tkr. Detta värde har vi uppindexerat med försäkringsbolagens värdeindex. Den ekonomiska livslängden har inom bolaget bedömts till 25 år. Avskrivningsbehovet på fabriksbyggnaden uppgår då till (i tkr):

	1970	1971	1972
Anskaffningsvärde	3 360	3 360	3 360
Uppindexering	1 411	1 848	2 050
Justerat värde	4 771	5 208	5 410
4 % årlig avskrivning	191	208	216

- (9) Styrelseledamöterna har ej erlagt ränta på sin skuld till bolaget. Vi har justerat härför och således ökat de redovisade ränteintäkterna med:

	1970	1971	1972
Fordran styrelseledamöter	400	430	900
8 % årlig ränta	32	34	72

### 4.3 Substansvärdet

Substansvärde bestäms som värdet av tillgångar minus skulder i ett företag. Ibland tillägges att värderingen göres under antagande om företagets fortsatta drift, as a going concern, varigenom en skillnad mot likvidationsvärde markeras.

Problem uppkommer främst vid värderingar av tillgångar. Ibland accepteras värderingen i bolagets balansräkning, vilken präglas av en påtaglig försiktighet. Enligt bokföringslagen får tillgångar inte upptagas högre än anskaffningsvärdet med visst undantag för fastigheter som kan få skrivas upp, dock högst till taxeringsvärdet. Däremot får de enligt nämnda lag tagas upp till hur låga värden som helst.

Maskiner skall enligt vissa författare tas upp till "bruksvärdet" varmed möjligen<sup>53</sup> förstås återanskaffningsvärdet efter avdrag för värdeminskning baserad på ålder och utnyttjande.

Vid substansvärdeberäkningar brukar man i allmänhet försumma de värden som uppkommer genom en kombination av tillgångar. Detta kombinationsvärde betecknas stundom som goodwill; företagets värde är högre än summan av delarnas värden.<sup>54</sup>

<sup>53</sup> Jfr Gandemo 1977 s. 71.

<sup>54</sup> Jfr s. 128 f.

Ibland sägs att substansvärdet kan tjäna som kontroll på avkastningsvärdet.<sup>55</sup> Om tillgångarna värderats till saluvärdet<sup>55a</sup> förstår jag denna kontroll men inte annars. Men om tillgångarna saluvärderas, är substansvärdet intet annat än ett likvidationsvärde där avvecklingskostnaderna lämnats utanför. Och en sådan beräkning borde kunna vara av intresse, t.ex. som ett uttryck för vad det skulle kosta att bygga upp samma kombination av tillgångar som finns i företaget på ett annat sätt. Ett sålunda preciserat substansvärde övergår då också i ett reproduktionsvärde.

Ett specialproblem vid substansvärdeberäkningar utgör uppskattningen av latent skatteskulder. Om värderingen göres konsekvent med ett klart tidsperspektiv bör också uppskattningen av skatteskulder göras med samma tidsperspektiv. Göres värderingen under antagande om fortsatt drift under obestämd tid måste man också uppskatta när den latent skatteskulden sannolikt realiseras. Vanligen uppskattas latent skatteskulder till 50 % eller 55 %<sup>56</sup> av reservens storlek, vilket implicerar att skatteskulden kommer att förfalla till betalning inom något år vid vanliga kalkylräntesatser. Ett sådant antagande är inte realistiskt.

Skatteskulderna realiseras inte förrän reserverna upplöses. Och det är inte säkert att de ger upphov till utbetalning då heller, om nämligen upplösningen sker när bolaget går med förlust. I så fall kvittas den intäkt som uppkommer vid reservupplösningen mot förlusten varför skatt inte behöver utgå. Denna effekt är också avsedd inom skattelagstiftningen: de generösa möjligheterna att bygga upp obeskattade reserver är avsedda att tjäna som buffertar under dåliga år.<sup>57</sup>

En post som brukar vålla diskussion gäller den latent utskiftningskatten. Denna skatt utgår med 40 % på tillgångar som utskiftas från aktiebolag utöver tillskjutet kapital. Sålunda utskiftade tillgångar skall inte drabbas av inkomstskatt hos mottagaren.<sup>58</sup> Utskiftningskatten

<sup>55</sup> Johansson-Löfgren, s. 264.

<sup>55a</sup> Obs. dock att saluvärde inte är något entydigt begrepp. Således måste skillnad göras mellan saluvärde på säljarens marknad och saluvärde på köparens. För en analys av olika värdebegrepp av intresse i detta sammanhang se Edwards & Bell s. 74 ff.

<sup>56</sup> Jfr s. 107 ff.

<sup>57</sup> Otryckbar kommentar.

<sup>58</sup> Utskiftning har dock utlöst realisationsvinstbeskattning. Att denna beskattning vilar på bräcklig grund visas av Ann Eriksson i SvSkT 1978 nr 4 s. 237—242. En sak är att utskiftning jämställs med avyttring, vilket får konsekvenser vid en senare

skall ersätta mottagarens inkomstskatt men påföres ändå aktiebolaget.<sup>59</sup> Vid företagsvärdering brukar man bortse från beskattningskonsekvenserna för säljaren i form av inkomstskatt och det skulle då vara konsekvent att även bortse från utskiftningskatten eftersom denna ersätter inkomstskatt hos aktieägaren.<sup>60</sup> En anledning till att man bortser från aktieägarnas personliga inkomstskatt kan vara att denna kan skifta i så hög grad att kalkyler blir så gott som omöjliga. Detta skäl kan gälla om aktierna är spridda bland många fysiska personer, bland vilka det skulle verka egendomligt om aktierna åsattes olika pris på grund av aktieägarnas olika skattesituation. Vid värdering i och för försäljning från en eller ett fåtal samverkande aktieägare torde dock även aktieägarnas personliga inkomstskatter beaktas.

Om utskiftningskatten återigen skall beaktas bör den medräknas med sitt nuvärde. Enligt Riksskatteverkets intill 1978 gällande värderingsanvisningar skulle skatten upptagas med  $\frac{1}{3}$ . Detta innebär att skatten antages förfalla till betalning om 12 år vid kalkylräntan 10 % eller om 5 år vid kalkylräntan 25 %. Riksskatteverkets schablon har kommit att tillämpas av åtskilliga revisorer. Det har emellertid också varit vanligt att skatten upptagits till 0 eller reducerats på annat sätt än till  $\frac{1}{3}$ . Enligt Riksskatteverkets senaste anvisningar<sup>61</sup> kan denna skatteskuld sägas skola upptagas till 6 % av beskattningsunderlaget ( $\frac{1}{2} \times 30 \% \times 40 \% \times$  beskattningsunderlaget).

Enligt gällande praxis får ett bolag vid fusion i allmänhet överta den å det fusionerade bolaget vilande latent utskiftningskatten. Detta innebär att den latent utskiftningskatten kan rullas framåt i princip i all evighet. Det tillhör också ovanligheterna att utskiftningskatt faktiskt betalas.

avyttring av den genom utskiftningen förvärvade egendomen. Härav följer inte nödvändigtvis att själva utskiftningen skall utlösa beskattning för tillfällig förvärvsverksamhet.

Om utskiftning sker av egendom till icke marknadsmässiga värden bör beskattning också kunna ifrågakomma, t.ex. för förtäckt utdelning.

<sup>59</sup> Jfr arvsskatt för vilken arvtagaren är skattskyldig men som ändå påföres dödsboet. Det föreligger dock skillnad såtillvida som dödsboet endast förskjuter arvsskatten, AGL § 54, medan aktiebolaget slutligt har att svara för utskiftningskatten, 1927 års utskiftningskatteförordning § 1.

<sup>60</sup> Jfr Kuylenstierna i SvSkT 1957 s. 265.

<sup>61</sup> RSV Dt 1978:15, RSFS 1978:34.

Utfallet av skatteuppbörden framgår av tabell 4:2.

Taxeringsår	<i>Utskiftningskatt</i>		<i>Statlig inkomstskatt</i>	
	Milj. kr.	Antal	Milj. kr.	Antal
1972	5,7	54	1 068,2	39 529
1973	1,6	74	1 330,6	42 382
1974	0,9	64	1 493,7	46 612
1975	4,1	76	1 380,3	54 544
1976	3,8	64	2 452,7	58 885

Tabell 4:2

*Taxeringar till utskiftningskatt i jämförelse med taxeringar till statlig inkomstskatt för svenska aktiebolag*

Källa: Debiteringssammandrag i Riksskatteverkets årsbok 1972—1976.

Utskiftningskatt betalas alltså endast undantagsvis i praktiken. Teoretiskt är det välmotiverat att beräkna dess nuvärde till 0. Det är då anmärkningsvärt hur seglivad föreställningen bland praktiker är att den latent utskiftningskatteskulden bör upptagas till något värde. Kanske handlar man under inflytande av Riksskatteverkets värderingsanvisningar som i detta avseende är gynnsamma för de skattskyldiga då de tillåter att en skuldpost överskattas.

#### 4.4 Likvidationsvärdet

Likvidationsvärdet uttrycker vad som skulle återstå sedan företagets samtliga tillgångar omvandlats till pengar efter avdrag för skulder. Det innebär en uppskattning av saluvärdet av företagets samtliga tillgångar. Några särskilda problem utöver redan behandlade uppkommer knappast.

Däremot uppkommer problem på skuldsidan. Dels behöver skattekonsekvenserna beaktas. Beräkningarna härvidlag är liknande dem som berördes ovan om substansvärdet.<sup>62</sup> Svårare kan vara att uppskatta kostnaderna för att friställa personal. Därvid uppkommer frågan i vad mån personalen kan sysselsättas under uppsägningstiden. En erfarenhet är att de mest dugliga anställda snabbt försvinner från företaget till andra arbetsplatser, vilket vållar problem att upprätthålla en partiell drift under avvecklingsperioden. Ett annat speciellt avvecklingsproblem kan

<sup>62</sup> S. 115 ff.

gälla uppskattningen av eventualförpliktelser, t.ex. garantiförpliktelser. Fråga kan också uppkomma om det är lönsammast att bryta ingångna långsiktiga avtal eller inte med hänsyn tagen till uppkommande skadeståndsskyldighet.

En viktig fråga är om likvidationen skall antagas ske brådstörtat eller successivt. Det riktiga synes mig vara att göra flera beräkningar under olika antaganden om avvecklingsperiodens längd och därefter välja det högsta värdet.

Enighet råder om att likvidationsvärdet utgör ett minimivärde för företaget.<sup>63</sup>

Som jag redan har framhållit utgör likvidationsvärdet egentligen inte något annat än ett specialfall av avkastningsvärdet.<sup>64</sup>

#### 4.5 Blandade värden

Vid en ren avkastningsvärdering kan det förekomma inslag som erinrar om likvidationsvärdering eller t.o.m. om substansvärdering. I ett företag kan en viss tillgång eller en grupp av tillgångar ha ett marknadsvärde. Detta marknadsvärde kan uppfattas som ett uttryck för tillgångens avkastningsvärde i någon annans hand. Det förhållandet att marknaden är villig att erlægga ett visst pris för en tillgång implicerar att denna tillgångs avkastning har ett värde som åtminstone motsvarar detta pris. Tillgångens avkastningsvärde är därför högre än eller lika med marknadsvärdet.

Om olika metoder användes för att värdera olika delar av ett företag måste uppmärksamhet ägnas åt interdependensen mellan de olika tillgångarna eller grupperna av tillgångar. Den avkastning som beräknas flyta från en specialvärderad tillgång skall elimineras från den avkastning som kapitaliseras.

Även om ett marknadsvärde inte skulle finnas kan nu beskrivna ansats brukas genom att beräkna ett återanskaffningsvärde (ett reproduktionsvärde). Om det kan fastställas, att företag är villiga att investera i en viss typ av anläggning kan en redan befintlig anläggning antagas ha ett värde som minst motsvarar ifrågavarande investeringskostnad.

<sup>63</sup> Det på s. 147 refererade fallet nr 34 utgör endast skenbart ett undantag därifrån. I detta fall innefattade det av skiljemännen beräknade likvidationsvärdet inte värdet av latent skadeståndskrav vid kontraktsbrott.

<sup>64</sup> S. 98.

## 4.6 Börsvärdet

### 4.6.1 Allmänt

Ett företags börsvärde är börskursen multiplicerad med antalet aktier. Vad bestämmer börskurserna? Jag kommer här endast att behandla svenska förhållanden. Vad jag anför om kursställningsmekanismen torde dock även äga giltighet för andra börser.

Börskursen för en viss aktie bestäms i första hand av utbud och efterfrågan på aktien i fråga. Utbudet styres bl.a. av hur nuvarande ägare av ifrågasatt aktie bedömer framtidsutsikterna för denna aktie *i jämförelse med andra placeringsalternativ*. Det är viktigt att observera att säljarnas bedömning är subjektiv och individuell.

En ägare av aktier i Sandvik anser kanske i och för sig att ett fortsatt innehav av Sandvikaktierna ger en god förväntad avkastning. Men denne placerare tror, att en placering i t.ex. Astra ger ännu bättre avkastning. Han är då beredd att sälja Sandvikaktier för att i stället köpa Astraaktier. Hans plan är kanske t.o.m. att endast utnyttja en förväntad kursuppgång på Astra medan Sandvik ligger på samma nivå, för att senare sälja Astraaktierna och köpa tillbaka Sandvikaktierna.

Sandvikaktieägares alternativ är kanske en helt annan investering än aktier. Han kanske låter sig övertygas om att avkastningen av en investering i diamanter blir högre än avkastningen av de i och för sig "bra" Sandvikaktierna.

Den avkastning aktieägaren räknar med är summan av nuvärdet av framtida utdelningar och den vinst eller förlust som uppkommer vid avyttringen av aktien. Denna summa av direkt avkastning och realiserad kursförändring brukar benämnas *effektiv avkastning*.<sup>65</sup>

Efterfrågan på varje enskild aktie bestäms på samma sätt av potentiella köparens bedömning av framtidsutsikterna för aktien *i jämförelse med andra placeringsalternativ*. Det är lika viktigt att hålla i minnet att köparnas bedömningar är subjektiva och individuella.

Köparen kan i och för sig anse att ett köp av Sandvik till aktuell kurs är intressant men han tror att ett köp av Kockums Jernverk kommer att ge ännu högre avkastning inom hans placeringshorisont.

<sup>65</sup> Jfr t.ex. Axelsson-Karlsson s. 24. Asztély, Företagsvärde och goodwill s. 3 använder begreppet effektiv avkastning för vad som numera i allmänhet benämnes direktavkastning, dvs. utdelning i förhållande till börskurs. Observera även RSV:s okonventionella bruk av begreppet effektiv avkastning, s. 110 f.

Det bör understrykas att den omständigheten att jag trycker på att utbudet och efterfrågan styres av subjektiva och individuella faktorer inte behöver innebära att köparnas och säljarnas beslut är godtyckliga eller irrationella. En annan sak är att det ibland kan vara svårt att förstå en köpare/säljares motiv och att beslut stundom är oöverlagda.

#### 4.6.2 Lundmans analys

Ulf Lundman har<sup>66</sup> sammanfattat förhållanden som direkt påverkar utbuds- och efterfrågeförändringar i följande fyra grupper:

- Förväntad kursutveckling
- Likviditet
- Alternativa investeringsmöjligheter
- Skattekonsekvenser.

*Den förväntade kursutvecklingen* kan vara olika på kort och på lång sikt. Bedömningarna kan skifta mellan olika placerare. Förutom av beslutsfattarens egna förväntningar i olika avseenden bestäms också placementsbeslut av beslutsfattarens uppfattning om andra aktieplacerares förväntningar. En aktieplacerare har en kanske välgrundad misstro mot ett visst företags framtid. Men han tror också att många aktieplacerare uppfattar aktien som köpvärd och att kursen kommer att stiga. Han köper därför aktien som han egentligen inte tror på för att dra nytta av en kortsiktig kursuppgång.

En grupp av personer, vars förväntningar kan få särskilt stor indirekt betydelse, är börskommentatorernas. I den mån de ger uttryck för sin uppfattning i positiv eller negativ riktning om en viss aktie och dess köp- eller säljvärdhet kan detta påverka många aktieplacerares beslut. De förutsägelser som inflytelserika börskommentatorer gör, blir ibland självuppfyllande profetior.<sup>67</sup>

<sup>66</sup> I bilaga 3 till Fondbörsutredningens betänkande Fondbörsen, SOU 1973:60 s. 154 ff.

<sup>67</sup> "... professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those

Beslutsfattarens *likviditet* har uppenbarligen direkt betydelse. Aktieköp förutsätter normalt kontant likvid även om partiell lånefinansiering är möjlig ibland. Bristande likviditet omöjliggör aktieköp. Å andra sidan kan bristande likviditet hos aktieägare framtvunga aktieförsäljningar, t.ex. om aktieägaren drabbas av oväntade utgifter som han inte annars kan betala.

Betydelsen av *alternativa investeringsmöjligheter* har redan exemplifierats ovan.<sup>68</sup> I detta sammanhang kan anmärkas att alternativen antagligen är flera för den som har ett större kapital att placera än för den som har ett mindre.

Investment AB Asken kan välja mellan att köpa samtliga aktier i Investment AB Skansen Lejonet eller att köpa ett lönsamt familjeföretag. En juris studerande har kanske att välja mellan att placera en halv termins studiemedel i en aktiefond eller möjligen att göra korta affärer i teckningsrätter.

*Skattekonsekvenserna* är högst olika för olika placerare.<sup>69</sup> Därvid måste man skilja mellan beskattning av utdelningar och den skattemässiga behandlingen av realisationsvinster och realisationsförluster.

Mottagen utdelning inkomstbeskattas alltid hos fysiska personer och ibland hos juridiska personer. Således betalar aktiebolag inte inkomstskatt för utdelning på sådana aktier som utgör organisationsaktier. Investmentbolag är befriade från inkomstskatt på mottagen utdelning om denna till 80 % utdelas vidare till investmentbolagets aktieägare. Landsting och kommuner m.fl. är befriade från inkomstskatt på aktieutdelningar liksom akademier och diverse andra privilegierade sammanslutningar.<sup>70</sup>

Även vid realisationsvinstbeskattningen finns skillnader av betydelse mellan olika ägarekategorier. Således kan två aktieägare som båda gör många aktieaffärer bedömas olika med avseende på beskattning av realisationsresultat beroende på att den enes aktieaffärer anses utgöra rörelse

which, to the best of one's judgement, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees." Keynes s. 156.

<sup>68</sup> S. 120 f. Se även s. 94 ff.

<sup>69</sup> Detta avsnitt innehåller endast exempel för att illustrera skillnader i beskattning och är inte en fullständig redogörelse för reglerna på området.

<sup>70</sup> Bland vilka även ingår de obligatoriska studentkåren.



men inte den andres. Den förre taxeras för 100 % av realiserade vinster och förluster oavsett innehavstid medan den andre taxeras för realisationsresultat såsom tillfällig förvärvsverksamhet, varvid speciella regler gäller som bl.a. innebär att endast 40 % av realisationsvinster taxeras om aktierna innehafts mer än 2 år och att realisationsförluster endast får avdragas i begränsad omfattning.<sup>71</sup>

#### 4.6.3 Kursbildningens komplexitet

Eftersom det för varje placerare är viktigt vad resultatet efter skatt blir av varje placeringsbeslut, blir följderna av dessa förhållanden att två placerare mycket väl kan ha samma riskbedömning, samma framtidsbedömning, samma likviditetssituation osv. men ändå kan bedöma en placering i en viss aktie olika på grund av deras olika skattemässiga behandling.

Bakom de förhållanden som direkt påverkar utbuds- och efterfrågeförändringarna ligger kedjor av omständigheter som kan ha olika betydelse för olika beslutsvariabler och för olika beslutsfattare. Förhållanden som avses är de ekonomiska förhållanden i Sverige och i utlandet, förhållanden på svenska och utländska kapitalmarknader, politiska händelser m.m.<sup>72</sup>

#### 4.6.4 Aktievärderingsmodeller

Icke obetydliga ansträngningar har gjorts att bygga modeller med vars hjälp kursutveckling skall kunna förutsägas. Dessa aktievärderingsmodeller kan uppdelas i två huvudgrupper, fundamental aktieanalys och teknisk börsanalys.

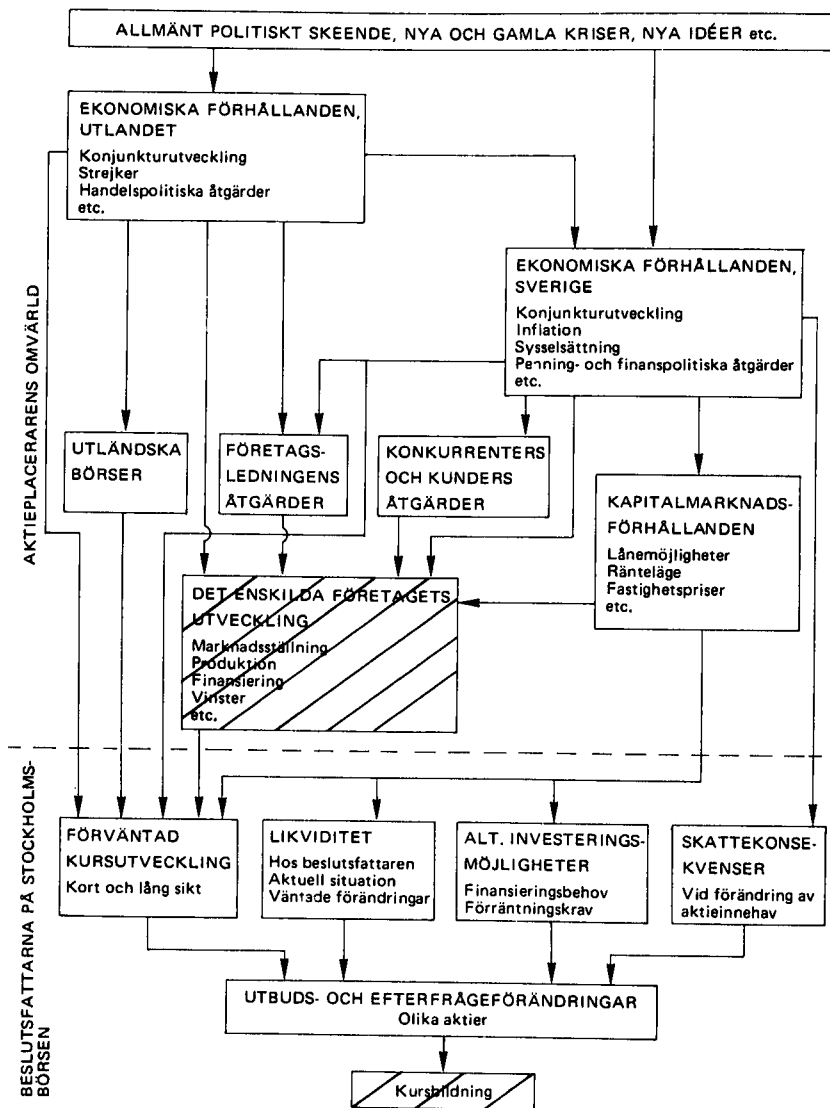
Olika fundamentala modeller beaktar på ett eller annat sätt företagets utveckling medan de tekniska modellerna bygger på projektion av registrerade kursförändringar.<sup>73</sup>

*Direktavkastning* är utdelning i % av aktuell börskurs. Denna modell är mycket enkel att tillämpa men har den stora nackdelen att den bortser

<sup>71</sup> Nuvarande skattereglers komplexitet och stundom säregna (in)konsekvenser belyses av Nathorst & Jarenius i Skattennytt 1977 nr 8—9 s. 345 ff.

<sup>72</sup> Jfr uttalanden av Oberlandsgericht Hamm i en dom refererad på s. 73 ff.

<sup>73</sup> Framställningen bygger på Sten K. Johnson: Välj rätt aktier 1977, s. 24 ff.



Figur 4:2

Faktorer som påverkar kursbildning (börskurs) respektive det enskilda företagets utveckling (företagsvärde).  
(Sgraffering av förf.)

Figuren hämtad från SOU 1973:60 s. 156.

från så viktiga förhållanden som att företaget normalt inte utdelar hela vinsten och att outdelad vinst ger avkastning i företaget och därmed påverkar framtida utdelningsmöjligheter. Metoden tar inte heller på annat sätt hänsyn till företagets aktuella eller framtida vinst eller utdelningar.

*Vinstmultiplikatorn* — *P/E-talet* är aktiekursen (*Price*) dividerad med vinsten (*Earnings*). Den vinst som sätts i nämnaren kan vara senaste årets vinst eller bedömd vinst för innevarande eller framtida år. Modellen är lätt att matematiskt använda men ger föga vägledning för beslut eftersom relationstalet inte beaktar lönsamhet, soliditet, tillväxt och dylika faktorer.

*Summan av framtida avkastningar* finns uttryckta i flera olika modeller. Dessa kan utgå från att nuvarande utdelning förblir oförändrad i all framtid, att utdelningen höjs långsamt eller att utdelningen höjs kraftigt. För samtliga fall beräknas nuvärdet av de framtida utdelningarna med eller utan uttryckligt beaktande av köpeskillingen för aktien vid tidsperiodens utgång. Utdelningstillväxten antas ge motsvarande kurstillväxt. Om beslutsfattarens kalkylränta är lägre än den antagna utdelningstillväxten blir aktiens nuvärde oändligt. Sistnämnda resultat är uppenbart orimligt.

Modeller av detta slag finns som jag har uppfattat som teoretiskt bestickande. De har dock varit behäftade med den svagheten att vara omöjliga att praktiskt tillämpa.

*SKJ:s<sup>74</sup> tillväxtmodell* utgår från justerat eget kapital och dess förrentning. Uttryckliga antaganden görs om lönsamhet för vart och ett av de 5 närmaste åren samt om utdelningsandelen varje år. På grund av dylika antaganden beräknas en motiverad kurs om 5 år som diskonteras till nuvärde.

SKJ<sup>74</sup> gör först en analys av bolagets ställning och resultatet de senaste åren. Justerat eget kapital och dess räntabilitet,  $R_T$ , beräknas. En prognos för  $R_T$  de närmaste 5 åren göres, vilken med nödvändighet måste innehålla betydande subjektiva moment. Med beaktande av antagen utdelning vart och ett av de 5 prognosåren beräknas justerat eget kapital efter 5 år. Börskursen antages stå i ett visst förhållande till justerat eget kapital, vilket förhållande framför allt beror på  $R_T$ . Företag med hög räntabilitet har en högre börskurs i förhållande till justerat eget kapital än företag med låg räntabilitet. Denna tänkta börskurs om 5 år diskonteras till nuvärde med placerarens kalkylränta, ofta 12 % eller 15 %. Detta nuvärde av kursen om 5 år jämte nuvärdet av under tiden erhållna utdelningar jämföres med aktuell börskurs. Om beräkningar av detta slag göres för samtliga börsnoterade aktier kan de rangordnas efter köpvärdhet. SKJ<sup>74</sup>

<sup>74</sup> SKJ = Sten K. Johnson.

betonar både de subjektiva moment hans modell innehåller och att modellens värde främst ligger i att den ger uttryck för en viss akties köpvärde i förhållande till en viss annan akties.

*Teknisk börsanalys*, t.ex. "Point and Figure-metoden", går ut på att studera kursrörelserna i tiden med hjälp av olika former av diagram eller statistiska hjälpmedel. Diagrammen kan avse både något aktieindex och någon viss aktie. Ett karakteristiskt drag i ett vanligt Point and Figure-diagram är att tidsaxelns längd inte står i förhållande till den beskrivna tidsperioden utan till antalet händelser av visst slag under perioden. Statistiska hjälpmedel kan vara "glidande medeltal", "relativa styrkeindex", "beta-värden" och "breddindex". De går ut på att med statistiska metoder försöka förutsäga hur marknaden kommer att reagera innan den har reagerat.

#### 4.6.5 Förhållande mellan börsvärde och företagsvärde

Av föregående analys av faktorer som påverkar börskursen framgår, att vissa faktorer påverkar både företagsvärde och börskurs medan andra faktorer endast påverkar börskursen. Eftersom de påverkande faktorerna inte är desamma ligger det närmast till hands att antaga att värdena inte kommer att överensstämma. Och om de överensstämmer skulle det bero på att de faktorer som inte är gemensamma skulle ha sådan effekt att de helt utjämnar varandra. Om detta inträffar, beror det sannolikt på en tillfällighet.

Ett uttalande om orsaker till skillnader mellan börsvärde och företagsvärde återfinns i *Standard Boardroom Practice*, utgiven av det engelska Institute of Directors:

"The first is that the directors have failed to utilize the assets of the business, whether in cash, securities or property, to the best advantage. It may be that the directors have failed to realize that in a period of rapid inflation properties have reached an intrinsic value greater than their value merely as working assets in the business and have failed, whether by way of sale and lease back or some other method, to take advantage of the situation for the benefit of the company. It may be that the directors have failed to make adequate dividend distributions with the result that reserve funds are built up in excess of the requirements of the business and have not been put to full use. The other main cause of a disparity between the market price and true value is the absence of proper and full information, whether as to profits and reserves or as to asset values. If these are properly made known the market is quick to adjust values accordingly. There

have been cases where directors have tried to ward off a take-over bid by increasing dividends, by hiving off properties or by capitalizing reserves. These steps are usually indications that in the past one or other of the above mentioned defects in the directors' policy have taken place."<sup>75</sup>

Styrelsen för Londonbörsen har uttalat sig om börskursernas innebörd på följande sätt:

"We desire to state authoritatively that Stock Exchange quotations are not related directly to the value of a Company's assets, or to the amount of its profits, and consequently these quotations, no matter what dates may be chosen for reference, cannot form a fair and equitable, or rational basis for compensation.

The Stock Exchange, whether as an institution or as a body of individual members, does not determine the prices of which the official list is a record. The Stock Exchange may be likened to a scientific recording instrument which registers, not its own actions and opinions, but the actions and opinions of private and institutional investors all over the country and, indeed, the world. These actions and opinions are the result of hope, fear, guesswork, intelligent or otherwise, good or bad investment policy, and many other considerations. The quotations that result definitely do not represent a valuation of a company by reference to its assets and its earning potential."<sup>76</sup>

Ett förhållande som också bör observeras, när man söker ta ställning till innebörden av kurser som noteras på Stockholms fondbörs är börshandelns omfattning. Under efterkrigstiden har den totala omsättningen på fondbörsen årligen uppgått till 2—5 % av de börsnoterade aktiernas sammanlagda dagsvärde. Under 1976 och 1977 utgjorde värdet av aktier som omsattes genom fondbörsen ungefär en tredjedel av det totala värdet av genom fondkommissionärer omsatta aktier.<sup>77</sup> Huvuddelen även av de aktier som omsattes utanför fondbörsen utgöres gissningsvis av börsnoterade aktier. Å andra sidan gör en del investerare ett stort antal kortfristiga affärer vilket leder till att samma aktie byter ägare flera gånger samma år. En uppskattning av hur många aktier som inte alls byter ägare under ett år skulle på grundval av dessa statistiska uppgifter grovt kunna uppskattas till 90 %.

Ytterligare förhåller det sig så att omsättningen på fondbörsen till mycket stor del hänför sig till aktier i några få bolag. Således svarar aktier

<sup>75</sup> Citerat efter Hadden s. 365.

<sup>76</sup> Citerat efter Baynes s. 22—23.

<sup>77</sup> Sveriges officiella statistik, Bankaktiebolagen, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC, 1977, s. 44—45.

i tre bolag för 25 % av hela årsomsättningen och omsättningen i tio bolag för ungefär hälften.<sup>78</sup>

Både det förhållandet att flertalet aktier ligger på fasta händer och inte omsätts och det förhållandet att omsättningen på fondbörsen är så koncentrerad till några få aktier innebär att börskurserna är föga representativa mätare av saluvärden som kan förväntas. Detta gäller särskilt för aktier som sällan omsätts och för stora poster av aktier i alla bolag.

Börskursen uttrycker, enligt min uppfattning, inte något annat än priset på ett värdepapper med vissa egenskaper. Anknytningen till det företag, som aktien representerar en del av, är realiter mycket avlägsen såvitt gäller små aktieposter.

Det kan vara meningsfullt att göra åtskillnad mellan aktier som *realinvestering* och aktier som *finansiell investering*. Den som köper aktier som en realinvestering köper därigenom inflytande över ett visst företag. Ett sådant förvärv förutsätter normalt en stor post aktier och om den inte är en kontrollpost förutsätter den också en överenskommelse med andra aktieägare som ger kontrollmöjlighet. Realinvesteringen är intresserad av att analysera företaget för att undersöka vilken avkastning han på ett eller annat sätt kan få ur själva företaget. Den som å andra sidan köper aktier som en finansiell investering fäster i första hand vikt vid vilken utdelning han kan få samt vilken värdeförändring som han kan komma att realisera. Antaganden härom beror av hans uppfattning om företaget samt av hans uppfattning om hur andra aktieplaceringar kommer att handla. I princip är han ointresserad av vilken verksamhet företaget bedriver; det är den monetära avkastningen som är hans primära intresse i motsats till realinvesteringen som givetvis också är intresserad av monetär avkastning men inte i första utan i sista hand.

En investering kan ändra karaktär och övergå från en finansiell investering till en realinvestering. Först köper investeringen aktier som en finansiell placering men ökar sitt aktieinnehav så att det ger ett reellt inflytande. Hans sätt att värdera aktieinnehavet förändras då också.

#### 4.7 Samverkans effekter<sup>79</sup>

Vid all företagsvärdering i samband med samgående mellan företag uppkommer frågan hur effekten av samverkan mellan företagen skall beaktas.

<sup>78</sup> SOU 1973:60 s. 145—146, bilaga 1 tabell 6 och 7.

<sup>79</sup> Fusionsvinsten eller synergieffekterna är andra förekommande namn härpå.

Syftet med samgåenden är att möjliggöra vinstökningar (ibland reducera förluster) genom rationalisering.

Det ekonomiska utbytet av de två företagen i samverkan bedöms vara högre än om företagen fortsätter att verka var för sig.<sup>80</sup>

Vid värdering av företagen synes man endast kunna peka på och söka kvantifiera dessa effekter. Däremot kan detta värde inte på någon objektiv grund tilläggas vare sig det ena eller det andra företaget. Intet av företagen skulle ha kunnat realisera dessa effekter utan samverkan med det andra. Hur samverkans effekterna sedan kommer att påverka priset vid ett övertagande beror på parternas förhandlingsstyrka.

<sup>80</sup> Nuvärdet av all framtida avkastning i företag A är  $a$  och i företag B är  $b$  medan nuvärdet av all framtida avkastning av företag (A+B) är  $a+b+x$ , där  $x$  betecknar samverkans effekterna.

## 5 Rättspraxis om värdering vid tvångsinlösen

Den enda regeln för värderingen enligt ABL 1944 var att lösenbeloppet skulle motsvara aktiens verkliga värde. Denna regel är även huvudregel för värderingen enligt ABL 1975. Någon närmare ledning för att bestämma detta värde gav inte lagens förarbeten. Regelns innehåll fick utformas i doktrin och praxis.

Rättspraxis har kommit att bli riklig i Sverige samtidigt som den varit svårtillgänglig eftersom den finns i skiljedomar som inte är offentliga och därför ofta inte allmänt tillgängliga. Skiljedomar enligt ABL 1944 kunde klandras även på materiell grund. Detta har dock bara förekommit i några få fall och endast ett fall är känt, där allmän domstol haft att pröva värderingsfrågor i sak, nämligen NJA 1957 s. 1, Gimo-målet.

Med hjälp av kungörelser i Post- och Inrikes Tidningar har jag identifierat samtliga<sup>1</sup> fall i vilka inlösen av aktier enligt 174 § 2 mom. ABL 1944 påkallats av moderbolag. De fall som inte på så sätt blivit kända utgöres av fall, vari inlösen påkallats av minoritetsaktieägare. Dessa fall har dock ibland lett till att moderbolaget påkallat inlösen av samtliga aktier, varför de ändock kommit att ingå i min undersökning. Från min egen verksamhet känner jag till ytterligare fall, vari minoritetsaktieägare påkallat inlösen av sina aktier utan att moderbolaget påkallat inlösen av återstående minoritetsaktier. Dessa fall har dock lett till förlikning, varför skiljedom inte har avkunnats.

Tvångsinlösen har under perioden 1948—1976 påkallats i 168 fall. Det kan ha ett visst intresse att se hur dessa ärenden fördelar sig i tiden.

<sup>1</sup> Jag kan givetvis inte utesluta att någon enstaka kungörelse förbigått mig. Men jag bedömer ändå sannolikheten som ringa att jag skulle ha förblivit okunnig om något inlösenfall eftersom jag också vunnit kännedom om inlösenärenden på andra sätt, framför allt genom egen verksamhet som god man och partsombud samt genom kontakter med personer som ofta uppträtt i dessa skiljeärenden. Inte på något av dessa sätt har jag fått kännedom om fall som jag inte också registrerat vid genomgången av Post- och Inrikes Tidningar.



Tvångsinlösenförfarande inlett	Antal fall	Genomsnitt/år
1948—52	30	6
1953—57	17	3
1958—62	14	3
1963—67	44	9
1968—72	27	5
1973—76	36	9
	168	6

Tabell 5:1

*Antal fall av tvångsinlösen av aktier som inlets 1948—1976.*

När lagen öppnade möjlighet att tvångsinlösa aktier fanns tydligen ett visst uppdämt behov härav. Antalet inledda ärenden under den första tiden var relativt högt. Efter en lång period, varunder bara några få ärenden inleddes varje år, ökade inlösenaktiviteten mot 1960-talets mitt. Under de första 15 åren som lagen gällde var det ovanligt, att aktier i ett tidigare börsnoterat företag blev tvångsinlösta. Därefter har detta förekommit i tämligen stor utsträckning.

Jag har försökt att samla in skiljedomar beträffande samtliga inlösenärenden. Jag har skrivit till samtliga berörda företag, beträffande vilka jag inte på annat sätt fått tillgång till skiljedomen, med undantag för 1 företag, som varit omöjligt att spåra. Jag har inte erhållit svar beträffande 8 fall. Därvid har framkommit, att skiljedom aldrig avkunnades i 29 fall, eftersom frivillig uppgörelse träffades. Beträffande 25 inledda ärenden har de berörda företagen upplyst, att de inte kunnat återfinna skiljedomen, varför jag inte har erhållit tillgång till den. I 10 fall har företag vägrat att medverka i min undersökning genom att inte tillhandahålla avkunnad skiljedom. Av dessa fall gäller 3 samma börsnoterade företag, som löst in aktier i några, förmodligen små företag. Det är inte troligt, att känedom om även dessa skiljedomar skulle ha påverkat resultatet av min undersökning av skiljedomspraxis.

Jag har tillgång till 96 skiljedomar. Av dessa måste dock 41 styc-ken utskiljas eftersom de endast stadfäster en förlikning som parterna har träffat, varför skiljemännen inte genomfört eller åtminstone inte givit uttryck för någon saklig prövning av värderingsfrågor. Därefter återstår 55 skiljedomar som sliter tvist om värdering av aktier.

I tabellform fördelar sig materialet på följande sätt:

skiljedom som sliter tvist	55
skiljedom som stadfäster förlikning	41
skiljedom återfinnes inte	25
skiljedom avkunnades inte	29
skiljedom utlämnas inte	10
svar har inte erhållits	8
	<hr/>
inledda tvångsinlösenärenden	168

Tabell 5:2.

### *Fördelning av inledda tvångsinlösenärenden*

Frågan om rätt till inlösen har endast varit tvistig i 1 fall, som kommit till min kännedom, nämligen i det fall som refereras ovan s. 35 ff. och som gällde om 1944 eller 1975 års aktiebolagslag skulle tillämpas. Samtliga tvister som avgjorts enligt 1944 års lag har rört lösenbeloppets storlek.

Gimo-fallet har på flera ställen berörts i lagförarbeten och litteratur. Inte minst beroende på att rättsfallet inte är lätt att förstå, har jag gjort det till föremål för en ingående analys. Därefter lämnar jag en sammanfattande redogörelse för rättspraxis, sådan den kommit till uttryck i skiljedomarna. Referat av 51 skiljedomar som sliter tvist om aktievärdering har jag samlat i ett bihang till denna avhandling. Där har jag också inlagt de tre skiljedomar, som blivit offentliga till följd av att de klandrats. Dessa tre skiljedomar gäller inlösen av aktier i AB Götaverken, AB Addo och AB Facit. De har genom sitt innehåll ett betydande allmänt intresse. Anmärkas må att ordförande i två av dessa skiljenämnder var professor Håkan Nial som dels var sekreterare i lagberedningen som utformade ABL 1944, och dels utgjorde aktiebolagsutredningen som utformade ABL 1975. Den felande skiljedomen gäller Gimo AB, som återgivits i NJA 1957 s. 1.

#### **5.1 NJA 1957 s. 1 Gimo-målet**

Gimo aktiebolag var ett bolag vars huvudsakliga tillgångar bestod av skogsfastigheter. Efter en rekonstruktion av bolaget på 1930-talet förvärvade Korsnäs AB huvuddelen av aktierna. Aktiekapitalet uppgick sedan 1937 till 11 miljoner kronor, fördelat på 200 000 preferensaktier å 50 kronor och 20 000 stamaktier å 50 kronor. Korsnäs förvärvade 1938 från Svenska handelsbanken samtliga preferensaktier och 10 329 stamaktier för ett belopp mellan 9 och 10 miljoner kronor, motsvarande cirka 45 kronor/aktie om köpeskillingen lika fördelas på preferens- och stamaktier.

Under 1937 hade Korsnäs förvärvat drygt 9 000 stamaktier för 50 kronor/aktie. Av de stamaktieägare som hade kvar sina aktier 1951 hade ett flertal förvärvat aktierna i slutet av 1910-talet för mer än 1 900 kronor/aktie.<sup>2</sup> 1951 ägde Korsnäs samtliga aktier i Gimo utom 245 stamaktier.

Gimo bedrev inte någon rörelse. Dess fastigheter och övriga tillgångar var utarrenderade till Korsnäs mot ett arrende som var beräknat så att Gimo fick täckning för de skatter som Gimo hade att erlagga för sitt fastighetsinnehav samt för utgiftsräntor o. dyl.

1951 påkallade Korsnäs inlösen av minoritetsaktierna i Gimo jämlikt 174 § 2 mom. ABL 1944.

I målet blev ostridigt, att värderingen skulle hänföra sig till förhållandena vid 1951 års utgång. Gimos officiella balansräkning per 1951-12-31 hade följande utseende:

## Gimo AB

### Balansräkning 1951-12-31

#### *Anläggningstillgångar*

Jordbruks- och skogsfastigheter	13 523 tkr
Gruvor	78
	<hr/>
	13 601 tkr

#### *Eget kapital*

Preferensaktier	10 000 tkr
Stamaktier	1 000
Reservfond	745

#### *Kortfristiga skulder*

Diverse skulder	1 117
Korsnäs AB	187

#### *Vinst å bolagets verksamhet*

Balanserad vinst	36
Räkenskapsårets vinst	516
	<hr/>
	13 601 tkr

Tabell 5:3.

### *Balansräkning 1951-12-31 för Gimo AB*

<sup>2</sup> Uppgiften om parternas inköpspris för aktierna är i och för sig oväsentlig för aktievärderingen. Den lämnas i alla fall eftersom den åberopades i målet, måhända som "moraliskt" stöd för vissa värderingar.

Frågan om moderbolagets inlösenrätt var ostridig, varför tvisten endast gällde storleken av lösenbeloppet för aktierna.

Parternas yrkanden och bedömningarna i skiljenämnden och de olika domstolarna framgår av följande tablå:

	Parternas yrkanden kr	Domarnas värdering kr
Moderbolaget i skiljenämnden	50	
Gode mannen i skiljenämnden	2 315	
Skiljenämndens majoritet		465
En skiljeman (utsedd av moderbolaget)		125
Moderbolaget i rådhusrätten	125	
Gode mannen i rådhusrätten	2 305 eller 1 650	
Rådhusrätten		700
Hovrätten		1 900
HD:s majoritet		900
En ledamot i HD		600
En ledamot i HD		465

Tabell 5:4.

*Parternas och domarnas värdering av en aktie i Gimo AB.*

I frågan om vilken hänsyn som skulle tagas till aktiernas egenskap av minoritetsaktier uttälade skiljenämndens majoritet i sin dom:

”En fundamental princip i aktiebolagsrätten är att ingen skillnad får göras mellan olika aktiers rätt till andel i bolagets vinst och övriga tillgångar, bortsett från de skillnader som bestämmas i lag eller bolagsordning. Sitt mest pregnanta uttryck har denna princip fått i 76 § 2 st. aktiebolagslagen, där det stadgas, att bolagsstämma ej må, med mindre annat följer av vad i aktiebolagslagen eller bolagsordningen är stadgat, besluta om sådan användning av bolagets tillgångar eller eljest om sådan åtgärd, att uppenbarligen fördel beredes vissa aktieägare till nackdel för bolaget eller övriga aktieägare. Det synes uppenbart, att nu angivna princip skulle åsidosättas, därest löseskillingen för minoritetsaktier, vilken ju icke är annat än ekvivalenten för dessas andel i bolagets tillgångar, skulle beräknas efter en annan och ofördelaktigare värderingsgrund än som kan ifrågakomma för andra aktier i bolaget. Den omständigheten att en minoritetsaktie vid försäljning på allmänna marknaden ofta torde betinga ett lägre pris än övriga aktier i bolaget eller kanske rentav sakna varje saluvärde kan — till följd av principen om aktiernas likställighet — icke heller

tillmätas någon betydelse i ett fall som detta, då fråga är om en uppgörelse mellan olika aktieägare inom ett och samma bolag. På grund av vad sålunda anförts finner skiljemännen, att vid bestämmandet av ifrågavarande aktiers värde bör bortses ifrån att de utgöra en så obetydlig del av hela aktiestocken i Gimbolaget att de icke kunna medföra något praktiskt inflytande på bolagets åtgöranden.”

Även minoriteten i skiljemännen fann att hänsyn icke skulle tagas till aktiernas egenskap av minoritetsaktier. I ett av moderbolaget i rådhusrätten åberopat sakkunnigutlåtande av Håkan Nial anförde denne i denna fråga:

” — — — Den av skiljemännen åsyftade principen, likställighetsprincipen, kan enligt Nials mening icke i detta sammanhang ges den *direkta* (kurs. av Nial) tillämpning som skiljemännen synas mena. Det ’verkliga värde’ som skall fastställas enligt 223 § 2 mom. aktiebolagslagen bör anses vara ett beräknat *försäljningsvärde* (kurs. av Nial) under normala förhållanden; jfr också såvitt angår beskattningsfrågor NJA 1950 s. 346 med hänvisningar till äldre rättsfall. När det — som i regel då det gäller inlösning av minoritetspost — icke finns något börsvärde eller annat utbildat marknadsvärde, måste ett försäljningsvärde beräknas med hjälp av kalkyler rörande avkastning, matematiskt värde o. dyl. Till ett beräknat försäljningsvärde kommer man på den vägen fram genom en jämförelse med andra aktier av liknande slag, för vilka ett marknadsvärde finnes. Man kan med andra ord se, i vilket förhållande avkastning, matematiskt värde o. dyl. stå till börskurs eller annat marknadsvärde. — — — Likhetsprincipens mening — sådan den kommit till uttryck särskilt i 76 § 2 st. aktiebolagslagen — är nu att hindra, att en majoritet i bolaget förskaffar sig förmåner på minoritetens bekostnad. — — — Nu är emellertid likhetsprincipen icke möjlig att rättsligt genomföra på ett rent matematiskt sätt; förbudet i 76 § 2 st. riktar sig blott mot åtgärder, som innebära att ’uppenbarligen’ fördel beredes majoriteten till minoritetens nackdel. Ett visst svängrum för det egoistiska intresse som ju ytterst ligger till grund för investeringen i aktier lämnar sålunda lagen. — — — Den juridiska likhetsprincipen lämnar sålunda rum för en politik från moderbolagets sida, som kan medföra att det faktiska värdet på minoritetsaktierna blir mindre än som skulle följa av en räntabilitetsberäkning å bolagets tillgångar. Det vore i och för sig riktigt, att denna så att säga legala värdeförhållande beaktades vid inlösen enligt 223 § 2 mom. aktiebolagslagen. Något stöd i lagen för att man skall bortse från detta faktiska värdeförhållande finns knappast. Emellertid är det sannolikt, att rättspraxis icke kommer att visa benägenhet att direkt nedvärdera minoritetsaktier på denna grund. Det betyder, att man vid värderingen utgår ifrån antagandet att moderbolaget skall gå utöver sina juridiska skyldigheter i fråga om hänsynstagande till minoritetens intressen. Om detta är riktigt, ha de nyss gjorda påpekandena ingen annan betydelse än den att de kunna utgöra en anledning till iakt-

tagande av en viss försiktighet vid genomförande av tanken, att aktierna skola värderas utan hänsyn till att de ingå i en minoritetspost. Eljest och i synnerhet om man utgår från optimistiska räntabilitetskalkyler kommer man i verkligheten lätt till resultat, som innebära att inlösningen medför betydande ekonomiska vinster för minoritetsaktieägarna. — — —”

Rådhusrätten, Hovrätten och HD förklarade sig dela den av skiljemännen uttalade uppfattningen, att värderingen av aktierna skall ske utan hänsyn till dessas egenskap av minoritetsaktier.

I fråga om *värderingsmetod* förklarade majoriteten i skiljenämnden, att ”uppskattningen av aktiernas värde (synes) icke kunna baseras på en ren uppdelning på samtliga aktier av nettovärdet utav bolagets samtliga tillgångar, eftersom aktievärdet normalt är avhängigt jämväl av andra faktorer än det på dylikt sätt framräknade ’matematiska’ värdet. I stället bör man enligt skiljenämndens mening söka utfinna det pris som aktierna i Gimobolaget med hänsyn tagen till samtliga de faktorer som gemenligen påverka aktievärdet kunde tänkas betinga, därest bolaget drevs såsom ett fullt självständigt företag. Vid en dylik uppskattning läres betydelse främst böra tillmätas den avkastning som kan erhållas från tillgångarna vid uthållig, rationell drift. Denna värderingsfaktor är i förevarande fall av särskild betydelse, eftersom med hänsyn till arten av Gimobolagets tillgångar förhållandevis säkra hållpunkter finnas för beräkning av den framtida avkastningen.”

Minoriteten i skiljenämnden menade, att ”avgörande betydelse (skulle) tillmätas den avkastning som kan erhållas från Gimobolagets tillgångar vid uthållig rationell drift”.

Rådhusrätten tog ställning både till Gimobolagets avkastningsvärde och likvidationsvärde. Enligt rådhusrättens bedömning blev skillnaden mellan dessa båda värden ringa. Rådhusrätten fastställde lösenbeloppet på grundval av båda värdena.

Hovrätten uttalade följande: ”De metoder som komma till användning vid värdering av aktier — då värderingen anses icke böra grundas på förekomna försäljningar — äro det matematiska värdets metod (’realvärdesalternativet’) och förräntningsmetoden (’avkastningsalternativet’). Den förstnämnda metoden användes företrädesvis i fall, där aktiebolaget närmast representerar en yttre form för den av aktieägarna innehavda förmögenhetsmassan eller där vinsten huvudsakligen uttages på annat sätt än genom utdelning i vanlig ordning, under det att förräntningsmetoden tillämpas i övriga fall. Beträffande Gimobolaget är vid valet av värderingsmetod att beakta: Bolaget driver icke någon rörelse. Säkra hållpunkter finnes för värdering av dess tillgångar, vilka utgöras av fastigheter, huvudsakligen skogsfastigheter, som få anses vara förhållandevis lättsålda. Korsnäsbolaget, som för sin industri har behov av skog, arrenderar Gimobola-

gets samtliga tillgångar mot en arrendeavgift, som motsvarar Gimobolagens årliga utgifter för skatter och skuldräntor. Korsnäsbolaget har ett dominerande inflytande i Gimobolaget och har alltså möjlighet att inom koncernen disponera eventuell vinst i Gimobolaget på sådant sätt att utdelning till Gimobolagets aktieägare förhindras. Gimobolaget har sedan ett 30-tal år tillbaka icke lämnat någon utdelning å stamaktierna. Med hänsyn särskilt till anförda omständigheter anser HovR:n, att en värdering efter det matematiska värdets metod i förevarande fall leder till ett mer rättvisande resultat i fråga om aktiernas 'verkliga värde' än en värdering efter förräntningsmetoden eller efter båda metoderna. Värderingen skall förty ske uteslutande efter den förstnämnda metoden.”

HD fann ”på de skäl HovR:n anført aktierna böra i förevarande fall värderas med tillämpning av det matematiska värdets metod.”

De dissenterande ledamöterna i HD bestämde aktievärdet på grundval av avkastningsvärden.

Hovrätten uttalade sig utförligt om bedömningen av *latenta skatteskulder*:

”Vad härefter angår frågan om vid värderingen av aktierna hänsyn skall tagas till de i samband med en likvidation av bolaget utgående skatterna (skogsvinstskatt och utskiftningskatt) bör enligt HovR:ns mening avdrag icke göras för sådana skatter, med mindre en likvidation är nödvändig för att aktieägarna skola kunna utfå sina mot aktierna svarande andelar i bolagets behållna tillgångar eller det eljest ter sig sannolikt, att bolaget kommer att upplösas genom likvidation. Härutinnan synas särskilt följande synpunkter förtjäna beaktande: Redan storleken av de belopp till vilka berörda skatter skulle komma att uppgå medför, att det måste anses vara ett för samtliga aktieägare gemensamt intresse att söka undvika likvidation av bolaget. För Korsnäsbolaget står möjligheten öppen att efter inlösen av samtliga aktier i Gimobolaget genom fusion överföra dess tillgångar till sig, varvid nämnda skatteutgifter icke skulle komma i fråga. I detta sammanhang kan anmärkas, att ifrågasvarande inlösenförfarande visserligen kan påkallas för andra syften än för att möjliggöra fusion men att lagstadgandet dock tillkommit med tanke särskilt på fusion. Även om Korsnäsbolaget icke skulle begagna sig av nämnda möjlighet att till sig överföra Gimobolagets tillgångar, kan värdet av den behållna förmögenheten i Gimobolaget utan avdrag för latent skatteskuld likväl komma Korsnäsbolaget till godo. Tillgångar sådana som Gimobolaget äro nämligen mycket efterfrågade och, såsom i målet anförda exempel visa, är det icke ovanligt, att hela aktiestocken i dylika bolag säljes till annat aktiebolag. Eftersom köparen i sådant fall har möjlighet att genom fusion överföra de förvärvade tillgångarna till sig, kan det förutsättas, att köpskillingen för aktiestocken skulle komma att uppgå till värdet av de behållna tillgångarna utan berörda avdrag. Vid angivna förhållanden bör det omtvistade lösenbeloppet skäligen bestämmas utan hänsyn till de vid en likvidation av Gimobolaget utgående skatterna.”

HD förklarade däremot:

”Emellertid kan vid bedömning av tillgångarnas värde — oavsett de olika möjligheter Korsnäsbolaget må äga att efter inlösen av aktierna förfoga över tillgångarna — icke bortses från att aktieägarna, därest likvidation ägt rum, ej kunnat utfå sina mot aktierna svarande andelar i behållningen utan avdrag för skogsvinstskatt och utskiftningskatt. Det sammanlagda belopp till vilket dylika skatter skulle hava beräknats bör med hänsyn härtill vid uppskattning av tillgångarnas värde avdragas från förenämnda behållning.”

Hur parterna och domstolarna siffermässigt kom fram till skilda lösenbelopp belyses av tabell 5:5 och 5:6.

### *Kommentarer till NJA 1957 s. 1*

Genom rättsfallet är fastslaget att värdering skall ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier. Om denna uppfattning var samtliga instanser och även de domare som yttrade avvikande meningar eniga. Inte ens den nyanserade uppfattning, som Nial gav uttryck för i sitt utlåtande som bl.a. innebar att man vid värderingen skulle ta den hänsyn till vad han kallade den ”legala värdedifferens” som kan uppstå mellan majoritets- och minoritetsaktier, delades av någon domstol.

Den andra fråga, som rättsfallet skulle kunna anses vara prejudicerande för, gäller bedömningen av latent skatteskulder. Hovrätten framhöll flertalet av de skäl som brukar anföras för att inte göra avdrag för latent skatteskulder men HD förklarade att avdrag skulle göras för dessa skulder. Rättsfallet kan dock inte betecknas som starkt på denna punkt eftersom en enig Svea hovrätt ansåg att avdrag för latent skatteskulder inte skulle göras medan tre justitieråd menade att avdrag borde ske och två justitieråd från sina utgångspunkter inte behövde taga ställning till problemet.

Praxis i skiljedomar som avkunnats efter HD:s dom i Gimo-målet har varit vacklande.<sup>3</sup> I dansk och norsk praxis har frågan bedömts någon enstaka gång med olika utfall.<sup>4</sup>

I fråga om valet av värderingsmetod kan rättsfallet knappast anses vägledande. Det förefaller ha funnits goda utgångspunkter både för att beräkna ett avkastningsvärde och ett likvidationsvärde för Gimo. Skiljenämnden ansåg förutsättningarna särskilt goda för att bestämma bola-

<sup>3</sup> Se s. 152 f.

<sup>4</sup> UfR 194 1:720 och NRt 1929 s. 454, ovan s. 46 f. och 52.



gets avkastning, hovrätten för att bestämma det ”matematiska värdet” på bolagets aktier. När hovrätten stannade för att uteslutande beräkna det senare tycks man särskilt ha tagit hänsyn till att det arrende som Korsnäs erlagt till Gimo, inte varit marknadsmässigt utan fastställt med utgångspunkt från Gimos skatter och skuldräntor. Någon representativ avkastning för förfluten tid i Gimobolaget kunde man alltså inte ange. Korsnäsbolaget kunde vidare förhindra utdelning. En värdering på grundval av lämnad utdelning var alltså inte heller möjlig. Däremot kunde saluvärden på bolagets tillgångar utan svårighet utfinnas. Hovrätten har tydligen inte försökt att bestämma den avkastning som Gimo borde ha lämnat eller den utdelning som Gimo kunde ha lämnat om inte Korsnäs hade behärskat bolaget.

En fråga som möjligen belyses av rättsfallet är om ett dotterbolag skall värderas som hörande samman med moderbolaget eller inte eller, med andra ord, om samverkans effekter skall beaktas. Majoriteten i skiljemännen sade härom att man borde utgå från antagandet att ”bolaget dreves såsom ett fullt självständigt företag”. Detta kan tyda på att skiljemännen menade att man inte skulle söka fastställa värdet av Gimoaktierna i Korsnäs’ hand. RR:n å andra sidan förklarade att man inte skulle taga hänsyn till ”sådana faktorer som normalt skulle ha inverkat på aktievärdet för det fall att Gimobolaget även i fortsättningen skulle ha drivits såsom ett självständigt företag”. RR:ns uttalande skulle kunna innebära, att man skulle värdera aktierna i Gimo med utgångspunkt från att bolaget var dotterbolag till Korsnäs vilket i sin tur bör leda till att samverkans effekter bör beaktas. Däremot kan någon ledning inte hämtas i fråga om hur sådana effekter skall beaktas, utan endast att de på något sätt skall beaktas. Eftersom dessa uttalanden inte är helt klara och dessutom av olika innehåll är rättsfallet inte vägledande i detta avseende.<sup>5</sup>

En fråga varom rättsfallet inte säger någonting alls, är den om värderingstidpunkten.<sup>6</sup> Denna blev ostridig på ett tidigt skede i målet. Både RR:n och HovR:n omnämner att parterna enats om till vilken tidpunkt värderingen skall hänföras.<sup>7</sup>

Detta rättsfall brukar ofta anföras som exempel på hur svårt det är

<sup>5</sup> Jfr dock Borum i UfR 1966 s. 102.

<sup>6</sup> Möjligen annan mening Borgström s. 142—143.

<sup>7</sup> I den mån sistnämnda förhållande skall ges någon självständig innebörd skulle det vara, att domstolarna, därest parterna inte hade enats om värderingstidpunkt, måhända inte skulle ha bestämt aktiernas värde per 1951-12-31.

## GIMO AB "Realvärdesalternativet"

	Gode man- nen i RR:n	Moderbo- laget i RR:n	RR:n	HovR:n	HD 3 ledamöter
<i>Tillgångar</i>					
Jordbruksfastigheter	5 260 000		5 260 000		
Skogsfastigheter	52 700 000		53 700 000		
Jakt och fiske	1 000 000		—		
Fordran hos Sandvikens Jernverk	59 435 000		1 475 000		
Summa tillgångar	<u>475 000</u>		<u>60 435 000</u>		
<i>Skulder och avgående poster</i>					
Enligt balansräkning 1951-12-31	—		1 305 000		
Diverse skulder	312 000		—		
Pensionsförpliktelser	1 628 000		1 628 000		
Preferensaktiernas nominella värde	10 000 000		10 000 000		
Eftersläpande utdelning till 1937	—	12 000 000	8 000 000		
efter 1937	1 320 000		1 320 000		
Summa skulder och avgående poster	<u>13 260 000</u>		<u>22 253 000</u>		
Behållning	46 175 000		38 182 000	38 182 000	38 182 00
Skogsvinstskatt	—		18 864 500	—	16 983 000
Utskiftningsskatt	—		5 528 200	—	2 553 000
Belopp att fördela	<u>46 175 000</u>		<u>13 789 300</u>	<u>38 382 000</u>	<u>18 646 000</u>
per aktie	2 305		689	1 909	932
<i>Lösenbelopp</i>	2 305		(700)	1 900	900

Tabell 5:5.

## GIMO AB "Avkastningsalternativet"

	Skiljenämnden		Gode man-	Moderbo-	RR:n	JR Lind	JR
	majoritet	1 skiljeman	nen i RR:n	laget i RR:n			Gyllenswärd
Nettointäkt av							
skogsfastigheter	2 000 000	2 000 000	2 992 000	2 000 000	2 992 000	2 992 000	2 992 000
jordbruk	—	—	100 000	—	—	100 000	—
jakt, fiske	—	—	70 000	—	70 000	70 000	70 000
Ränta å fingerat lån <sup>a</sup>	— 831 120	— 431 120	— 530 520	— 591 000	— 431 120	— 431 120	— 431 120
Inkomstskatt	— 467 552	— 627 552	—1 052 580	— 377 000	—1 052 352	—1 092 352	—1 052 352
Konsolidering <sup>b</sup>	— 233 776	— 94 132	—	— 467 000	— 157 853	— 546 176	— 526 176
Utdelningsbar vinst	<u>467 552</u>	<u>847 196</u>	<u>1 578 900</u>	<u>565 000</u>	<u>1 420 675</u>	<u>1 092 352</u>	<u>1 052 352</u>
Utdelning							
å preferensaktier	—	700 000	—	700 000	700 000	700 000	700 000
å stamaktier	<u>467 552</u>	<u>147 196</u>	<u>1 578 900</u>	<u>0</u>	<u>720 675</u>	<u>392 352</u>	<u>352 352</u>
per aktie	23:37	7:36	78:95		36:03	19:62	17:61
kapitaliserat andel i fordran	(5 %) 465	(5 %) 147	(5 %) 1 579		(5 %) 720	(3,3 %) 594	(4 %) 440
Sandviken			<u>73:75</u>				
Lösenbelopp	465	125	<u>1 650</u>			600	465

Tabell 5.6.

<sup>a</sup> Ränta å fingerat lån avser en tänkt transaktion av följande innebörd. Eftersläpande utdelning å preferensaktierna jämte bolagets fordringar och skulder skulle omvandlas till ett lån, löpande med 4 % ränta. Skiljenämndens majoritet och gode mannen förmenade dessutom att preferensaktiekapitalet skulle omvandlas till ett sådant lån. Skillnaderna i räntebelopp beror för övrigt på olika uppfattning om storleken av den eftersläpande utdelningen å preferensaktierna.

<sup>b</sup> För konsolidering av bolaget skulle enligt några bedömare innehållas en del av bolagets vist. Denna del beräknades till en tredjedel av nettovinsten före eller efter skatt respektive till 10 % av nettovinsten efter skatt, motsvarande erforderlig avsättning till reservfonden. Gode mannen ansåg, att någon dylik avsättning inte skulle beaktas, dels emedan aktieägarna därigenom skulle berövas den kapitalbildning som skedde genom fonderingen, dels emedan det inte fanns någon anledning till fondbildning i ett bolag av Gimobolagets karaktär.

att värdera företag.<sup>8</sup> De stora skillnaderna till och med mellan de olika domstolarnas värderingar ådagalägger att det är svårt att förutse till vilket resultat en värderingsregel kan leda. Referatet i NJA kan vara svårt att tränga in i, icke minst på grund av allt vad som står om omvandling av vissa skulder och preferensaktiekapital till ett räntebärande lån och till vad som står om värderingen av fastigheterna. Tabell 5:5<sup>9</sup> åskådliggör att den väsentliga skillnaden mellan domstolarna gällde i vad mån avdrag skulle göras för latent skatteskulder eller inte. Dessutom förelåg det en mindre skillnad mellan RR:ns och HD:s beräkning av den latent skatteskuldens storlek. Samtliga instanser godtog gode mannens utredning om fastigheternas värde.

Parterna hade vidare olika uppfattning om i vilken utsträckning rätt till eftersläpande utdelning på preferensaktier förelåg, men samtliga domstolar hade samma uppfattning.

## 5.2 Analys av svenska skiljedomar

I de svenska skiljedomarna har ett antal frågor blivit aktuella och föranlett uttalanden av skiljemännen i olika fall. De frågor beträffande vilka flera avgöranden finns kan grupperas på följande sätt:

- inröbörden av "verkliga värdet";
- hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier;
- värderingsmetod;
- betydelse av börskurser och värde av bytesvaluta;
- koncernbidrag;
- samverkans effekter;
- latent skatteskulder;
- metoder för avkastningsvärdering;

<sup>8</sup> Se t.ex. "Hvilke usikkerhetsmomenter man har å regne med fremgår nokså klart av en dom i Nytt Juridisk Arkiv 1957 side 1 angående bestemmelsene i den någjelende svenske aksjelov som svarer til utkastets § 139, 2. ledd. Den viser at meningene om hva som skal være utløsningskravets innhold kan være høyst forskjellige. Majoritetens tilbud i saken gikk ut på å betale kr 50,— pr aksje. Ved voldgift overensstemmende med den svenske lovs regler satte flertalet verdien av aksjene til kr 465,—, mindretallet til kr 125,—. To sakyndige revisorer sa at verdien var maksimalt kr 145,—. Rådhusretten fastsatte løsningssummen till kr 700,—, Svea Hovrätt til kr 1 900,—. Høyesteretts majoritet satte den til kr 900,—, mens minoriteten stemte for kr 465,—". (Remisstryttrande från norska advokatforeningen återgivet i Ot. prp. nr 19 for 1974—75 s. 206—207.)

<sup>9</sup> S. 140.

- goodwill;
- fondering av årsvinster, konsolideringsbehov;
- kapitaliseringsfaktor, avkastningskrav;
- värderingstidpunkt;
- processränta, avkastningsränta;
- processuella frågor.

Det dotterbolag som är föremål för värdering betecknas med D och moderbolaget med M.

### 5.2.1 Innebörden av "verkliga värdet"<sup>10</sup>

I 5 skiljedomar har skiljemännen mer eller mindre precist angivit sin uppfattning om innebörden av uttrycket "verkliga värdet" av aktier.

I fall 5 fann skiljemännen verkliga värdet böra bestämmas till "det belopp en köpare av hela aktiestocken, som önskar skälig avkastning på sina pengar, kan antagas vara villig att betala".

I fall 6 och 9 deklarerade skiljemännen:

"Med en akties verkliga värde enligt 223 § aktiebolagslagen torde avses den på aktien enligt bolagsordningen belöpande andelen i den köpeskilling, en köpare med full kännedom om bolagets ställning och resultat normalt skulle vilja betala för hela aktiestocken vid tiden för inlösningen. Vid beräkningen av det pris, en köpare vill betala för en aktiestock, utgår han regelmässigt från vad han under intryck av konjunkturerna vid köpet tror sig kunna utvinna ur aktiestocken antingen i form av framtida förräntning å kapitalplaceringen eller i form av återbekommet kapital. Härav torde följa, att storleken av lösenbeloppet måste bestämmas med utgångspunkt från det högsta av aktiestockens förräntnings- eller avvecklingsvärden. Förräntningsvärdet utgör det kapitaliserade värdet av den genomsnittliga utdelning å aktiestocken, som kan förväntas i framtiden. Avvecklingsvärdet motsvarar det belopp, som skulle kunna utskiftas vid en upplösning av bolaget."

Ett uttalande i fall 16 kan möjligen uppfattas som en precisering av innebörden av "verkliga värdet". Skiljemännen anför där, efter att ha konstaterat att värderingen skulle ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier:

"Å andra sidan bör emellertid uppskattningen ej heller verkställas såsom om samtliga aktier i bolaget vore samlade på en hand. Målet bör vara

<sup>10</sup> Avsnittet bygger på fall 5, 6, 9, 16 och Facit.

att beräkna ett försäljningsvärde för enstaka poster under antagande att bolagets aktier har normal spridning. Någon allmängiltig princip för beräkning av ett sådant hypotetiskt försäljningsvärde är icke möjlig att uppställa. Skiljemännen finner emellertid att i förevarande fall övervägande skäl talar för att värderingen sker med utgångspunkt från den uthålliga avkastning som för framtiden borde kunna påräknas av (D:s) tillgångar. Därvid bör för sådana tillgångar, som för närvarande är outnyttjade eller ger onormalt låg inkomst, avkastningen skattas till vad som rimligen borde kunna inflyta vid rationellt utnyttjande eller efter försäljning jämte nyplacering av därvid frigjort kapital.”

I fall Facit har skiljemännen gjort en annan bestämning av ”verkliga värdet” än i ovan nämnda fall. Skiljemännen uttalade nämligen:

”Vid tvist om lösenbeloppets storlek skall detta enligt 223 § 2 mom. 1944 års aktiebolagslag fastställas så att det motsvarar aktiens ’verkliga värde’. Om därmed menas ’marknadsvärde’ (som i expropriationslagen 4 kap. 1 §) eller ’försäljningsvärde’ (nämnda aktiebolagslagen 100 § 4 mom. andra stycket) borde, när det gäller börsnoterade aktier, ligga närmast till hands att anknyta till börskursen. Även om denna kan påverkas av en mängd svåröverskådliga och kanske delvis irrationella faktorer är den ett uttryck för vad en aktieägare i allmänhet kan erhålla vid försäljning av aktier. Förutsättning för börskursens användbarhet i detta avseende är emellertid att den icke är påverkad av onormala omständigheter, jämför t.ex. lagen om statlig förmögenhetsskatt 4 § sjätte stycket, där det på börs noterade värdet skall gälla ’såfram antagas kan att detta motsvarar vad som må hava varit påräkneligt vid försäljning under normala förhållanden’.”

Givetvis har skiljemännen i samtliga fall haft att ta ställning till innebörden av ”verkliga värdet”. Men i flertalet fall har skiljemännen inte givit uttryck för sin principiella uppfattning. Slutsatser härom kan dragas av deras resonemang i domarna. Det skulle emellertid vara att pressa materialet för hårt att söka göra detta i förevarande sammanhang, icke minst med tanke på att uppfattningarna ibland kan ha varit oklara och med tanke på att formuleringar kan ha gjorts avsiktligt mångtydiga i syfte att täcka skilda principiella uppfattningar bland skiljemännen. Å andra sidan innebär detta, att de få uttryckliga uttalanden som finns om begreppet ”verkligt värde” inte kan tillmätas alltför stor självständig betydelse.

Av tyska domstolar är det särskilt Oberlandesgericht Hamm,<sup>11</sup> som utvecklat innebörden av de allmänna grunderna för fastställande av

<sup>11</sup> I beslut 15.5 1963, s. 77 f. ovan.

lösenbelopp. Detta skall utgöra full ersättning för den rättsförlust som aktieägarna lider genom att deras i aktierna nedlagda rätt till andel i ett företag går förlorad. Moderbolaget skall inte ha några fördelar och minoriteten inte några nackdelar av den bolagsrättsliga omvandlingen. Vid värderingen skall man både utgå från att en aktie värderas på särskilda grunder och från att en akties värde också påverkas av företagets värde.

Engelska och amerikanska domstolar har inte gjort abstrakta uttalanden om innebörden av motsvarigheterna till "verkliga värdet".

### 5.2.2 Hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier<sup>12)</sup>

I 4 skiljedomar, som alla avkunnats efter HD:s avgörande i Gimo-målet, har skiljemännen förklarat, att värderingen skulle ske utan hänsynstagande till aktiernas egenskap av minoritetsaktier. Inte i något av fallen har Gimo-målet återopats. Som grund för sin uppfattning har skiljemännen antingen hänvisat till praxis eller också utfört resonemang av samma art som domstolarna godtagit i Gimo-målet. Den sista av dessa domar avkunnades 1967.

Den motsatta uppfattningen, att värdet skulle bestämmas med hänsyn tagen till att aktierna såsom minoritetsaktier måhända skulle tilläggas ett annat och antagligen lägre värde än majoritetsaktierna, har inte kommit till uttryck i någon dom. Såvitt jag har kunnat finna har den inte ens påståtts av någon part.

Denna fråga har säkerligen, åtminstone sedan Gimo-domen blivit känd, inte vållat några problem.

I ett danskt avgörande<sup>13</sup> värderades aktier som minoritetsaktier. Enligt uttalanden i dansk doktrin skulle detta dock ha varit successionsrättsligt motiverat.<sup>14</sup>

### 5.2.3 Värderingsmetod<sup>15)</sup>

I flertalet skiljedomar har skiljemännen tagit ställning till efter vilken metod värderingen borde ske. I de fall då något särskilt ställningstagande

<sup>12</sup> Avsnittet bygger på fall 5, 16, 19, 21 och Gimo.

<sup>13</sup> UfR 1966: 235 s. 47 ovan.

<sup>14</sup> Borum i UfR 1966 B 102 not 12.

<sup>15</sup> Avsnittet bygger på så gott som samtliga fall i bihanget.

inte gjorts, har parterna antagligen varit överens om värderingsmetod.<sup>16</sup>

I de fall skiljemännen uttryckligen tagit ställning till val av värderingsmetod har bedömningarna utfallit sålunda:

Avkastningsvärde	11 fall
Likvidationsvärde	2 fall
Både avkastnings- och likvidationsvärde	5 fall
Högsta av avkastnings- och likvidationsvärde	3 fall
Övriga metoder	5 fall
	<hr/>
	26 fall

Ovanstående indelning av materialet är inte självklar. I ett av fallen som grundas på likvidationsvärdet, kan skiljemännen ha ansett att lösenbeloppet skulle motsvara det högsta av avkastnings- och likvidationsvärdena. I en särskild motivering till den enhälliga skiljedomen anförde nämligen skiljenämndens ordförande, att bolaget saknade avkastningsvärde, varför likvidationsvärdet lades till grund för domen.

I några fall, som bara anger avkastningsvärdet som avgörande, kan ett likvidationsvärde ha beräknats utan att detta omnämnts i skiljedomen. I några skiljedomar uppges, att skiljemännen försökt beräkna ett substansvärde som kontroll av det framräknade avkastningsvärdet.

I flera av de fall, vari skiljemännen bestämt lösenbeloppet på grundval av både avkastningsvärde och likvidationsvärde, har likvidationsvärdet ansetts vara det dominerande. Men likvidationen har fingerats tillgå så att vissa rörelsegrenar avskilts och antagits bli avyttrade till sitt avkastningsvärde.<sup>17</sup>

Övriga metoder innefattar två samtidigt avkunnade skiljedomar beträffande närstående bolag, vari lösenbeloppet bestämdes med ledning av faktiskt erlagda köpeskillingar för dotterbolagsaktier. I ett fall grundades värderingen på en sammanvägning av avkastningsvärde och sub-

<sup>16</sup> Att detta antagande inte alltid är riktigt visas av akten i ett ärende. Minoriteten beräknade där ett värde på D på grundval av vad M betalat för huvuddelen av D-aktierna. Detta belopp bedömdes som vilken annan investering som helst i ett industriföretag. Med kännedom om detta pris och M:s normala avkastningskrav i sina investeringskalkyler kunde beräknas vilket kapitalbelopp M bör ha ansett D representera. Argumenteringen redovisades ej i skiljedomen. Skiljedomen angav inte ens att en part genomfört en värdering på ett principiellt helt annorlunda sätt än skiljemännen och motparten.

<sup>17</sup> Principiellt skiljer sig avkastningsvärde och likvidationsvärde egentligen inte från varandra. Se s. 98 och 119.



stansvärde. Noteras bör, att parterna var ense om att sammanvägning skulle ske ävensom om vilka vikter som skulle användas. Skiljemännen instämde dock i parternas uppfattning om denna fråga.

Ett fall (nr 34) är intressant eftersom värderingen grundats på avkastningsvärdet samtidigt som skiljemännen fann att likvidationsvärdet var högre. Likvidationsvärdet utgjorde alltså inte något minimivärde enligt denna skiljenämnds uppfattning. Skiljemännen ansåg, att likvidationsvärdet inte skulle ligga till grund för lösenbeloppet eftersom likvidation inte var tänkbar. Emellertid kan erinringar riktas mot skiljemännens sätt att beräkna likvidationsvärdet. Skiljemännen ansåg likvidation otänkbar med hänsyn till dotterbolagets åtaganden enligt vissa avtal som löpte på lång tid. Intet hade dock hindrat skiljemännen från att beräkna ett likvidationsvärde med antagande om likvidation vid avtalstidens utgång, vilket värde genom diskontering hade fått hänföras till värderingstidpunkten. Alternativt skulle skiljemännen ha kunnat fingera en likvidation under antagande om avtalsbrott, varvid skadestånd på grund av avtalsbrottet hade fått upptagas som en avgående post. Mot bakgrund härav behöver detta avgörande inte strida mot den dominerande uppfattningen att likvidationsvärdet utgör ett minimivärde.

Slutligen finns ett fall, Addo, vari skiljemännen tagit ställning till metod efter metod och utdömt den ena efter den andra för den aktuella situationen. Avkastningsvärde borde vara avgörande men kunde inte beräknas. Substansvärde var inte tillförlitligt. Att utgå från aktiernas matematiska värde enligt senaste fastställda balansräkning var principiellt inte godtagbart eftersom aktiebolagslagen inte hindrade att anläggningstillgångar upptogs till högre värde än aktuellt försäljningsvärde och eftersom redovisat eget kapital inte utan vidare kunde tillföras aktieägarna. I brist på annan värderingsnorm utgick skiljemännen från börskurs på de aktier som lämnats i byte mot dotterbolagsaktier när dotterbolaget förvärvades av moderbolaget.

Frågan om värdering av aktier i så kallade intressebolag, dvs. bolag vari moderbolaget inte äger mer än hälften av rösterna men vari moderbolaget ändock äger ett betydande intresse, avgjordes genom en särskild mellandom i fall 49. Skiljemännen fann att dessa aktier skulle värderas på grundval av respektive bolags totala avkastning.

Det framstår som helt klart, att avkastningsvärdet principiellt tillmäts den avgörande betydelsen. Dessutom är det en allmän uppfattning, att likvidationsvärdet representerar ett minimivärde på företaget.

Skiljedomspraxis kan därför på denna punkt sammanfattas så att lösenbeloppet skall bestämmas på grundval av företagets avkastnings-

värde, dock lägst på grundval av likvidationsvärdet.

Tyska domstolar har försökt att bestämma företagens substans- och avkastningsvärden. Värden som beräknats av sakkunniga har ibland med olika motiveringar justerats uppåt.<sup>18</sup> Amerikanska domstolar har ofta bestämt lösenbelopp på grundval av ett vägt medeltal mellan olika värden såsom avkastningsvärde, substansvärde och börsvärde.<sup>19</sup>

#### 5.2.4 Betydelse av börskurser och värde av bytesvaluta<sup>20</sup>

I fyra fall har skiljemän kommit in på frågan om huruvida börskurser skulle tillmätas betydelse vid bestämmandet av lösenbelopp.

I några fall har skiljemännen berört frågan om betydelse av värdet av den bytesvaluta, som aktieägarna i D erhållit vid det erbjudande som sedermera resulterat i tvångsinlösningen. Eftersom vederlaget bestått av aktier i börsnoterade bolag, hör frågan om betydelsen av bytesvalutans värde nära samman med frågan om börskursernas betydelse.

I fall 18 förklarade skiljemännen att aktiebörsen sedan någon tid i alltför hög grad påverkats av kurspressande faktorer för att dessa kurser skulle kunna avses vara representativa för aktiernas verkliga värden.

I fall 19 förklarade skiljemännen, att grundsatsen att aktiernas egenkap av minoritetsaktier inte skulle beaktas medförde att skiljemännen inte ansåg sig böra fästa avgörande vikt vid börskurserna utan att dock helt bortse från dessa.

I fall 20 nämner skiljemännen börsläget utan att det går att klart urskilja vilken vikt skiljemännen lagt härvid.

I fall Facit ansåg skiljemännen, att man inte kunde bortse från den värdering som det offentliga erbjudandet gav uttryck för, räknat efter börskursen på de aktier i Electrolux som erbjöds i utbyte mot Facitaktier. Skiljemännen framhöll dock att man skulle avvika från det erbjudna priset även enligt ABL 1975, om särskilda skäl förelåg. Detta gällde naturligtvis inte minst i fall då den nya lagens regel över huvud inte var direkt tillämplig. Skiljemännen måste därför pröva om aktierna i D enligt gängse värderingsmetoder måste anses avsevärt överstiga det som grundas på det offentliga erbjudandet.

I fallen 43, 44 och 45 konfronterade skiljemännen värdet av bytes-

<sup>18</sup> Koppenberg s. 20, se s. 71 ovan.

<sup>19</sup> Se s. 86 f.

<sup>20</sup> Avsnittet bygger på fall 18, 19, 20, 43, 44, 45, 47, 49 och Facit.

valutan med värden beräknade på grundval av D:s värde. Om den offentliga tillgängliga informationen om D hade varit tillfredsställande tillmättes värdet av bytesvalutan avgörande betydelse, men inte om informationen ansågs ha varit bristfällig. I fall 44 gjordes korrigerings av det värde bytesvalutan ansågs ha haft för värdeförändring för tiden intill dess inlösen påkallades. (Denna korrigerings bör hållas isär från den kompensation för avkastning som lämnas under tiden för inlösentvisten och som behandlas nedan i avsnitt 5.2.13.)

I fall 47 förklarade skiljemännen att både bytesvalutans värde och den börskurs som hade funnits på D var av intresse. Skiljemännen angav dock att inte något av dessa värden vare sig var för sig eller tillsammans hade avgörande betydelse. På grund av utformningen av yrkandena i målet kom frågan att sakna betydelse.

I fall 49 ingick aktier i så kallade intressebolag<sup>21</sup> som ansågs skola värderas med utgångspunkt från bolagets totala avkastning. Ett av dessa intressebolag var börsnoterat och skiljemännen konfronterade företagets avkastningsvärde med börskursen. Eftersom avvikelserna befanns vara ringa bestämdes värdet med utgångspunkt från börskursen.

Skiljemännens ställningstagande till betydelsen av börskurs i fall Facit samt i fall 43 och följande visar på ett inflytande av ABL 1975. Den däri intagna värderingsnormen för ett visst specialfall, vilken norm jag behandlar i detalj i kapitel 6, har synbarligen påverkat uppfattningen om innebörden av en akties ”verkliga värde”. Av skäl som jag närmare redovisar i kapitel 6 anser jag denna rättstillämpning olycklig.<sup>22</sup>

I det tämligen nya danska rättsfallet UfR 1977:61<sup>23</sup> bestämde Højesteret lösenbelopp på grundval av börskurs. En minoritet ville dock grunda värderingen på bolagets likvidationsvärde.

I tysk rättspraxis har domstolar ofta gjort uttalanden angående börskurser och deras representativitet och om i vad mån börskurser över huvudtaget bör vara vägledande. I två fall ansåg en domstol börskursen

<sup>21</sup> Se s. 147 ovan.

<sup>22</sup> Dessa skiljedomar som avkunnades jämligt ABL 1944 hade kunnat överklagas, vilket dock inte skedde. Jag kan nämna, att jag uppträdde på minoritetssidan i målen. Anledningen till att jag inte klandrade domarna var att resultatet materiellt sett var tillfredsställande och att det inte var försvarligt att klandra endast för att erhålla ett prejudikat. Två domar som avkunnades i december 1979 kommer dock att klandras under våren 1979. Dessa domar ger uttryck för den här behandlade tendensen och har därför stor principiell betydelse. Dessa mål gäller även synnerligen stora värden.

<sup>23</sup> S. 47 ovan.

ha betydelse såtillvida, att denna uttryckte ett minimum för lösenbeloppet.<sup>24</sup> För övrigt tillmättes inte börskurser betydelse.<sup>25</sup>

### 5.2.5 Koncernbidrag<sup>26</sup>

I 4 fall har skiljemän haft att ta ställning till hur det faktum att koncernbidrag lämnats mellan D och M skulle beaktas.

I ett av dessa fall hade koncernbidraget utgått förtäckt till D från dess utländska moderbolag. Hur skiljemännen bedömt detta framgår inte av domen.

I 3 fall — nr 40, 42 och Facit — hade öppna koncernbidrag lämnats från M till D. Minoriteten hävdade att dessa koncernbidrag, som lämnats utan villkor, inte skulle elimineras vid fastställande av D:s förmögenhetsställning. Skiljemännen gjorde dock avdrag härför. Beträffande ett av dessa fall må anmärkas, att samtidigt avgjordes ett annat ärende beträffande inlösen av aktier i ett annat dotterbolag till samma moderbolag. I detta andra fall hade koncernbidrag utgått från D till M. Moderbolaget medgav att detta skulle återföras vid värderingen vilket minoriteten också krävt. Minoriteten hävdade dock att denna återföring inte skulle ske av billighet utan att moderbolaget var skyldigt att finna sig häri. Motiveringen var att ett moderbolag inte hade rätt att förfoga över dotterbolagets tillgångar på ett sätt som endast tjänade moderbolagets intresse. Stöd härför skulle finnas i 91 och 76 §§ ABL 1944. I Facit-domen uttalade skiljemännen beträffande detta argument, att det var utan bärkraft med hänsyn till bl.a. reglerna om förutsättningar för rätten att föra talan mot styrelsen. Den förutsättning som därvid åsyftas torde vara kravet i 129 § ABL 1944 att talan måste väckas av aktieägare representerande minst en tiondel av hela aktiekapitalet, vilken förutsättning aldrig kan uppfyllas om förutsättningar för tvångsinlösen föreligger.<sup>27</sup>

<sup>24</sup> OLG Hamm 23.1 1963 s. 73 ff., särskilt s. 74, och OLG Hamm 15.5 1963, s. 77 ff. ovan.

<sup>25</sup> OLG Hamm 30.4 1960 s. 71 f. ovan, Kammergericht 19.11 1962 s. 77 ovan. Se även s. 66 f. ovan.

<sup>26</sup> Avsnittet bygger på fall 37, 40, 42 och Facit.

<sup>27</sup> Rättsläget torde dock vara ett annat enligt ABL 1975. Motsvarande förutsättning gäller jämlikt 15:5 talan om skadestånd *till bolaget*, men inte talan om skadestånd till aktieägare som kan föras enligt 15:3 ABL 1975. Se s. 29 f.

## 5.2.6 Samverkans effekter<sup>28</sup>

Hur samverkans effekter behandlas kan i vissa lägen få stor ekonomisk betydelse. Frågeställningen kan uttryckas sålunda: skall dotterbolaget värderas som en del av moderbolaget eller som ett fristående bolag?

Tre olika lösningar är teoretiskt möjliga:

- a) hela vinsten av samgåendet tillgodoräknas dotterbolaget med den motiveringen att moderbolagskoncernen endast kunnat göra denna vinst genom samgående med dotterbolaget;
- b) hela vinsten av samgåendet tillgodoräknas moderbolaget med den motiveringen att dotterbolaget inte hade kunnat göra denna vinst utan samgående med moderbolaget;
- c) vinsten av samgåendet fördelas mellan moder- och dotterbolag, t.ex. i förhållande till bolagens respektive värde om samgående inte hade skett.

Frågeställningen har uttryckligen berörts i några skiljedomar. I åtskilliga andra har skiljemännen säkerligen tagit medveten ställning utan att något skrivits härom i domen.

I fall 5, som gällde ett samgående mellan två stora, börsnoterade företag, fann skiljemännen att avräkningar mellan de båda berörda bolagen skett efter samma principer både före och efter samgåendet. ”I den mån koncerngemenskapen i övrigt kan ha påverkat (D:s) vinstmöjligheter måste detta ha avspeglats i bolagets rörelseresultat.” Frågan kunde därför lämnas därhän.

I fall 16 uttalade skiljemännen, att värderingen inte skulle ske som om samtliga aktier i dotterbolaget hade varit samlade på en hand. Övervägande skäl talade för att värderingen skulle ske med utgångspunkt från den uthålliga avkastning som för framtiden kunde påräknas av D:s tillgångar.

En skiljaktig skiljeman i fall 21 deklarerade, att hänsyn inte borde tagas till de speciella fördelar och nackdelar som följde av majoritets- eller minoritetsläget. ”Exempelvis bör minoritetsaktievärdet å ena sidan ej gottskrivas fördelen av det värde, som ligger i att moderbolaget skattemässigt kan utnyttja dotterbolaget och eventuellt också företaga fusion utan utskiftningsskatt, samt å andra sidan ej heller belastas nackdelen av att moderbolaget kan förminska eller förhindra sådan utdelning eller utskiftning som i ett bolag utan majoritetsdominans skulle vara naturligt.”

I fall Facit slutligen förklarade skiljemännen att det inte syntes rätt-

<sup>28</sup> Avsnittet bygger på fall 2, 5, 16, 19, 21, Gimo och Facit.

vist och rimligt att den ringa minoritet som inte accepterat det offentliga erbjudandet skulle kunna göra anspråk på den ökning av avvecklingsvärdet som kunde följa av att majoriteten godtagit erbjudandet och bolaget därmed blivit ett led i moderbolagets koncern så att en avveckling skulle ske inom koncernen.

Alla dessa uttalanden pekar på att skiljemän anser, att samverkans-effekterna, både positiva och negativa, skall tillföras moderbolaget.

En följd av denna uppfattning blir att sådana skattefördelar som dotterbolaget inte utan samgående hade kunnat tillgodogöra sig, inte skall påverka aktiernas värde. Man kan då fråga sig om det är inkonsekvent av skiljemännen i fall 16 att underlåta att göra avdrag för latent utskiftnings-skatteskuld.<sup>29</sup> Denna bedömning kan dock ha grundats på att utskiftnings-skatten för D, även som självständigt bolag, inte skulle erläggas inom överskådlig framtid varför nuvärdet av denna skuld även för D var noll.

### 5.2.7 Latenta skatteskulder<sup>30</sup>

I cirka 25 skiljedomar har skiljemännen uttryckligen tagit ställning till behandlingen av latent inkomstskatteskuld och/eller latent utskiftnings-skatteskuld.

Latent inkomstskatteskuld ifrågakommer främst vid beräkning av likvidationsvärde och liknande värde. Det gäller i allmänhet den inkomstskatt som skulle vara att betala om dolda reserver, exempelvis i varulager eller inventarier, skulle upplösas.

Frågan om inkomstskatt aktualiseras emellertid också vid beräkningar av avkastningsvärden, nämligen vid fastställandet av den effektiva skattesatsen.<sup>31</sup> Argumentering rörande effektiv skatt i motsats till nominell skatt har endast förts i en del fall under senare år, såvitt kunnat fastställas. I fall 41 och 42 godtog inte skiljemännen gode mannens yrkande att inkomstskatt skulle beräknas efter antagen, historisk, faktisk skattesats. Däremot räknade skiljemännen inte med den nominella skattesatsen utan diskonterade skattebetalningarna under en fingerad likvidationsperiod under vissa antaganden om när skatten skulle komma att betalas enligt de antaganden som värderingen i övrigt byggde på. I fall 44 förklarade skiljemännen att det kunde finnas anledning att räkna med lägre

<sup>29</sup> Se mera härom s. 116 ff. och avsnitt 5.2.7 nedan.

<sup>30</sup> Avsnittet bygger på ungefär hälften av samtliga refererade fall.

<sup>31</sup> Jfr s. 107 ff.

skattesats än 50 %, vilket dock kom att påverka valet av kapitaliseringsfaktor.

Försök att beräkna nuvärdet av latent inkomstskatter gjordes i fall 48.

Latent inkomstskatt har i flertalet fall beräknats utan reduktion utom såtillvida att en schablon, enligt vilken avdrag för kommunalskatt kan utnyttjas, applicerats. Skatt har således upptagits till mellan 50 % och 57 %.

Latent utskiftningskatteskuld ifrågakommer endast vid fastställande av likvidationsvärde och liknande värden.

I 20 fall har skiljemännen uttalat sig om latent utskiftningskatt. I 2 fall har skiljemännen ansett, att man skulle bortse från denna skatt och i 6 fall har de ansett att skatten skulle upptagas utan reduktion. I 4 fall har skatten upptagits till 1/3, ibland med hänvisning till Riksskatteverkets schablon vid beräkning av förmögenhetsvärdet av aktier i icke-börsnoterade aktier. I 4 fall har utskiftningskatten upptagits till 1/2 och i 1 fall till 5/6. I några fall har skiljemännen förklarat, att man inte borde helt bortse från utskiftningskatten eller att denna skulle vinna "visst beaktande". I ett fall förklarade skiljemännen att utskiftningskatten hade beaktats vid valet av kapitaliseringsfaktor utan att det är möjligt att konstatera på vad sätt denna omständighet beaktats.

Bedömningen av utskiftningskatteskulden är alltså olikartad. Någon tendens i tiden kan inte spåras. Många av de skiljedomar vari utskiftningskatteskulden reducerats, har avkunnats efter Gimo-målet, vari HD gjorde fullt avdrag för latent utskiftningskatt.<sup>32 33</sup>

## 5.2.8 Metoder för avkastningsvärdering<sup>34</sup>

I fall 5 hade gode mannen gjort gällande att tillägg borde göras till avkastningsvärdet på grund av sådana värdehöjande omständigheter som anläggningarnas förmånliga läge, arbetarstammens kapacitet o.dyl. Skiljemännen förklarade det vara självklart att dylika omständigheter måste beaktas men fann det icke befogat att tillmäta dem något egenvärde utöver vad de måtte betyda som vinstpåverkande faktorer.

<sup>32</sup> S. 138 ovan.

<sup>33</sup> Jfr för övrigt de danska och norska rättsfallen UFR 1941:720 och NRt 1929 s. 454, s. 46 f. och 52 ovan, vari frågan om avdrag för latent skatteskulder bedömes på helt olika sätt. Jämförelser på detta område är dock vanskliga, eftersom utgången kan ha motiverats av särskilda skatterättsliga regler, som gällt i det aktuella landet, men som saknar motsvarighet i det andra landet eller i Sverige.

<sup>34</sup> Avsnittet bygger på fall 5, 15, 17, 18, 25, 28, 29, 30, 32 och 37.

Skiljemännen i fall 5 ansåg, att en bedömning av vinstkapacitet på grundval av prognoser blev alltför osäker. Vinstkapaciteten borde därför bestämmas på grundval av medeltalet av faktiska rörelseresultat under några år.

I fall 5 prövades också frågan om vilken periods resultat som skulle utgöra grund för beräkning av normalavkastning. Det första ifrågasatta året medräknades inte av skiljemännen med hänsyn till att D:s produktionskapacitet för en huvudprodukt det året ökades med inemot en tredjedel. Inte heller medräknades det sista ifrågasatta året, eftersom dess resultat inte var känt vid den tidpunkt till vilken värderingen enligt skiljemännen borde hänföra sig. Därför stannade skiljemännen för att utgå från genomsnittsresultatet för endast två år.

I fall 15 gjorde skiljemännen vissa korrigeringar av framlagda siffror för att komma fram till normalresultat. Sålunda fördelade de en extraordinär kostnad på 10 år i stället för på 5 år, som M yrkat. De eliminerade också en vinst vid aktieförsäljning som de inte ansåg hörde till bolagets egentliga rörelse. Normalavkastningen beräknades på grundval av endast 2 års resultat, eftersom uppgifter beträffande delar av D-koncernen var ofullständiga för längre period.

I fall 18 utgick skiljemännen från D:s redovisade vinst. De gjorde tillägg därtill för bokförda skatter. Den enda andra justering som skiljemännen fann erforderlig, gällde kompensation för att D ägde en förhållandevis stor portfölj lågavkastande kapitalplaceringsaktier, vilket borde föranleda en höjning av den beräknade normalvinsten. Å andra sidan borde vinsten reduceras för utfyllande av pensionsreserv. För sistnämnda reduktion var det av betydelse över hur lång period som denna belastning borde fördelas. Efter angivna korrigeringar av den redovisade vinsten beräknades ett aritmetiskt medeltal för 5 år, vilket ansågs representera normalavkastning.

I fall 19 godtog skiljemännen i huvudsak M:s beräkning av justerade resultat för D. Korrigering gjordes för normala pensionskostnader och normala avskrivningar på maskiner. Emellertid ansåg skiljemännen det inte vara riktigt att grunda en bedömning på ett genomsnitt av sålunda justerade resultat för 5 år, eftersom stora kapacitetshöjande investeringar gjorts i D under jämförelseperiodens första båda år. Tillägg till förväntad uthållig avkastning gjordes därför med ett belopp som motsvarade inemot 25 % av den justerade normalvinsten. Tillägg till den beräknade normalavkastningen efter skatt gjordes för andel i beräknat, justerat resultat i ett annat börsnoterat bolag, av vars aktier mer än en tredjedel ägdes av D. Slutligen gjorde skiljemännen tillägg med ett belopp som de ansåg



bolaget skulle kunna tillgodogöra sig genom att utnyttja viss tomtmark annorlunda.

I fall 25 beräknade skiljemännen avkastning särskilt för tre olika rörelsegrenar, nämligen egentlig rörelse, fastighetsförvaltning och värdepappersförvaltning. Normal avkastning för rörelsen bestämdes inte på grundval av ett medeltal av justerade resultat för de fyra år, som utredningen i målet avsåg. I stället beaktade man, möjligen skönsmässigt, den trend resultaten utvisade. Därvid tog skiljemännen också hänsyn till vad som upplysts om resultatet under tilländalupen del av det verksamhetsår varunder målet avgjordes.

För värdering av fastighetsförvaltningen delades fastighetsbeståndet i tre grupper. Skillnad mellan dessa gjordes främst vid valet av kapitaliseringsfaktor.

D:s värdepappersportfölj betraktades såsom en för rörelsen inte nödvändig likviditetsreserv. Därför värderades denna till cirka 90 % av marknadsvärdet, vilken värdering innefattade beaktande av skattekostnaderna vid en tänkt försäljning av portföljen.

I fall 28 uttalade sig skiljemännen om val av historisk jämförelseperiod. De ansåg, att genomsnittsavkastningen under den senaste femårsperioden inte utan vidare kunde läggas till grund för värderingen. Hänsyn måste tagas till D:s goda resultat under periodens sista år liksom till vad som upplysts om budgeterat resultat för det år bedömningen gjordes.

Aven i fall 29 diskuterades genomsnittsavkastning i förhållande till förväntad normalavkastning. Skiljemännen förklarade, att särskilda skäl inte förelåg för ett antagande att den framtida avkastningen skulle motsvara genomsnittsavkastningen under just de sex år, som utredningen i målet gällde. Under fyra av de sex åren hade vinsten utvisat en starkt uppåtgående trend. Detta antog skiljemännen inte bara kunde ha berott på goda konjunkturer utan också på en skicklig företagsledning.

I fall 30 tog skiljemännen ställning till en mängd detaljpsörsmål av betydelse för en avkastningsvärdering. D ägde många fastigheter som hade stigit i värde. Realisationsvinster hade uppkommit vid fastighetsförsäljningar. Skiljemännen ansåg att avskrivningar ändock skulle göras på fastigheterna med användande av riksskattenämndens anvisningar om normalavskrivningar på rörelsebyggnader. — Parterna var oense om storleken av erforderliga avskrivningar på hyresrätter och kostnader för om- och tillbyggnader på främmande fastigheter. Motsättningen gällde framför allt om kostnaden skulle fördelas på avtalade hyrestider eller faktiska hyrestider; de senare var erfarenhetsmässigt betydligt längre.

Skiljemännen ansåg det avgörande vara hur lång tid varje lokal kunde nyttjas innan om- eller tillbyggnad blev erforderlig. På detta sätt godtog skiljemännen M:s ståndpunkt, dock med en annan motivering än M anfört. — D drev en sedermera avvecklad sidorörelse utan egentlig anknytning till huvudrörelsen. Skiljemännen ansåg det osannolikt att D igen skulle engagera sig i dylik rörelse. Å andra sidan antog skiljemännen att de medel som investerats i sidorörelsen skulle ha kunnat investeras i den egentliga rörelsen och att de då skulle ha påverkat resultatet av denna. Därför kom skiljemännen fram till att resultatet av denna, i och för sig rörelsefrämmande, verksamhet inte skulle elimineras. — Realisationsvinster å börsnoterade aktier ansåg skiljemännen böra betraktas som en del av den normala avkastningen av dessa aktier. Dessa vinster borde därför inte elimineras som extraordinära. — D hade startat dotterbolag utomlands. Därvid hade uppkommit förluster i början. Fråga var om dessa förluster skulle betraktas som normala driftkostnader eller om de helt eller delvis skulle betraktas som investeringar i nya marknader och därför fördelas på flera år. På flera anförda skäl stannade skiljemännen för att bortse från ifrågavarande förluster helt och hållet. — I D:s verksamhet ingick, åtminstone under den analyserade perioden, etablering av ett flertal nya driftsställen. Vid varje sådan etablering uppkom kostnader som enligt minoritetens mening inte i sin helhet skulle belasta själva startåret utan fördelas över flera år. Denna ståndpunkt underkändes av skiljemännen.<sup>35</sup> — Vid val av jämförelseperiodens längd ansåg skiljemännen att den borde uppgå till fem år. Skiljemännen bortsåg från det senast tilländalupna året, eftersom detta påverkats av lågkonjunktur och extraordinära förhållanden. Däremot räknade skiljemännen med året dessförinnan under vilket år koncerngemenskap mellan M och D bestått. Skiljemännen antog nämligen att M inte påverkat D:s resultat negativt.

I fall 32 behandlade skiljemännen frågan om jämförelseperiodens längd och sammansättning. Genom omläggning av räkenskapsår förelåg svårigheter att få kännedom om jämförbara siffror för de perioder som låg närmast skiljemännens bedömning. Om man utgick från årsvinster för 4 kända verksamhetsår, fick man gå alltför långt tillbaka i tiden. Skiljemännen stannade för att uppfatta budgeterat resultat för innevarande år som ett gott intryck för bolagets normalavkastning. Detta resultat låg under genomsnittet för de kända årsresultaten och över uppskattade

<sup>35</sup> Fråga inställer sig naturligt om inte skiljemännen kvittade förlusterna vid utlands-etableringar mot förluster vid inhemska etableringar.

resultat för de perioder som berördes av omläggningen av räkenskapsår och för vilka redovisade siffror därför inte betraktades som helt jämförbara.

I sistnämnda fall lät skiljemännen bolagets avvecklingsvärde påverka bedömningen av avkastningsvärdet. Skiljemännen ansåg att framlagd utredning visade att D förfogade över ett större kapital än som motsvarade den antagna normalavkastningen. Eftersom avveckling av D inte övervägdes måste detta innebära att bolagsledningen räknade med att kunna förbättra D:s avkastning så att denna skulle stå i ett mera rimligt förhållande till det disponerade kapitalet. Skiljemännen höjde därför den antagna normalavkastningen med 25 %.

### 5.2.9 Goodwill<sup>36</sup>

Särskild beräkning av ett bolags goodwillvärde har endast gjorts i ett fall, för övrigt ett av de första fallen som ingår i det analyserade skiljedoms materialet. I detta fall beräknades ett substansvärde vartill lades tillägg för goodwill. Bolagets goodwill ansågs motsvara två årsvinster efter avdrag för inkomstskatt.

I det norska rättsfallet NRt 1940 s. 536<sup>37</sup> befanns goodwill skola beaktas.

Den omständigheten att frågor om goodwill så sällan kommit upp i svenska skiljedomar uppfattar jag som att skiljenämnderna ansett, att ersättning för goodwill inte blir aktuell när lösenbeloppet baseras på företagets avkastningsvärde. Denna värderingsgrund är ju också den vanligaste.<sup>38</sup> I alla fall bygger värderingen på den totala kapitaliserade avkastningen, vare sig denna uppkommit ur materiella eller immateriella tillgångar. Vid beräkning av likvidationsvärde blir inte heller något goodwillvärde aktuellt, eftersom goodwill inte representerar något värde vid en likvidation. I den mån ett företag har säljbara, immateriella tillgångar, som enligt något synsätt skulle ingå i en goodwillberäkning, skulle detta säkerligen beaktas vid en likvidationsvärdering, varvid posten dock antagligen inte skulle rubriceras som goodwill utan som ersättning för varumärken eller vad det nu kan gälla för immateriella tillgångar.

<sup>36</sup> Avsnittet bygger på fall 4.

<sup>37</sup> S. 53 ovan.

<sup>38</sup> Se s. 145 ff. ovan.

## 5.2.10 Fondering av årsvinster, konsolideringsbehov<sup>39</sup>

I några ärenden har förekommit argumentering kring frågan om avkastningsvärdet skulle grundas på en total, justerad avkastning eller på den del av avkastningen som kunde antagas bli utdelad till aktieägarna.<sup>40</sup>

I fall 15 utgick skiljemännen från att det avgörande för aktievärdet inte var den faktiska avkastningen utan den utdelning som, efter nödvändiga reserveringar för konsolideringsändamål och efter avdrag för skatter, kunde utdelas till aktieägarna. I välskötta svenska bolag uppgav skiljemännen att reserveringen för konsolidering uppgick till 30 à 40 %. Skiljemännen förklarade vidare, att det blivit allt vanligare att konsolideringsönskemålen liksom beaktandet av skattekostnaderna skedde vid valet av kapitaliseringsfaktor.

I fall 17 pläderade en av M anlitad revisor för att konsolideringskraven skulle beaktas särskilt för D och för D:s dotterbolag. Avkastningen i D:s dotterbolag skulle reduceras med en tredjedel för konsolidering av dotterbolaget och med en tredjedel av återstoden för konsolidering av D. Skiljemännen begränsade dock storleken av avsättningarna för konsolidering till en tredjedel av D-koncernens medelnettovinst.

I fall 28 och 29 övervägdes en annan metod för beräkning av konsolideringsbehov. M ansåg att 10 % av justerad årsvinst före skatt skulle avsättas till obeskattade reserver. Vidare ansåg M att 10 % av årsvinsten efter skatt skulle avsättas till beskattade reserver. Skiljemännen förklarade däremot, att även den vinst som icke utdelas ytterst kommer aktieägarna till godo. Det var därför inte nödvändigt att vid beräkning av avkastningsvärdet särskilt taga hänsyn till det i och för sig obestridliga kravet på avsättningar i konsolideringssyfte på annat sätt än att jämväl detta krav måste beaktas vid bestämmandet av kapitaliseringsfaktorn.

## 5.2.11 Kapitaliseringsfaktor, avkastningskrav<sup>41</sup>

Det problem som kan sägas ha störst praktisk betydelse, gäller valet av kapitaliseringsfaktor, eller annorlunda uttryckt vilket avkastningskrav som bör ställas på bolaget ifråga.

Som angivits ovan implicerar en viss kapitaliseringsfaktor ett visst avkastningskrav. Kapitaliseringsfaktorn 3 innebär att kapitalvärdet er-

<sup>39</sup> Avsnittet bygger på fall 5, 15, 17, 28 och 29.

<sup>40</sup> Jfr utlåtande av Sillén-Löfgren i Gimo-målet samt s. 106 f. ovan.

<sup>41</sup> Avsnittet bygger på inemot hälften av samtliga refererade fall.

hålles genom att normalvinsten multipliceras med 3. Detta är detsamma som att uppställa avkastningskravet  $33\frac{1}{3}\%$ . Sambandet mellan några vanliga kapitaliseringsfaktorer och motsvarande avkastningskrav anges i tabell 5:5.

Kapitaliseringsfaktor	Avkastningskrav
3	$33\frac{1}{3}\%$
4	25 %
5	20 %
6	$16\frac{2}{3}\%$
7	14,3 %
8	12,5 %
9	11 %
10	10 %

Tabell 5:5

*Samband mellan kapitaliseringsfaktor och avkastningskrav.*

Vilka avkastningskrav som skiljemännen har ställt före eller efter skatt framgår av tabell 5:6.

	Före skatt	Efter skatt
$4\frac{1}{2}\%$		1
5 %		1 (efter fondering)
6 %		1+1?
7 %	1	2+1?
$7\frac{1}{2}\%$		1
8 %	1	
10 %		1
$12\frac{1}{2}\%$	1?	
16 %	1	
20 %	4	
23 %	1	
25 %	3	
28 %	1	
33 %	2	

Tabell 5:6

*Avkastningskrav som uppställts i svenska skiljedomar.*

Tre uppgifter har markerats med ? eftersom det av skiljedomarna inte framgår om avkastningskraven gällt före eller efter skatt. Jag har hän-

fört dem till den kategori som förefallit mest sannolik med hänsyn till vad som för övrigt kunnat utläsas av skiljedomen.

Av tabell 5:6 framgår att det vanligaste avkastningskravet är 20 % före skatt. Därefter vanligast är 25 % före skatt. De båda fall vari avkastningskravet fastställdes till 33 % före skatt, gällde en rörelsegren i två närstående bolag, vilken rörelsegren ansågs särskilt utsatt och osäker. Det låga avkastningskravet 8 % före skatt tillämpades i en värdering av sent datum för att bestämma värdet av en större fastighet, där värdet ansågs motsvara det kapital som gav en nettoavkastning av 8 % före skatt. I det fall, vari avkastningskravet bestämdes till 5 % efter skatt hade resultatet reducerats för avsättningar för konsolideringsändamål. Om inte sådan reduktion hade gjorts borde avkastningskravet ha satts högre för att nå samma kapitalvärde.

### 5.2.12 Värderingstidpunkt<sup>42</sup>

Värderingen kan hänföras till olika tidpunkter, vilka måste hållas isär från den tidpunkt som utredningen i målet hänföres till. Följande värderingstidpunkter är tänkbara:

- a) när M erhåller kontrollen över D;
- b) tidpunkten strax före M:s offentliga erbjudande att förvärva aktierna i D;
- c) när M:s offentliga erbjudande framlägges;
- d) när inlösen påkallas;
- e) när skiljedom avkunnas;
- f) när äganderätten till aktierna övergår, dvs. enligt ABL 1944 upp till  $(3+1=)$  4 månader efter skiljedomens avkunnande om denna inte överklagas.<sup>43</sup>

Dessutom kan som praktiskt lämpliga tidpunkter ifrågasättas den bokslutsdag som ligger närmast någon av de uppräknade tidpunkterna.

I skiljedoms materialet har i 1 fall ifrågasatts b) eller c), i 1 fall vardera har tillämpats tidpunkterna d) och e). I 1 fall förklarade skiljenämnden att värderingstidpunkten tidigast kunde vara d). I 5 fall har tidpunkten f) tillämpats. Beträffande 2 av dessa fall har skiljenämndens

<sup>42</sup> Avsnittet bygger på fall 1, 17, 18, 27, 31, 35, 38, 40, 41, 42, Gimo, Götaverken och Facit.

<sup>43</sup> Några andra tänkbara tidpunkter omnämns av Rodhe i Ekonomisk Revy 1973 s. 534.

ordförande under hand upplyst att dessa skiljenämnder ansett att värderingen bör hänföras till tidpunkten för äganderättens övergång men att värderingen bör avse bolaget med den struktur det hade när inlösningsförfarandet inleddes. I 2 fall slutligen förklarade skiljemännen att värderingen borde vara "så aktuell som möjligt" respektive att den skulle grundas på senaste årsredovisning.<sup>44</sup>

Att denna fråga inte föranlett fler uttalanden av skiljenämnder beror sannolikt på att den inte varit tvistig så ofta.<sup>45</sup>

### 5.2.13 Processränta, avkastningsränta<sup>46</sup>

I en del fall har skiljemännen haft att ta ställning till räntekrav. Dessa har framställts på olika grunder.

I en del fall har minoriteten krävt ränta utan närmare angivande av någon grund, ibland har som skäl angivits att minoriteten på så sätt skulle kompenseras för att D inte lämnat någon utdelning under den tid inlösningsförfarandet pågått. I några fall har kravet visserligen angivits i procent men uttryckligen påstås inte vara ränta utan ett uttryck för bolagets värdeförändring under tiden mellan utrednings- och värderings-tidpunkterna.

Det första<sup>47</sup> räntekrav som bedömdes avsåg 5 % ränta på det belopp som inbetalades för varje aktie 25 år tidigare. Lösenbeloppet skulle enligt minoritetens uppfattning bestämmas till inbetalt belopp jämte nämnda ränta. Skiljemännen ansåg detta leda till ett alltför godtyckligt resultat.

I ett tidigt fall utdömde skiljemännen ränta som skulle utgöra skälig förräntning för tiden efter anbudets lämnande. Det åsyftade anbudet var M:s erbjudande om förvärv av aktier i D. Skiljemännen fann, att de värden skiljemännen kunde beräkna understeg ifrågavarande anbud. Lösenbeloppet bestämdes till anbudssumman jämte ränta.

I fall 11 utvecklade skiljemännen sin syn på ett ränteyrkande från minoriteten. Den omständigheten att värdet fastställdes per en viss dag i

<sup>44</sup> Jfr Rodhe i TSA 1977 s. 253 ff.

<sup>45</sup> Frågor om värderingstidpunkt har bedömts i några norska rättsfall, nämligen NRt 1949, s. 309, 1968 s. 213 och 1971 s. 132 samt Rettens Gang 1965 s. 140, s. 52 f. ovan. Någon särskild betydelse för svensk rättspraxis har knappast dessa avgöranden.

<sup>46</sup> Avsnittet bygger på fall 1, 8, 11, 15, 16, 21, 24, 28, 30, 33, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 48 och Facit.

<sup>47</sup> Detta fall ingår inte bland de domar som jag ansett analyserbara och har därför inte refererats i bihanget. Skiljedomen är kortfattad och återger inte några siffror. Trots detta kan skiljedomens uttalanden om ränta ha visst intresse.

förfluten tid utgjorde i och för sig inte något skäl att göra lösenbeloppet räntebärande från denna dag. D hade aldrig lämnat någon utdelning och aktieägarna hade ingen anledning att vänta sig någon ändring av denna utdelningspolitik. Om lösenbeloppet hade bestämts på grundval av ett "realvärdesalternativ" skulle räntekravet ha kunnat vara befogat. Efter som lösenbeloppet bestämts på grundval av avkastningen, förändrades bedömningen. Skiljemännen förklarade också att även om avkastningsvärderingen hade grundats på bedömning även av senare års resultat skulle resultatet ha blivit detsamma. Ränteyrkandet lämnades därför utan bifall.

I fall 15 avrundade skiljemännen ett beräknat avkastningsvärde uppåt. Denna avrundning, som motsvarade ungefär 5 % av avkastningsvärdet, ansåg skiljemännen innefatta kompensation till minoritetsaktieägarna för att kuponger avseende utdelning för det räkenskapsår varunder skiljedomen avkunnades, skulle tillfalla M.

Även i fall 16 avrundades ett beräknat avkastningsvärde uppåt. Avrundningen motsvarade drygt 6 % av avkastningsvärdet och motiverades med att utdelning inte erhållits på aktierna i D för de två senaste åren.

I den skiljaktiga meningen bland skiljemännen i fall 21 berördes en annan frågeställning. Lösenbelopp hade beräknats med utgångspunkt från en likvidationsvärdering. Under tiden för genomförande av likvidationsåtgärderna kunde förmögenheten inte beräknas ge någon avkastning. Kapitalbeloppen borde därför neddiskonteras, enligt denne skiljeman med minst 30 % och högst 40 %. Skiljenämndens majoritet följde dock inte denna linje.

I två fall ogillades ränteyrkanden utan särskild motivering. I ytterligare ett fall ogillades visserligen ränteyrkandet men i anslutning härtill gjorde skiljemännen en avrundning uppåt av beräknat värde för att kompensera för utebliven avkastning.

I fall 33 gjorde skiljemännen en neddiskontering av ett beräknat likvidationsvärde med hänsyn till den tid det skulle ta att genomföra den hypotetiska likvidationen.

I 3 fall, som avgjordes av skiljenämnder med samma sammansättning, förekom ränteyrkanden. I ett av fallen var frågan ostridig, då det gällde mindre belopp. I de båda andra fallen gällde tvisten i detta avseende egentligen värderingstidpunkten. Minoriteten yrkade att lösenbeloppet skulle bestämmas till ett belopp som utgjorde summan av värdet utredningstidpunkten och en schablonmässigt beräknad värdestegring därefter till den tidpunkt då lösenbeloppet blev tillgängligt för lyftning. M medgav att utge värdet utredningstidpunkten jämte räntetillägg för samma tid som minoriteten yrkat. Skillnaden kan sägas ha gällt om beloppet motsvarande



ränte- eller avkastningsyrkandet skulle vara för minoritetsaktieägarna skattepliktig ränta eller en del av lösenbeloppet. I det förra fallet var beloppet avdragsgillt för M, i det senare fallet inte. Skiljemännen godtog yrkandet om schablonmässigt beräknad avkastning för tiden mellan utrednings- och värderingstidpunkterna.

I fallen 41 och 42 tog skiljemännen ställning både till yrkande om schablonmässig kompensation till minoriteten för värdeförändring mellan utrednings- och värderingstidpunkterna och yrkande från M om diskontering med hänsyn till utebliven avkastning under tiden för en tänkt likvidation. Båda dessa yrkanden bifölls.

I fall Facit har skiljemännen utförligt upphållit sig vid räntefrågor. Skiljemännen tog först ställning till omräkning av värden från utredningstidpunkten till värderingstidpunkten. Med denna skiljenämnds bedömning skulle detta ha lett till ett avdrag. Bl. a. av hänsyn till minoriteten gjorde inte skiljemännen någon reduktion i detta avseende. Gode mannen hade yrkat tillägg med 10 % per år från utredningstidpunkten tills betalning skedde. Skiljemännen fann, att ett sådant yrkande varken kunde bifallas med stöd av 9 kap. 10 § handelsbalken eller 2 § första stycket 1975 års räntelag. Skiljemännen erinrade om att ränta på fordran utgår före förfallodagen endast om så är avtalat eller utfäst eller särskilt föreskrivet. Intetdera var tillämpligt i fråga om minoritetsaktieägares krav på lösenbelopp. Skiljemännen prövade även om de inom ramen för de skälighetshänsyn som är ofrånkomliga vid en aktievärdering av ifrågavarande slag kunde tillerkänna minoritetsaktieägarna särskild kompensation för att de ej hade rätt till ränta, vilken rätt de hade enligt 14:11 ABL 1975, 2 § andra stycket räntelagen och 6 kap. 16 § expropriationslagen, vilka fall inte var alltför olikartade det förevarande. Skiljemännen beaktade dock att bl.a. deras val av värderingstidpunkt gynnat minoriteten, varför skiljemännen inte ansåg sig kunna utdöma någon på skälighet grundad kompensation för utebliven ränta.

Även i fall 48 genomförde skiljemännen en rättslig analys av liknande slag som i fall Facit men utgången i fall 48 blev att skiljemännen utdömde kompensation, som beräknades efter 4 % per år.

I fallen 43, 44 och 45 beräknades först ett lösenbelopp per någon viss dag i förfluten tid, t.ex. den bokslutsdag som låg närmast påkallande av tvångsinlösen. Till nämnda belopp lades kompensation för utebliven avkastning för minoritetsaktieägarna under tiden fram till dess lösenbeloppet blev tillgängligt för lyftning. Detta tillägg betecknades inte som en ränta utan ingick i det slutligen bestämda lösenbeloppet. Tillägget uppgick till 8 % eller 10 % per år.

## 5.2.14 Procesuella frågor<sup>48</sup>

I några ärenden, fall 15 och 19, har skiljemännen gått utöver parternas yrkanden i fråga om grunder men inte belopp. Således eliminerades i fall 15 en vinst såsom extraordinär utan att M yrkat detta. I fall 19 gjordes en omperiodisering, som inverkade på lösenbeloppets storlek, utan att fråga härom varit uppe under målets handläggning inför parterna.

I fall 34 yrkade en minoritetsaktieägare att skiljeärendet skulle avskrivast när skiljedom inte avkunnats inom den frist av 6 månader som stipulerades i skiljemannalagen § 18. Skiljemännen fann inte denna bestämmelse vara tillämplig, enär skiljeförfarandet inte grundades på något avtal, och ogillade följaktligen detta yrkande.<sup>49</sup>

Fall 37 väcker två procesuella frågor, som dock inte synes ha uppmärksamats under ärendets handläggning. Moderbolag var ett utländskt bolag. På samma grunder som HD i NJA 1961 s. 37 fann att reglerna om tvångsinlösen inte var tillämpliga då moderbolaget var en svensk bank synes förutsättningar för tvångsinlösen inte ha förelegat i detta fall. Den i ärendet förordnade gode mannen har under hand uppgivit, att frågan såvitt han mindes varit aktuell och att tingsrätten vid förordnandet av god man prövat den och funnit att tvångsinlösenreglerna var tillämpliga. Tingsrättens akt i ärendet om godmansförordnande innehåller dock intet som tyder på att frågan uppmärksamats. — I samma ärende kan noteras att dotterbolagets adress i den i Post- och Inrikes Tidningar införda kungörelsen angivits med c/o NN samt en adress som synes vara en bostadsadress. NN hade av moderbolaget valts till skiljeman i tvisten. Fråga uppkommer om inte NN kunda ha varit jävig enligt skiljemannalagen 5 § 3) i det han "varit part behjälplig att förebereða eller utföra hans talan i saken".

Ett fall, som inte ingår bland de analyserbara skiljedomarna, åskådliggör hur ett avgörande om tvångsinlösen kan följa på en skenprocess. M, som var ett välkänt börsnoterat företag, hade förvärvat huvuddelen av aktierna i ett tidigare börsnoterat företag, D. En ung jurist hos M fick i uppdrag att ombesörja inlösen av de få återstående aktierna i D. Han vidtalade en studiekamrat, A, biträdande jurist på en advokatbyrå, att fungera som god man. Vederbörande underrätt förordnade också A till god man. På A:s begäran förordnade vederbörande länsstyrelse A:s kolle-

<sup>48</sup> Avsnittet bygger på fall 15, 19, 34 och 37.

<sup>49</sup> Problemet har förlorat aktualitet efter ändring av 14 kap. 9 § 2 st. ABL 1975 som föreskriver att skiljemannalagens föreskrift om inom vilken tid skiljedom skall avkunnas, inte är tillämplig i förevarande sammanhang.

ga B, som var biträdande jurist på samma advokatbyrå, till skiljeman. M hade till skiljeman tidigare utsett C, som var anställd hos M. B och C ut-såg till tredje skiljeman E, som var kassörska på den advokatbyrå där A och B var biträdande jurister. B, C och E avkunnade en "skiljedom".

Skiljemannen B skulle, om han hade varit advokat, ha varit förhindrad att mottaga uppdraget med hänsyn till att hans kollega på samma advokatbyrå A redan var ställföreträdare för ena parten i tvisten.<sup>50</sup> C var jävig enligt 5 § första st. 3) skiljemannalagen eftersom han åtnjöt lön av ena parten. Skiljemannen E var sannolikt jävig enligt nyssnämnda lagrum eftersom hon lydde under A:s förmanskap.

Denna skiljedom är behäftad med så allvarliga brister, att den måste betraktas som en nullitet. Saken har dock inte påtalats av någon berörd.

### 5.3 Sammanfattning av rättspraxis

Den viktigaste iakttagelsen vid genomgången av skiljedoms materialet är att lösenbeloppet bestäms på grundval av det högsta av företagets avkastningsvärde och dess likvidationsvärde. Avkastning kapitaliseras vanligen efter 20 % eller 25 % före skatt.

Hänsyn skall inte tagas till att aktierna är minoritetsaktier och därför kanske saknar saluvärde.

Samverkans effekter tillgodoräknas inte dotterbolaget.

Praxis i fråga om behandlingen av latenta skatteskulder är vacklande. HD:s avgörande i Gimo-fallet har inte slagit igenom i skiljedomspraxis, eftersom avdrag för latent utskiftningsskatteskuld gjorts med reducerat belopp eller eventuellt inte alls även efter detta avgörande.

Frågan om värderingstidpunkt har bedömts på olika sätt, men dessa bedömningar har förlorat mycket intresse sedan praxis accepterat uttalanden i förarbetena till ABL 1975 att värderingen skall hänföra sig till tidpunkten för moderbolagets begäran att tvist härom skall hänskjutas till skiljemän.<sup>51</sup> Denna fråga bör ses tillsammans med uppfattningen om minoritetens rätt till avkastning för den tid inlösenproceduren pågår. Därvid har den av Rodhe<sup>52</sup> hävdade uppfattningen fått stor tillämpning. Denna uppfattning innebär att värderingen avser dotterbolaget vid den tidpunkt

<sup>50</sup> I det i TSA 1960 s. 34 (6) refererade disciplinärendet mot en advokat som handlat som B ansåg Advokatsamfundets disciplinnämnd brottet mot god advokatsed vara så allvarligt, att advokaten tilldelades varning. Wiklund s. 190.

<sup>51</sup> Kedner-Roos II s. 344, SOU 1971:15 s. 369, prop, 1975:103 s. 533 f.

<sup>52</sup> TSA 1977 s. 253 f.

tvisten om inlösen anhängiggöres. Men till detta värde lägges en schablonmässigt beräknad avkastning för tiden intill dess lösenbeloppet blir tillgängligt för minoritetsaktieägarna att lyfta. Nämnda avkastning kommer att ingå i lösenbeloppet och utgör således inte någon processränta. Som räntesats har använts 8 % eller 10 %.

En tendens under de allra senaste åren att tillmäta börskurser stor betydelse vid värderingen inger enligt min mening oro. Skäl varför ett sådant betraktelsesätt skulle vara olämpligt anför jag nedan i kapitel 6.

För övrigt förefaller rättspraxis mig lämplig och innebära en rimlig avvägning mellan parternas intressen.

## **5.4 Exkurs om publicering av skiljedomar, om hur rättspraxis utvecklas och om processföring.**

### **5.4.1 Publicering av skiljedomar**

När jag inledde den undersökning som redovisas i avhandlingen antog jag att några fasta värderingsnormer inte hade etablerats vilket ledde till rättsosäkerhet. Detta framhöll jag sålunda i en beskrivning över forskningsprojektet som jag upprättade 1976-09-09. I en tidskriftsartikel 1974<sup>53</sup> hade jag pläderat för att skiljedomar om tvångsinlösen av aktier skulle publiceras. Därigenom skulle en fast praxis lättare kunna utformas. En publicering av skiljedomarna skulle också leda till ökad kännedom om rättsläget vilket skulle kunna onödiggöra vissa tvister. I sin undersökning 1976 redovisade Dahlgren & Moberg<sup>54</sup> ovilja hos företagen att låta skiljedomarna bli offentliga.

Två frågor inställer sig härvid:

Varför vill inte företagen att skiljedomarna skall bli offentliga? Hur har en så fast praxis som framgår av sammanfattningen i föregående avsnitt kunnat utvecklas trots att skiljedomarna inte varit offentliga eller eljest varit allmänt kända?

Två företag hade i Dahlgrens & Mobergs undersökning angivit skäl för sin uppfattning att skiljedomar inte borde publiceras. Det ena företaget angav att det inte ville offentliggöra sin ekonomiska situation. Det andra företaget uppgav att en publicering av skiljedomen kunde kränka den personliga integriteten hos innehavaren av ett familjeföretag som var föremål för inlösen, genom att företagarens personliga ekonomiska för-

<sup>53</sup> Ekonomisk Revy 1974 s. 163 f.

<sup>54</sup> S. 38.

hållanden kunde blottläggas. Dahlgren & Moberg uttryckte som sin uppfattning att en publicering av skiljedomar skulle göra mera skada än nytta. En av fördelarna med ett förfarande inför skiljenämnd var just, att skiljedomen inte är offentlig. Dahlgren & Moberg medgav dock att detta argument hade mindre bärkraft vid tvångsinlösen eftersom varje särskilt intresserad person relativt lätt kunde bli part i förfarandet och därigenom få tillgång till alla processhandlingar genom att förvärva en aktie i det bolag, vari aktier inlöstes.

Eftersom jag har tillgång till så gott som samtliga skiljedomar har jag i viss mån kunnat bedöma argumenten. Jag har svårt att tro, att någon skada skulle kunna vållas något företag av att domarna blev tillgängliga. I de undantagsfall där så kunde vara fallet, skulle man kunna tänka sig att domen publicerades i beskuret skick, vilket ändock kunde vara till ledning för rättstillämpningen i övrigt. I sådant fall kunde parterna komma överens om på vad sätt publicering fick ske. Argumentet om kränkning av personlig integritet synes mig vara helt ogrundat. Jag har inte funnit någon skiljedom vari uppgifter lämnas om någon individ vilka uppgifter inte varit tillgängliga på annat sätt för den som önskade inhämta uppgifterna.<sup>55</sup>

Jag har därför inte funnit anledning att ändra min tidigare uppfattning att det skulle vara till fördel för rättstillämpningen om skiljedomarna publicerades. Vad som däremot numera kan anses minska behovet av sådan publicering är att det har utvecklats en fast praxis.

#### 5.4.2 Hur rättspraxis utvecklas

Den andra frågan som uppställdes sig i detta sammanhang är hur en fast praxis har kunnat utbildas trots att skiljedomarna inte varit offentliga.

En förklaring skulle kunna vara att samma personer uppträtt som skiljemän och eventuellt också som ombud eller ställföreträdare för part i många olika ärenden. Denna hypotes föresvävade mig redan när jag gjorde min undersökning 1971. Jag fann inte att uppdragen var koncentrerade till några få individer.<sup>56</sup> Dahlgren & Moberg<sup>57</sup> kunde ur sitt skiljedoms-

<sup>55</sup> Ett bolag som blev föremål för tvångsinlösen hade tilldragit sig ett stort allmänt intresse. I tvångsinlösenärendet framkom det, att en rad stora intresseorganisationer och stora tidningar hade förvärvat en aktie vardera, förmodligen för att kunna följa sakens vidare utveckling. Under inlösenärendet visade emellertid inte någon av dessa kategorier något intresse för saken. Inte ens de stora kvällstidningarna utnyttjade den möjlighet till insyn som de hade skaffat sig.

<sup>56</sup> SvJT 1971 s. 117.

<sup>57</sup> S. 33.

material utläsa en tendens till ökad koncentration av uppdragen till ett fåtal personer.

Jag har nu sammanställt hur uppdrag som skiljeman, partsombud eller ställföreträdare för part fördelats på olika individer i hela skiljedomsma-  
teriet omfattande skiljedomar enligt ABL 1944. Denna sammanställning  
visar en påfallande koncentration av uppdragen under perioden 1968—  
1979. Således har sammanlagt 460 uppdrag förekommit, vilka fördelats  
bland 224 individer. Emellertid har 142 individer haft endast ett uppdrag,  
51 individer haft 2 uppdrag och 13 individer haft 3 uppdrag. Sex personer  
har innehaft mera än 10 uppdrag. Dessa 6 personer har haft 22, 21, 19,  
15, 12 resp. 11 uppdrag.

Fördelningen framgår närmare av tabell 5:7.

Antal individer	Skiljedomar avkunnande			Summa
	Antal uppdrag			
	1948—1957	1958—1967	1968—1979	
1	0	2	20	22
1	1	5	15	21
1	0	1	18	19
1	0	0	15	15
1	0	0	12	12
1	0	0	11	11
1	1	5	4	10
1	0	6	4	10
1	0	1	9	10
1	0	0	8	8
1	0	1	6	7
1	0	1	5	6
2×5 uppdrag	1	5	4	10
4×4 uppdrag	0	6	10	16
13×3 uppdrag	1	16	22	39
51×2 uppdrag	14	45	43	102
142×1 uppdrag	37	32	73	142
224	55	126	279	460

Tabell 5:7.

*Antal uppdrag som skiljeman, god man, ombud eller ställföreträdare för part enligt skiljedomar avkunnade 1948—1979 i ärenden om inlösen av aktier jämligt 223 § 2 mom. ABL 1944.*

Hur uppdragen fördelats med hänsyn till uppdragstagarens bakgrund framgår av tabell 5:8.

	Antal individer	Antal uppdrag
Advokater, bitr. jurister	100	214
Övriga jurister	35	60
Aukt. revisorer, revisorer	48	109
Professorer	6	27
Övriga	35	50
Summa	224	460

Tabell 5:8.

*Uppdrag såsom skiljeman, god, man, ombud eller ställföreträdare för part fördelade efter uppdragstagarens bakgrund.*

I gruppen övriga jurister kan ingå någon advokat eller bitr. jurist på advokatbyrå om denna egenskap varken framgått av domen eller eljest varit känd för mig. I gruppen aukt. revisorer ingår en person som dessutom är adjungerad professor och en person som dessutom är jur. kand. Professorer är antingen jurister eller företagsekonomer. I gruppen övriga kan ingå någon jurist eller revisor om denna egenskap varken framgått av domen eller eljest varit känd för mig.

Ett förhållande som kan göra dessa sammanställningar missvisande är att däri inte ingår uppdrag som sakkunnig, eftersom detta i allmänhet inte redovisas i skiljedomen. Jag vet att några sådana uppdrag förekommit men har också det intrycket att de huvudsakligen lämnats till samma personer som haft de flesta tabulerade uppdragen. Någon annan förändring av tabellen skulle det inte medföra att inkludera även sakkunniguppdragen än att de absoluta talen, huvudsakligen för de individer som haft flest uppdrag, skulle bli högre.

Det kan förefalla anmärkningsvärt, att jag, trots att jag är en av de 6 personer som haft flest uppdrag i dessa sammanställningar, 1976 inte var medveten om den fasta värderingspraxis som jag nu har funnit vara etablerad. Detta kan förklaras av att praxis 1976 inte var lika fast som nu. Denna förklaring är plausibel, eftersom många domar som har utmejslat praxis har avkunnats under de allra senaste åren. En annan förklaring kan vara att ingen systematisk framställning av praxis gjorts före den undersökning som jag nu framlägger.

Om nu inte jag haft en klar uppfattning om praxis innan jag gjorde den nu presenterade undersökningen, trots att jag varit engagerad i stor om-

fattning i ärenden av detta slag, är det troligt att andra som kommer i kontakt med tvister om inlösen av aktier haft ännu mindre uppfattning om rättsläget. Trots att min undersökning visade sig onödig enligt det ursprungliga syftet att framlägga förslag till normer, visar dessa iakttagelser att redan en beskrivning av det aktuella rättsläget varit behövlig. Denna beskrivning kan förhoppningsvis leda till att tvister i framtiden kan lösas lättare och kan eventuellt leda till att vissa tvister begränsas.

### 5.4.3 Processföring

I anslutning till vad jag nyss anfört vill jag vidare göra vissa reflektioner rörande processföring i tvister om inlösen av aktier. En iakttagelse som jag har gjort i åtskilliga fall är vilken skillnad det innebär om part företräds av ett ombud eller en ställföreträdare med erfarenhet av ärenden av detta slag eller inte. Ett rutinerat moderbolagsombud tillhandahåller numera ofta självmant relevant information och medverkar utan att göra svårigheter till att utredningen kompletteras. Ett orutinerat ombud för moderbolag lämnar ofta inte bara dåligt processunderlag självmant utan är även mycket återhållsam med att tillhandahålla information om det företag som skall värderas. Denna återhållsamhet föder ofta misstänksamhet på minoritetssidan och kan skärpa den motsättning som kan finnas mellan parterna. Åtminstone i ett fall ledde moderbolagets återhållsamhet med att lämna relevant ekonomisk information till att skiljemännen tolkade vissa osäkra uppgifter till moderbolagets nackdel. I detta fall är jag övertygad om att lösenbeloppet kunde ha blivit avsevärt mycket lägre om moderbolaget hade intagit en annan attityd under processen.

Motsvarande gäller, om än i något mindre mån, beträffande företrädare för minoritetssidan. Ett rutinerat minoritetsombud visar ofta en stor misstänksamhet mot alla uppgifter från moderbolaget, en misstänksamhet som enligt min erfarenhet i allmänhet är ogrundad. Ett orutinerat minoritetsombud kräver också ofta utredning beträffande frågor som kan få ringa eller intet inflytande på lösenbeloppet. Sådana krav förlänger och fördyrar processen. Moderbolagens inställning är som regel att utredningskrav tillmötesgås om de inte är uppenbart ogrundade. Minoritetssidan skulle ha tjänat på att begränsa sina utredningskrav till klart relevant information, varigenom processen skulle kunna genomföras snabbare.

Den tidigare berörda koncentrationen av uppdrag medför enligt min uppfattning processekonomiska fördelar och leder sannolikt till att det materiella utfallet av inlösentvisterna blir mera rättvist än om uppdragen hade spritts mera.



## 6 Särregel för värderingen i ABL 1975

En nyhet i ABL 1975 är en speciell regel för bestämmande av lösenbeloppet, som skall tillämpas om moderbolaget förvärvat mer än hälften av sina aktier i dotterbolaget på grund av ett till allmänheten riktat erbjudande.

Det antal aktier som måste ha förvärvats genom erbjudandet skall vara mer än hälften av det antal aktier moderbolaget äger i dotterbolaget vid tidpunkten när moderbolaget påkallar inlösen av återstående dotterbolagsaktier. Kravet på erforderligt antal innebär inte att moderbolaget måste ha förvärvat mer än hälften av samtliga aktier i dotterbolaget genom erbjudandet. Om moderbolaget äger 91 % av aktierna, varav 46 % förvärvats genom ett till allmänheten riktat erbjudande, är det i lagen uppställda kravet uppfyllt.

Det torde inte vara möjligt att entydigt ange, vad som erfordras för att ett erbjudande skall anses vara riktat till allmänheten. Erbjudandet måste normalt beröra ett större antal personer bland allmänheten. När erbjudandet t.ex. riktas till delägare i fåmansbolag, berör det inte en vidare krets av personer.<sup>1</sup> Begreppet fåmansbolag har inom skatterätten efter lagändringar de senaste åren kommit att få ett mycket omfattande innehåll, så att det ibland t.o.m. hävdas att alla företag som inte noteras på fondbörsen eller fondhandlareföreningens lista inröms därinom.<sup>2</sup> Denna vidsträckta innebörd har sannolikt författarna till kommentaren till ABL 1975 inte givit begreppet fåmansbolag utan troligare åsyftat ett bolag med en begränsad ägarekrets. I anslutning till bestämmelserna om emissionsprospekt i 4:18 ABL förklarades i propositionen<sup>3</sup> att apportionering vid förvärv av ett familjeföretag med ett fåtal ägare inte skulle behöva prospekt. Å andra sidan var det klart att prospekt skulle utges om aktietecknarna resp. -köparna inte ingick i en krets som var känd för bolaget.

<sup>1</sup> Kedner-Roos II s. 345.

<sup>2</sup> Grosskopf s. 13.

<sup>3</sup> 1975:103 s. 227.

Och även i sistnämnda fall borde prospekt utges om aktietecknarna resp. -köparna kunde beräknas uppgå till ett större antal. Fondbörsutredningen<sup>4</sup> angav att prospekt borde utges om antalet aktietecknare resp. -köpare kunde beräknas överstiga cirka 200.

En fråga som blev aktuell i ett ärende enligt ABL 1975 men som skiljemännen inte behövde ta ställning till kan illustreras med följande — i huvudsak fingerade — exempel:

M ägde i utgångsläget inga aktier i D. Aktierna i D innehades till 60 % av 3 stora aktieägare och till 40 % av allmänheten. M erbjöd sig att förvärva samtliga aktier i D. Innan erbjudandet framställdes hade M förvissat sig om samtycke från de 3 stora aktieägarna. Därvid hade en av dem utlovats en styrelsepost i M och en annan hade fått utfästelse om att få förvärva vissa av D:s tillgångar till marknadspris. M förvärvade därefter 95 % av aktierna i D, nämligen de 3 stora aktieägarnas samtliga aktier och återstoden från allmänheten.

Frågan är nu om M förvärvat större delen av aktierna i D på grund av en inbjudan till en/vidare krets

Om vissa aktier har förvärvats på delvis andra villkor än som framgick av det offentliga erbjudandet kan dessa aktier inte anses ha förvärvats på grund av erbjudandet. Om sidoufstälsen blir styrkta, kan dessa aktier inte inräknas bland dem som M förvärvat genom erbjudandet.

Den allmänna förutsättningen för tillämpning av särregeln föreligger sannolikt inte så ofta. När ett företag riktar ett erbjudande till ägarna av aktier i ett annat företag, är det köpande företaget i allmänhet redan ägare till ett betydande antal aktier i företaget. Dessa aktier har ibland tillhört företaget länge. Men det förekommer också att det köpande företaget först förvärvat stora aktieposter i det företag som skall köpas direkt från tidigare kontrollaktieägare. varefter ett erbjudande riktas till allmänheten att förvärva återstoden. Detta påstående kan jag inte belägga utan det grundar sig på en subjektiv uppfattning som jag erhållit efter att i mera än 25 år tämligen noga ha följt svensk aktiemarknad och i vart fall under mer än 15 år ha följt erbjudanden till allmänheten från företag och samtidigt studerat frågor rörande samgående mellan företag. Emellertid innehåller mitt skiljedomsmaterial inte tillräckliga data för att rekonstruera hur moderbolagens innehav av aktier i de dotterbolag, vars aktier är föremål för inlösen, har uppkommit och utvecklats. Detta

<sup>4</sup> SOU 1971:9 s. 80.

skulle ha erfordrat en specialundersökning, som jag fått avstå från att genomföra.

I de enligt min uppfattning mest vanliga fallen kommer alltså även i fortsättningen huvudregeln för värdering att tillämpas. Men för vissa undantagsfall uppställs en särregel.

## 6.1 Värderingsprincip enligt särregeln

Denna särregel utsäger, att lösenbeloppet skall motsvara det vederlag som innefattades i erbjudandet till den vidare kretsen, om ej särskilda skäl föranleder annat.

I lagmotiven anges följande:

”Situationen är alltså den att ett bolag offentliggjort ett erbjudande att köpa aktier i ett annat bolag för ett visst pris. Detta erbjudande har accepterats av så många aktieägare att bolaget i fråga fått mer än 90 % av aktierna i det av erbjudandet berörda bolaget. Det kan då te sig egendomligt att de aktieägare som inte accepterar erbjudandet skall ha möjlighet att i ett inlösningsförfarande få ut ett högre pris för sina aktier. Detta möjliggör nämligen ett slags utpressning gentemot det nyblivna moderbolaget.”<sup>5</sup>

Det enda skäl för införande av särregeln, som anfördes i lagens förarbeten, innehålles i ovanstående citat. Skälet är alltså att ”det kan då te sig egendomligt” att lösenbeloppet fastställles till ett annat, och kanske högre, belopp än vad flertalet aktieägare godtagit vid sina frivilliga överlåtelser av aktier.

I en uppsats 1973 uppehöll sig Rodhe<sup>6</sup> vid det förhållandet att en aktieägare som inte godtog ett uppköpserbjudande utan i stället fick sina aktier tvångsinlösta kunde få ett högre vederlag. Rodhe angav som ett väsentligt problem ”om minoritetsaktieägarna skall ha rätt att tillgodogöra sig en värdestegring på dotterbolaget, som kan bli en följd av moderbolagets åtgärder efter den tidpunkt då begäran om inlösen fram ställes”.<sup>7</sup> Rodhe menade, att minoritetsaktieägarna erbjudes en spekulationsmöjlighet. ”Risken att löseskillingen blir lägre än det offentliga

<sup>5</sup> Prop. 1975:103 s. 533.

<sup>6</sup> Ekonomisk Revy 1973 s. 533 ff., diskussionsinlägg av Flodhammar i Ekonomisk Revy 1974 s. 161 ff.

<sup>7</sup> Ekonomisk Revy 1973 s. 534—535.

erbjudandet måste vara minimal.”<sup>8</sup> De enligt Rodhe otillfredsställande förhållandena skulle kunna botas om svensk rätt anammade den lösning som engelsk rätt/hade valt.<sup>9</sup>

Särregeln hade ingen motsvarighet i aktiebolagsutredningens förslag. Den tillkom inte heller efter önskemål från näringslivet. I det gemensamma remissyttrande som Svenska Arbetsgivareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Allmänna Exportförening, Sveriges Grossistförbund, Sveriges Industriförbund och Sveriges Köpmannaförbund avlämnade, framförde näringslivet vissa önskemål om förenklingar i utredningsförslagets regler om tvångsinlösen i syfte att påskynda inlösningsförfarandet. Dessa förslag innehöll att kallelsetiden för minoritetsaktieägarna skulle förkortas till två veckor och att moderbolaget skulle kunna påkalla skiljeförfarande så snart det förvärvat mer än 90 % av aktierna i dotterbolaget oavsett om det konstaterats råda tvist om lösenbeloppets storlek. Organisationerna föreslog också att äganderätten till aktierna skulle kunna övergå så snart skiljeförfarande hade inletts och det blivit ostridigt att lösenrätt förelåg samt säkerhet hade ställts för lösenbeloppet. Organisationernas önskemål om ändringar i proceduren tillmötesgicks i huvudsak vid lagförslagets vidare behandling.

I fråga om lösenbeloppet anförde organisationerna. ”Löseskillingen förutsättes enligt betänkandet motsvara aktiernas verkliga värde. Även om detta är en tämligen självklar regel synes det vara praktiskt att regeln liksom för närvarande kommer till uttryck i lagtexten.” Organisationerna uttryckte inte något önskemål om att lagen generellt eller för något visst fall skulle föreskriva att lösenbeloppet skulle utgöra något annat än aktiens ”verkliga värde”. Tvärtom ansåg näringslivsorganisationerna detta vara självklart. Det är angeläget att understryka detta, eftersom det stundom göres gällande att särregeln tillkommit efter önskemål från näringslivet.

Det faktiska förhållande som utan tvekan givit upphov till särregeln är att lösenbelopp vid tvångsinlösen i åtskilliga fall synes ha överstigit vad ett stort antal aktieägare antagit vid frivilliga överlåtelse av sina aktier.

Innan jag kommer in på att belysa orsaker till denna skillnad mellan lösenbelopp och vederlag vid erbjudande till allmänheten, skall jag något

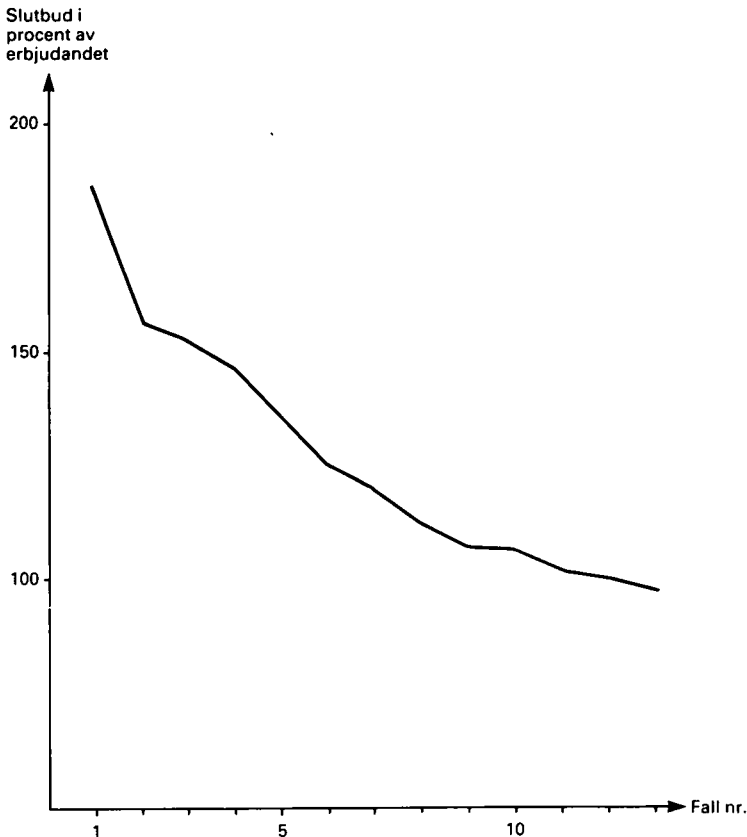
<sup>8</sup> Ekonomisk Revy 1973 s. 535.

<sup>9</sup> Om engelsk rätt se s. 53 ff.

10 S. 22.

beröra förhållandet mellan lösenbelopp och erbjudande enligt en undersökning av Dahlgren & Moberg<sup>10</sup> med en komplettering som jag gjort.

Figur 6:1 innehåller ett från Dahlgren & Mobergs undersökning hämtat diagram som belyser utfallet av ett antal tvångsinlösenärenden. Figur 6:2 belyser förhållandet mellan utdömda lösenbelopp och moderbolagets erbjudande enligt en undersökning som jag har gjort. Båda figurerna avser samma tidsperiod. Skillnaden mellan dem består huvudsakligen i att jag har kunnat innefatta fler skiljedomar i min figur och i att jag även lagt in en serie värden som skall avspegla betydelsen av den tid som inlösenförfarandet har tagit.



Figur 6:1

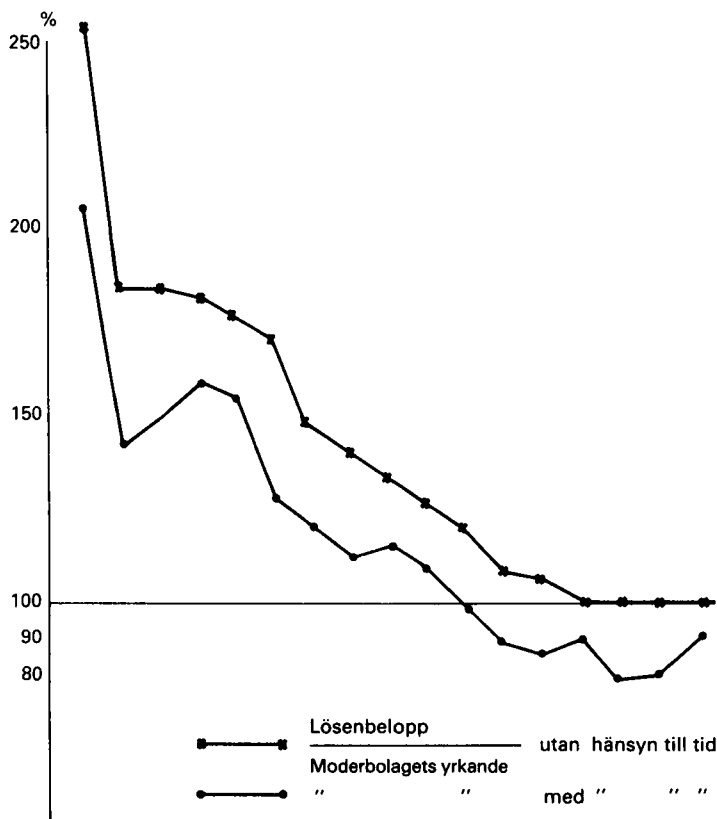
*Utfall av ett antal tvångsinlösenärenden*

Källa: Dahlgren & Moberg s. 22.

Vad Dahlgren & Moberg kallar "slutbud i procent av erbjudandet" tolkar jag så att "slutbud" syftar på det lösenbelopp som skiljemännen fastställt. "Erbjudandet" kan antingen betyda moderbolagets ursprungliga erbjudande till aktieägarna eller moderbolagets yrkande i tvisten inför skiljemännen. Nu spelar det senare inte så stor roll eftersom moderbolagets yrkande i allmänhet överensstämmer med det erbjudande som riktades till aktieägarna.

Dahlgren & Mobergs undersökning avser 13 inlösenärenden som inleddes under perioden augusti 1967 — juli 1974.

Jag har gjort en liknande undersökning avseende 19 inlösenärenden



Figur 6:2

*Lösenbelopp i förhållande till moderbolagets yrkande utan respektive med hänsynstagande till tiden för inlösenförfarandet.*

Skiljedomar avkunnade under perioden juli 1968 juni 1976.

som avgjordes under perioden juli 1968 — juni 1976. 2 skiljedomar har måst uteslutas eftersom moderbolagets yrkande formulerats så att svårigheter föreligger att klart relatera det till lösenbeloppet. Jag har antagit att moderbolagets yrkande i allmänhet motsvarar värdet av det erbjudande som framställts till allmänheten. I detta avseende bör undersökningarna därför vara jämförbara. De ärenden som jag har undersökt överensstämmer antagligen så gott som helt med Dahlgren & Mobergs utom såtillvida att jag haft tillgång till fler skiljedomar.

När man utvärderar utfallet av tvister om inlösenbelopp är det lätt att glömma bort den tid skiljemannaförfarandet tar. Genomsnittstiden uppgår till 2 år.<sup>11</sup> Jag har uppskattat tidsutgången i månader och då också beaktat att lösenbeloppet inte betalas ut förrän 3—4 månader efter det skiljedomen avkunnats. Tiden har jag beaktat endast på så sätt att jag jämfört lösenbeloppet med moderbolagets yrkande ökat med 10 % årlig ränta för tiden fram till dess lösenbeloppet kan lyftas av aktieägarna. Varken Dahlgren & Moberg eller jag har vid våra jämförelser tagit hänsyn till att de aktieägare som accepterade det ursprungliga erbjudandet erhållit utdelning. De aktieägare som deltagit i tvångsinlösenförfarandet har i allmänhet inte erhållit någon utdelning på sina aktier under den tid tvisten pågått. Om man beaktar även denna omständighet skulle skillnaden mellan att anta erbjudandet och att avvakta tvångsinlösen bli ännu mindre. Den skenbara fördelen av ett högre lösenbelopp skulle ytterligare inskränkas.<sup>12</sup>

Dahlgren & Mobergs diagram åtföljes inte av någon tabell, varför vissa svårigheter föreligger att bearbeta siffrorna. Man kan dock utläsa att lösenbeloppet överstiger erbjudandet i 12 av de 13 fallen. Skillnaden uppgår till högst 10 % i 4—5 fall. Endast i 2 fall har lösenbeloppet överstigit erbjudandets värde med mera än 50 %. Hänsyn har då inte tagits till tidsåtgången.

<sup>11</sup> Dahlgren & Moberg s. 44.

<sup>12</sup> I Affärsvärlden nr 30-1977 s. 33 beräknade Harry Eriksson det ekonomiska utfallet för de aktieägare i Facit som antog Electrolux' erbjudande och för dem som fick sina aktier tvångsinlösta.

Electrolux hade ursprungligen erbjudit byte av 16 Facit-aktier mot 5 Electrolux-aktier serier B. När tvångsinlösen påkallades, omräknade Electrolux sitt erbjudande till 81:25 kr per Facit-aktie. Lösenbelopp fastställdes ungefär 4 år senare till 140 kronor per Facit-aktie. Enligt artikeln skulle den aktieägare som i stället bytt ut sina Facit-aktier och hade kvar Electrolux-aktierna när lösenbeloppet blev tillgängligt för lyftning, inklusive utdelning ha fått resp. genom försäljning av Electrolux-aktier kunnat få sammanlagt 145 kronor per Facit-aktie. Hänsyn har inte tagits till ränta på utdelning som aktieägarna uppburit under tiden inlösenförfarandet pågick.

## Lösenbeloppet i förhållande till moderbolagets yrkande

	utan hänsyn till tids- åtgången %	med hänsyn till tidsåtgången %	Tidsåtgång Mån.
	100	89	15
	100	80	30
	100	78	33
	100	89	15
	106	85	30
	107	88	25
	119	95	29
	125	109	18
	132	114	20
	138	111	28
	144	117	28
	167	126	39
	173	151	18
	179	156	18
	180	146	28
	180	138	36
	250	204	27
Genomsnitt	141	116	
Median	132	111	

Tabell 6:1

*Lösenbelopp i förhållande till moderbolagets yrkande utan respektive med hänsynstagande till tiden för inlösenförfarandet*

Min undersökning visar att det inte föreligger någon större skillnad mellan moderbolagets erbjudande och det av skiljemän fastställda lösenbeloppet i genomsnitt, om man tar hänsyn till den tid inlösenförfarandet kräver. Lösenbeloppet utgör 116 % av erbjudandet. Däremot är spridningen avsevärd. I ett fall utgjorde lösenbeloppet 204 % av erbjudandet. I 7 av de 17 fallen blev lösenbeloppet lägre än moderbolagets erbjudande.

### 6.1.1 Orsaker till värdedifferensen

Viktiga förhållanden som kan leda till ett annat, och ofta högre, värde vid en värdering av ett dotterbolag efter samgående med ett moderbolag kan sammanfattas sålunda:



1. Samverkans effekter.<sup>13</sup>
2. Åtgärder av moderbolaget till dotterbolagets nytta.
3. Olika värderingsprinciper vid värdering av enstaka aktier på grundval av börskurs, eventuellt med tillägg för att tillförsäkra ett erbjudande till allmänheten framgång, jämfört med värdering av hela företaget.

I skiljedomspraxis har samverkans effekter inte tillåtits påverka dotterbolagets värde.<sup>14</sup> Detta förhållande förklarar alltså inte värdedifferensen.

Åtgärder av moderbolaget till dotterbolagets nytta torde regelmässigt ske mot vederlag. Därför påverkas inte dotterbolagets värde.

Att olika värderingsprinciper kan leda till olika värden är helt klart. I kapitel 4 har jag visat, att börsvärde inte överensstämmer med företagsvärde.<sup>15</sup> Om erbjudandet till allmänheten har grundats på börsvärdet är det därför inte överraskande att ett lösenbelopp som grundas på företagsvärdet kommer att avvika från värdet av vederlaget enligt erbjudandet.

Nu står emellertid vederlaget enligt erbjudandet inte i något godtyckligt förhållande till företagsvärdet. Ett bolag som önskar förvärva ett annat bolag, grundar självfallet sitt bud på vad innehavet av bolaget är värt för köparebolaget. Köparebolaget försöker bestämma sitt kritiska värde för det bolag som skall köpas.<sup>16</sup> Ett erbjudande som skulle innebära att kostnaden för förvärvet skulle överstiga köparens kritiska värde framläggs aldrig.

En annan restriktion vid framläggande av ett erbjudande innebär börsnoteringen på aktierna i det bolag som skall köpas. Ett erbjudande som ligger lägre än börskursen kan inte tänkas leda till framgång. Ett sådant erbjudande blir aldrig framlagt.

Ett erbjudande måste alltid ligga mellan börskursen för aktierna i det bolag som skall köpas och köparens kritiska värde.<sup>17</sup>

<sup>13</sup> Begreppet motsvarar vad vissa ekonomer benämner synergieffekter och vad Flodhammar i SvJT 1971 s. 108 betecknade som fusionsvinst.

<sup>14</sup> Se s. 151 f. ovan.

<sup>15</sup> S. 126 ff. ovan.

<sup>16</sup> Jfr s. 94 f. ovan.

<sup>17</sup> Det kan teoretiskt tänkas, att erbjudandet kan ligga högre än köparens kritiska värde jämnt fördelat på samtliga aktier i bolaget som skall köpas. Om nämligen köparebolaget redan är ägare till aktier i bolaget i fråga är kostnaden för förvärv av dessa aktier irrelevant för avgörande vilket erbjudande som är ekonomiskt fördelaktigt att framlägga. Vad som har betydelse är endast värdet av att få fullständig kontroll över det bolag som skall köpas jämfört med priset härför. Teoretiskt kan det tänkas att detta gränsvärde överstiger andelen i det totala företagsvärdet.

I sin artikel i Ekonomisk Revy 1973 upphöll sig Rodhe mycket vid det förhållandet att minoritetsaktieägarna skulle kunna tillgodoräknas den positiva påverkan som samgåendet med moderbolaget kunde innebära. Rodhe vände sig mot en sådan praxis. Som framgått av redovisningen av rättspraxis har emellertid minoritetsaktieägarna inte erhållit ersättning på denna grund. Rodhes kritik skjuter därför på denna punkt bredvid målet.

Orsak till värdedifferensen är i stället att lösenbelopp bestäms på grundval av företagsvärde och inte på grundval av börsvärde. Fråga uppkommer då om detta är lämpligt eller olämpligt. Härom kan delade meningar råda.

Följande konstruerade exempel illustrerar hur värdena kan förhålla sig till varandra.

		Moderbolag	Minoritet	Totalt
Antal aktier	st	900001	99999	1000000
Antal aktier	%	90,0001	9,9999	100
Nominellt värde	Mkr	90	10	100
Börsvärde	Mkr	117	13	130
Erbjudande	Mkr	135	15	150
Företagsvärde	Mkr	153	17	170

Tabell 7:2

Börskursen på aktierna i ett bolag har under kanske lång tid legat vid 130. Ett annat bolag erbjuder sig att förvärva aktierna för 150. Erbjudandet accepteras av flertalet aktieägare då det förefaller gynnsamt. Några aktieägare är dock medvetna om att företagsvärdet egentligen är högre. De accepterar inte erbjudandet. Andra underlåter att acceptera av okunnighet om erbjudandet, av trilska eller utan någon anledning alls.

Moderbolaget är medvetet om att företagsvärdet åtminstone uppgår till 150 och är antagligen medvetet om att företagsvärdet överstiger 150.

Företagsvärdet bestäms sedermera till 170 kronor/aktie.

Enligt hittills gällande tvångsinlösenregler skulle moderbolaget vara skyldigt att erlægga 17 Mkr för minoritetens aktier. Om särregeln skulle vara tillämplig skulle moderbolaget enligt en tolkning av särregeln blott behöva erlægga 15 Mkr. Särregeln, tolkad på detta sätt, medför att moderbolaget tillföres 2 Mkr på minoritetens bekostnad.

Både enligt tidigare gällande regler och enligt nuvarande regler oavsett

hur särregeln tolkas, har moderbolaget redan tjänat 18 Mkr på de gamla aktieägarnas bekostnad i det att moderbolaget för 135 Mkr förvärvat något som är värt 153 Mkr.

Vilken regel är då lämpligast: att lösenbeloppet skall bygga på börsvärdet eller på företagsvärdet?

Om börsvärdet tilläggs avgörande betydelse innebär det, att moderbolaget kan gynnas på minoritetsaktieägarnas bekostnad. Eftersom moderbolaget ofta är ett annat börsnoterat företag innebär detta att ett aktieägarekollektiv gynnas på ett annat aktieägarekollektivs bekostnad. Reglerna medför en viss omfördelning av tillgångar inom den samlade gruppen aktieägare. I det långa loppet kanske den enskilde individen varken gynnas eller missgynnas. Detta argument synes dock svagt och gäller inte om de berörda bolagen inte är börsnoterade.

Om företagsvärdet tilläggs avgörande betydelse får det den effekten att en minoritetsaktieägare får ett pris för sin aktie som han kanske inte ens på mycket lång sikt hade kunnat få genom en försäljning av sina aktier genom börsen. Minoritetsaktieägaren erhåller således genom erbjudandet något som han inte skulle ha kunnat realisera själv utan att moderbolaget kommit emellan. Detta kan förefalla vara en oförtjänt vinst för minoritetsaktieägaren, varvid dock bör observeras att denna vinst för minoritetsaktieägaren inte motsvaras av någon förlust för moderbolaget.<sup>18</sup>

En regel som innebär att en aktieägare är skyldig att medverka vid företagssamgåenden även om det medför vissa ekonomiska uppoffringar är inte otänkbar. En sådan regel bör dock vara klart uttryckt i lagen. Den skulle i så fall kunna uppfattas som en allmän förutsättning för att äga aktier i (åtminstone börsnoterade) företag.

Det föreligger en inte oväsentlig skillnad mellan den aktieägare, vars aktier blir tvångsinlösta, och övriga aktieägare. Den består däri att den förre vid tvångsinlösen tvingas att avstå från sina aktier medan de senare, som har godtagit ett erbjudande, har ingått ett avtal om att överlåta sina aktier frivilligt. I det senare fallet får man antaga, att aktieägarna varit medvetna om tvångsmöjligheten och föredragit en viss likvid, vars storlek de genast fick kännedom om och som erlades snabbt, framför möjligheten att efter en flerårig process erhålla ett annat och kanske högre belopp.

Andra skäl som framförts till stöd för särregeln är att den skulle

<sup>18</sup> Jag bortser från den förlust som kan sägas ligga i att moderbolaget inte får göra den vinst, som skulle ha uppkommit om en annan regel hade gällt.

främja snabbhet och enkelhet.<sup>19</sup> Nu tillmötesgick lagstiftaren flertalet av de önskemål som näringslivet framförde av detta slag. Från aktieägarehåll uttrycktes inga särskilda krav av detta slag, även om så skulle ha kunnat vara motiverat. Att särregeln innebär en förenkling är klart men beror på vilken innebörd rättspraxis kommer att ge "särskilda skäl" som medger frångående av regeln.

Sammanfattningsvis vill jag anföra, att jag inte kunnat finna övertygande skäl vare sig för en regel av innebörd att lösenbeloppet skall baseras på börsvärden, däri inbegripet till aktiemarknaden riktade erbjudanden som bygger på börsvärden, eller å andra sidan på företagsvärden.

Om däremot den regeln anses gälla, att lösenbeloppet även vid samgåenden alltid skall bygga på företagsvärdet erhålles den fördelen, att samma regel gäller för bestämmande av lösenbelopp både i normalfallen och vid de undantagsfall som omfattas av särregeln.

I lagmotiven uppgavs att minoritetsaktieägaren enligt tidigare gällande rätt skulle ha en utpressningsmöjlighet gentemot moderbolaget. Detta argument saknar bärkraft. Minoritetsaktieägaren kan aldrig erhålla mer än vad en skiljenämnd utdömer. Skiljenämnden skall bestämma verkliga värdet av aktien, vilket enligt sedermera fast praxis kommit att innebära aktiens andel i företagsvärdet. Moderbolaget kan aldrig förpliktas att betala mer än företagsvärdet. Det är svårt att inse hur det kan uppfattas som utpressning om en aktieägare kräver att han skall erhålla den andel i företagsvärdet som dessa aktier representerar när han genom tvång måste överlåta sina aktier. Visserligen innebär en dylik regel att moderbolaget inte beträffande dessa aktier förvärvar dem till samma pris som övriga aktier, utan kanske till ett högre pris, men denna effekt innebär inte annat än att moderbolaget i fråga om dessa aktier inte tillåts göra en viss särskild vinst.

Den utpressningsmöjlighet som jag kan tänka mig som något så när praktisk, har den minoritetsaktieägare som innehar en eller ett par aktier i dotterbolaget vid en tidpunkt när moderbolaget förvärvat samtliga övriga aktier. Denne aktieägare kan framföra även höga och oskäliga anspråk som kan tänkas vinna framgång endast för att inlösenförfarandet skulle innebära avsevärt högre kostnader än ett samtycke till

<sup>19</sup> Även när särregeln är tillämplig är inte snabbheten alltid påfallande. Tvångsinlösen påkallades av ett moderbolag 1978-10-03 i ett fall då särregeln var tillämplig. Skiljenämnden hade konstituerats först i maj 1979. Moderbolaget avlät sin första inlaga i målet 1979-10-31. Över ett år hade alltså hunnit förflyta innan sakbehandlingen kunde börja.

aktieägarens oskäligen krav. Denna situation lär dock förekomma jämförelsevis sällan.

En princip som anförts till stöd för särregeln är den inom aktiebolagsrätten tillämpade likabehandlingsprincipen.<sup>20</sup> Man menar, att om vissa aktieägare erhåller ett pris för sina aktier och andra aktieägare ett annat så har de behandlats olika. Men endast det förhållandet att olika aktieägare erhåller olika pris vid överlåtelse av sina aktier innebär inte att likabehandlingsprincipen har åsidosatts. Om två aktieägare säljer sina aktier genom fondbörsen samma dag och säljer till olika kurs, ifrågasätter ingen att likabehandlingsprincipen har kränkts. Och detta oavsett om det skulle vara samma köpare av de båda aktieposterna, ja, detta t.o.m. om denne köpare är en "insider". Däremot skulle likabehandlingsprincipen kränkas om ett bolag framställde ett erbjudande till allmänheten och, medan erbjudandet stod öppet, medgav vissa aktieägare tilläggförmåner.<sup>21</sup> Lika behandling av aktieägarna innebär att alla aktieägare erhåller lika behandling av moderbolaget i motsvarande situation. Lika behandling innebär inte att andra, t.ex. en skiljenämnd, måste handla som moderbolaget.

En förutsättning för särregelns tillämpning är att moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget på grund av inbjudan till en vidare krets. Av någon anledning skall härvid inte medräknas aktier som innehas av något annat dotterföretag, vilka aktier dock enligt 14:9 1 st. skall medräknas vid fastställande av om förutsättningar överhuvudtaget föreligger för tvångsinlösen.

Moderbolaget kan i stor utsträckning avgöra om dotterbolagsaktier skall innehas av moderbolaget självt eller av något annat koncernföretag. Minoritetsaktieägarna har inte något inflytande häröver. Detta innebär att moderbolaget ensidigt kan vidtaga sådana dispositioner att särregeln blir tillämplig eller inte allteftersom moderbolaget anser det lämpligt.<sup>22</sup> I allmänhet önskar rättsordningen inte främja dylika haltande situationer.

<sup>20</sup> Se Rodhe i *Ekonomisk Revy* 1973 s. 535, däremot Flodhammar i *Ekonomisk Revy* 1974 s. 163.

<sup>21</sup> Jfr de fingerade exemplen på s. 172 och s. 180 ovan. Jfr också beträffande engelsk rättsuppfattning s. 55 f.

<sup>22</sup> Äntag att moderbolaget i utgångsläget äger 22 % av aktierna i det blivande dotterbolaget. Ett erbjudande riktas till allmänheten om förvärv av samtliga aktier. Om moderbolaget inte önskar att särregeln skall bli tillämplig kan då moderbolaget förvärva 20 % av allmänhetens aktier och ett helägt dotterbolag 49 %. Inlösenrätt föreligger eftersom koncernens sammanlagda aktieinnehav överstiger 90 % (22 + 20 + 49 = 91). Moderbolaget har dock inte förvärvat huvuddelen av sina aktier genom det offentliga erbjudandet.

## 6.2 Lösenbeloppets storlek enligt särregeln

Om det nu står klart, att särregeln är tillämplig i ett visst fall, uppkommer ändå alltid frågan om fastställande av lösenbelopp. Detta skall motsvara vederlaget. Består vederlaget av kontanter torde tillämpningen inte vålla större problem. Om däremot vederlaget består av aktier eller andra värdepapper, eventuellt i förening med ett kontantbelopp, uppkommer frågan om vederlagets värdering.

Lösenbeloppet kan uppenbarligen<sup>23</sup> inte bestämmas till något annat än ett kontantbelopp. Har moderbolaget förvärvat dotterbolagsaktierna i utbyte mot nyemitterade aktier i moderbolaget, kan skiljemännen knappast förpliktiga moderbolaget att emittera ytterligare aktier att nyttjas som vederlag.

Består vederlaget av börsnoterade aktier kan ifrågasättas om dessa aktier skall anses ha ett värde motsvarande börskursen. För argument mot ett sådant antagande hänvisas till framställningen ovan.<sup>24</sup> Accepterar man likväl börskursen som värdemätare på aktierna kvarstår frågan vilken kurs som skall tillämpas. De kurser som kan ifrågakomma är närmast kursen under utbytestiden eller kursen när inlösen påkallas. Om kursen under utbytestiden skall vara avgörande, kan ifrågasättas att tillämpa högsta kurs, lägsta kurs eller en genomsnittskurs. Om genomsnittskursen skall vara avgörande kan man antingen stanna för ett aritmetiskt medeltal av uppnådda kurser eller ett vägt medeltal varvid hänsyn även tas till hur många aktier som omsatts till olika kurser. Slutligen kan ifrågasättas om köpkurs, säljkurs eller betalkurs skall tillämpas.

I ett fall enligt ABL 1975 hade moderbolagets erbjudande innefattat valrätt för aktieägarna i dotterbolaget att erhålla aktier i moderbolaget eller konvertibla skuldebrev utfärdade av moderbolaget. Moderbolaget beräknade värdet av de båda vederlagen på grundval av börskurser och preciserade ett yrkande som innebar en sammanvägning av de båda alternativen i det förhållande som de antagits av aktieägare som frivilligt överlätit sina aktier. Minoriteten yrkade, att lösenbeloppet skulle grundas på utbyte mot konvertibla skuldebrev, vilket innebar ett något högre belopp. Skiljemännen fastställde lösenbelopp på grundval av det av parterna överenskomna värdet av alternativet med konvertibla skuldebrev ökat med ränta för tiden från dagen för påkallande av skiljedom till dagen för avkunnande av skiljedom. Räntesatsen bestämdes till samma

<sup>23</sup> Jfr dock det engelska rättsfallet *In re Carlton Holdings Ltd*, s. 56 ovan.

<sup>24</sup> S. 126 ff.

som för de konvertibla skuldebrev. På lösenbeloppet inklusive sålunda beräknad räntekompensation skulle utgå ränta enligt 6 § räntelagen.

I ett annat fall hade parterna enats om att värdet av bytesvalutan, som bestod av både aktier och konvertibla skuldebrev, skulle beräknas på grundval av betalkurser och, där sådana kurser saknades, på köpkurser för aktierna. Skiljemännen, som förklarade att anmärkningar kunde riktas mot ett sådant betraktelsesätt, ansåg sig dock inte kunna avvika från parternas ståndpunkt. Den anmärkning som skiljemännen kan ha åsyftat kan ha varit, att köpkurser kan ha varit konstlade och att endast betalkurser borde tillmätas betydelse.

I fråga om värdet av de konvertibla skuldebrev yrkade moderbolaget att det skulle bestämmas med utgångspunkt från börskursen, som var lägre än det nominella beloppet, medan minoriteten hävdade att det nominella beloppet skulle vara avgörande. Skiljemännen godtog moderbolagets ståndpunkt.

Värdet av bytesvalutan beräknades per tiden för det ursprungliga erbjudandet till aktieägarna. Parterna var ense om att ett tillägg skulle göras avseende beräknad avkastning på dotterbolagsaktierna. Parterna var ense om att tillämpa räntesatsen 8 % men hade därtill fogat sådana reservationer beträffande beräkningssätt i detalj att verklig ostridighet inte förelåg. Skiljemännen gjorde tillägg med 8 %, som ansågs motsvara vad moderbolaget efter avdrag för bolagsskatt vunnit genom att disponera och förränta inlösenbeloppet i sin rörelse, fram till den dag då skiljedom meddelades. Från denna beräknade avkastning gjordes avdrag med den utdelning som minoritetsaktieägarna uppburit på dotterbolagsaktierna under den tid räntekompensationen avsåg. Något avdrag för att utdelningen inkomstbeskattades hos minoritetsaktieägarna gjordes inte.

Består vederlaget däremot av annat än pengar eller börsnoterade aktier måste vederlaget värderas särskilt.

### 6.2.1 Rântetillägg

Om vederlaget består av kontanter är därmed inte entydigt angivet hur särregeln skall tillämpas. Lagen anger att lösenbeloppet skall "motsvara" vederlaget, inte att lösenbeloppet skall uppgå till samma belopp som vederlaget. I denna formulering kan ligga att hänsyn skall tagas till att vederlaget blir tillgängligt för aktieägarna vid olika tidpunkter vid frivillig överlåtelse och vid tvångsinlösen. I det senare fallet bör vederlaget ökas med en ränta för tiden från det vederlaget blev tillgängligt för övriga aktieägare till dess det blir tillgängligt för de aktieägare vars

aktier blir tvångsinlösta.<sup>25</sup> Sådant räntetillägg bör dock endast utgå för tiden till dess lösenbeloppet blir räntebärande enligt ABL 14:11, 2 st., dvs. till den tidpunkt då säkerhet ställts av moderbolaget för lösenbeloppets erläggande. När denna tidpunkt inträffar avgör i huvudsak moderbolaget. Minoriteten kan inte påverka tidpunkten.

### **6.3 Skäl att frånga presumtionen**

Skäl att frånga presumtionen kan, enligt departementschefen<sup>26</sup> vara att lång tid förflutit mellan moderbolagets aktieförvärv och inledandet av tvångsinlösenförfarandet. Ett annat skäl kan vara att informationsunderlaget varit ofullständigt eller att nya viktiga omständigheter tillkommit.

#### **6.3.1 Lång tid**

Vilken tid skall i detta sammanhang anses vara lång? Är tre månader en lång tid? Är två år en lång tid? Jag tror inte att det är görligt, att uttala sig generellt om vilken tidrymd som kan vara avgörande. Vanligen torde längden av den förflutna tiden i kombination med andra omständigheter kunna få till följd, att särregeln inte anses tillämplig. Har nya omständigheter tillkommit kort efter det moderbolaget blev ägare till aktierna i fråga och samtidigt kort före tvångsinlösenförfarandets inledning, skulle dessa omständigheter behöva vara förhållandevis väsentliga för att rubba presumtionen. Har däremot längre tid förflutit, skulle presumtionen lättare kunna brytas. Har mycket lång tid hunnit gå, skulle varken informationsunderlagets omfattning och kvalitet eller andra särskilda omständigheter behöva visas.

#### **6.3.2 Ofullständig information**

Vad som kommer att menas med ofullständigt informationsunderlag är inte klart. Uppenbarligen måste ofullständigheten kunna avse både informationens kvantitet och kvalitet. Förhållanden som kan utläsas endast av den aktieägare som besitter stor sakkunskap, skarpsinne och miss-tänksamhet, kan inte anses meddelade på ett godtagbart sätt. Är informationsunderlaget ofullständigt, om det inte är lika omfattande som i ett

<sup>25</sup> Jfr Rodhe i TSA 1977 s. 254.

<sup>26</sup> Prop. 1975:103 s. 533.



tvångsinlösenärende enligt ABL 1944? Eller är fullständighetsnormen den som anges i Näringslivets Börskommittés (NBK) rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Att det förra skulle vara åsyftat är inte sannolikt. I ett skiljeförfarande enligt ABL 1944 för att fastställa lösenbelopp, utreds ofta vad som måste uppfattas som affärshemligheter. Det kan gälla kalkylering eller extraordinära intäkter eller kostnader eller poster som hänförs till fel redovisningsperiod eller fel kostnadsställe. Att dylika upplysningar skulle behöva lämnas i ett prospekt som blir allmänt tillgängligt, kan skada bolaget i onödan. Däremot bör man kunna uppställa det kravet, att dylika korrigeringar gjorts i underlaget till prospektet. I själva prospektet skulle endast behöva anges efter vilka principer korrigeringarna av de officiella årsredovisningarna gjorts. Enbart den omständigheten att sådana korrigeringar är erforderliga innebär inte att några affärshemligheter avslöjas och än mindre att något oegentligt blottas. Det företag lär inte finnas, i vilket inte några justeringar behöver göras från det officiella bokslutet för att få fram ett resultat som är så riktigt som möjligt från företagsekonomisk synpunkt.

NBK:s rekommendationer i fråga om information om resultat och ställning för det bolag, som förvärvet avser, är knapphändiga. NBK rekommenderar att en sammanställning av resultaträkningar, balansräkningar och finansieringsanalyser lämnas för de fem senare åren. NBK fann det lämpligt att inte ge en mera preciserad definition av "omräknad vinst" per aktie med hänsyn till att någon enhetlig och allmänt accepterad metod inte finns i Sverige samt med hänsyn till den utveckling som pågår på området.

Fondbörsutredningen<sup>27</sup> undersökte fem emissionsprospekt som utgivits 1969. I samtliga hade uppgift lämnats om "intjänad (justerad) vinst per aktie". Denna aktiemarknadsanpassade vinst hade i flertalet fall inte tidigare angivits i årsredovisningen. Denna vinst förklarades av fondbörsutredningen vara av central betydelse för aktiemarknaden. Utredningen saknade anledning att närmare gå in på beräkningsmetodik och andra överväganden. I lagförslaget och senare i lagtexten inflöt inte något krav om att denna centrala uppgift skulle lämnas.<sup>28</sup>

NBK ifrågasätter inte ens att informationen skall omfatta korrigering av oriktiga periodiseringar, felrubriceringar eller omkostnadsförda investeringar i materiella eller immateriella tillgångar.

<sup>27</sup> SOU 1971:9.

<sup>28</sup> SOU 1971:9 s. 68.

I betänkandet Fondbörsen<sup>29</sup> behandlade fondbörsutredningen frågor om information till aktieägare i samband med erbjudanden om aktieförvärv. Fondbörsutredningen ansåg att information alltid skall lämnas om det bolag, vars aktier skall förvärvas oavsett formen för likvid. Detta krav uppställdes för att möjliggöra för aktieägarna att bedöma de erbjudna villkoren. Utredningen gick dock inte närmare in på vilken information som skall lämnas.

”Vad angår frågan om att bereda aktieägarna garantier för att de får ett ’riktigt’ pris på sina aktier vill utredningen endast anmärka, att generella principer härvidlag knappast torde kunna uppställas.”<sup>30</sup>

I sitt tidigare betänkande Större företags offentliga redovisning<sup>31</sup> behandlade fondbörsutredningen frågor om innehållet i emissionsprospekt och föreslog lagstiftning på området. I detta förslag intogs inte bestämmelser om att information skulle lämnas om bolag, vars aktier skall övertagas. Utredningen tog inte ställning till om aktieägarna behövde något särskilt skydd för en riktig behandling av de aktier de redan innehade.<sup>32</sup> Fondbörsutredningens förslag till bestämmelser om emissionsprospekt överensstämmer i allt väsentligt med ABL 1975 4:18—26.

Krav uppställs alltså inte på information beträffande båda de berörda bolagen för det fall att erbjudandet avser ett aktiebyte.<sup>33</sup> Denna typ av erbjudande är vanlig. Vid dessa erbjudanden är aktieägaren huvudsakligen intresserad av att bedöma om utbytesrelationen är riktig. Detta är uppenbarligen omöjligt utan information om båda bolagen.

I praktiken lämnas också information om båda bolagen. Det bör dock noteras att detta går utöver institutionellt uppställda krav och bestyrker att ifrågasvarande krav är otillräckliga ur marknadens synvinkel.

<sup>29</sup> SOU 1973:60 s. 82—88.

<sup>30</sup> a.a. s. 88.

<sup>31</sup> SOU 1971:9.

<sup>32</sup> a.a. s. 80.

<sup>33</sup> Jfr beträffande tysk rätt s. 66.

I ABL 14:1 2 st. 6 anges att information skall lämnas om det övertagande bolaget i de fall då i fusionsvederlaget ingår aktier i eller konvertibla skuldebrev o.dyl. utfärdade av det övertagande bolaget. Av andra delar av samma lagrum framgår att information alltid skall lämnas om det överlåtande bolaget. För detta fall föreskriver alltså lagen att information skall lämnas om båda bolagen, låt vara att den beträffande det övertagande bolaget är knapphändig eftersom den blott skall bestå av senaste årsredovisning jämte redogörelse av styrelsen för händelser av väsentlig betydelse för bolagets ställning, vilka inträffat efter årsredovisningens avgivande samt slutligen yttrande av revisorerna över redogörelsen.

Fondbörsutredningen och NBK har ej tagit ställning till viktiga frågor, såsom beräkning av justerad vinst och information om både det övertagande och det övertagna bolaget. Information enligt NBK:s och Fondbörsutredningens rekommendationer är redan på denna grund ej tillfyllest för en självständig utvärdering av ett erbjudande.

Trots att information lämnas i enlighet med NBK:s rekommendationer kan informationsunderlaget alltså ändå vara ofullständigt. Även om informationen överensstämmer med NBK:s rekommendationer bör presumptionen kunna brytas under återopande av ofullständig information.

I en skiljedom som avkunnats enligt ABL 1975 yttrade sig skiljemännen utförligt om informationsunderlaget. De uttalade därvid följande:

”Beträffande informationsunderlaget innehåller lagen överhuvud taget inte någon föreskrift om att information skall ges än mindre om hur informationen skall vara beskaffad. I lagens förarbeten — särregeln fanns inte i aktiebolagsutredningens förslag utan tillkom på justitiedepartementets initiativ — finns inte ens en antydning om vilken information som skulle erfordras.

Det kunde möjligen ifrågasättas om inte bestämmelserna i 4 kap. 18—26 §§ och 5 kap. 16 § ABL om emissionsprospekt vid inbjudan till allmänheten (eller åtminstone till en större krets) att *förvärva* aktier (eller konvertibla skuldebrev m.m.) borde vara analogiskt tillämpliga vid offentlig inbjudan till aktieägare att *övertäta* sina aktier enligt 14 kap. 9 § ABL. Men när en så ny lag som 1975 års ABL tar upp särskilda informationsbestämmelser för fall av nyemission av aktier m.m. men inte ger motsvarande bestämmelser om information vid offentlig inbjudan enligt 14 kap. 9 §, och inte heller förarbetena antyder någon analog tillämpning, så kan enligt vanliga lagtolkningsregler inte samma informationskrav utan vidare gälla i båda fallen. Man måste vid lagens tillkomst ha utgått ifrån att behovet av information inte är lika starkt i det senare fallet som i det förra.

För lagstiftaren har det framstått som en angelägen uppgift att skydda allmänheten från att satsa pengar i ett aktiebolag utan att ha fått tillräckliga möjligheter att vinna kännedom om bolagets ställning och ekonomiska förhållanden i övrigt. Därför ställer ABL upp regler om att aktietecknare vid bolagets bildande liksom vid nyemission av aktier (och konvertibla skuldebrev m.m.) måste ha beretts tillgång till viss information om bolaget. Vid nyemission skall denna information ges genom vissa uppgifter som skall tillhandahållas aktieägarna och bolagsstämman vid beslutet om emissionen och intagas i teckningslistorna. När det gäller större bolag och större emissioner (till värde av en miljon kr eller mer) krävs dessutom emissionsprospekt med i lagen angivet innehåll. Det är alltså fråga om fall då bolaget söker förmå en 'vidare krets' att investera i bolaget. Bestämmelserna om emissionsprospekt har utsträckts att gälla även då aktieägare i större bolag söker att föra ut på marknaden (till en

vidare krets) ett större antal aktier. Även för detta fall har lagen velat ge allmänheten särskild information om bolaget.

Motsvarande skyddsbehov föreligger enligt lagens mening tydligen inte när ett bolag offentligen enligt 14 kap. 9 § ABL erbjuder aktieägarna i ett annat bolag att mot visst vederlag överlåta sina aktier. Någon i lag föreskriven extra information kan givetvis inte det köpande bolaget göra anspråk på, och de aktieägare som erbjuds att överlåta sina aktier är inte i samma situation som personer vilka lockas av ett bolag eller större aktieägare däri att satsa pengar i bolagets aktier. De förra är redan aktieägare och har den tillgång till information i bolaget som lagen ger varje aktieägare rätt till. Och deras aktier är redan spridda i en "vidare krets" och har i allmänhet en börskurs eller en något så när konstaterbar marknadskurs. Att de får ett offentligt anbud att sälja sina aktier — ett anbud som i regel ligger över marknadskursen — kan knappast i och för sig skapa behov för dem av utförligare information om bolaget än det som varje aktieägare har när han i andra sammanhang överväger om han skall behålla eller sälja sina aktier. Minoritetsaktieägare har i målet framfört den meningen att särskild information måste ges vid offentlig inbjudan enligt 14 kap. 9 § ABL därför att sådan inbjudan kan följas av tvångsinlösen. Men inte heller denna mening har stöd i lagen. Dess system är att vid tvångsinlösen — som kan påkallas inte endast av moderbolaget utan också av varje minoritetsaktieägare — frågan om pris m.m. prövas av skiljemän. Då som sagt varje antydning i lagen om krav på viss information i sammanhanget saknas, kan det inte antagas att annan information är i fråga än *dels* den som aktieägarna erhåller och skall erhålla från sitt bolag genom dess ordinarie redovisning och *dels* uppgifter därutöver som brukar ges i samband med det offentliga anbudet."

Denna skiljenämnds tolkning av lagens innehåll är säkerligen riktig. Den nya aktiebolagslagen innehåller bestämmelser om vilken information som skall givas till aktieägarna och andra i olika situationer. Att kräva mera än lagen föreskriver, kan knappast ifrågakomma vid en så ny lagstiftning. Det är en helt annan sak att information utöver den lagstadgade kan vara önskvärd. Detta diskuterade fondbörsutredningen<sup>34</sup> i samband med frågan om reglerna om information borde vara detaljerade och uttömmande. Utredningen ansåg dock att detta skulle kunna stoppa en önskvärd utveckling mot större öppenhet. Företagen borde inte uppfatta de lagstadgade kraven på information som ett uttryck för den totala mängden av information som erfordrades utan som minimi-krav.

Även om mera information än lagen föreskriver är önskvärd kan det inte komma ifråga att med legala sanktioner framtvunga detta.

<sup>34</sup> SOU 1979:9 s. 79.

Eftersom lagen inte kräver att företagen vid exempelvis "take-overs" lämnar aktieägarna sådan information att de kan utvärdera förslaget, innebär lagen med dess nuvarande utformning att aktieägarna mer eller mindre på måfå måste ta ställning till sådana erbjudanden. En sådan lagstiftning kan inte vara förnuftig.

### 6.3.3 Övriga skäl

Ett annat skäl att frångå presumtionen kan enligt propositionen<sup>35</sup> vara att nya viktiga omständigheter tillkommit. Sådana omständigheter skulle kunna vara att marknadsförutsättningarna för företaget väsentligt förändrats, vilket ger anledning till en helt annan framtidsbedömning än när erbjudandet gjordes.

Man kan fråga sig om den omständigheten att det föreligger stor skillnad mellan företagsvärdet och vederlaget enligt erbjudandet redan i sig själv skulle vara tillräckligt skäl att frångå presumtion.

Kommentaren<sup>36</sup> lämnar frågan öppen men förordar en restriktiv inställning för att inte fördelarna med särregeln skall gå förlorade. Rodhe betonar vikten av att skiljenämnderna på denna punkt intar en återhållsam inställning.<sup>37</sup>

I motion 1978/79:690 yrkades att 14:9 3 st. skulle ändras så att vid inlösen av minoritetsaktier särskilda skäl även skulle anses föreligga om aktieägare förmådde visa högre värde än som motsvarade det vederlag som huvuddelen av aktieägarna i dotterbolaget hade godtagit. Motionären ansåg det otillfredsställande om regeln i den praktiska tillämpningen medförde, att aktieägare tvingades avstå från sina aktier till ett bevisligt underpris. Motionen hade föranletts av ett rättsfall, vari minoritetsaktieägarna hade styrkt ett värde som, enligt skiljenämndens preliminära bedömning, med 20 % översteg det erbjudna priset. (LU 1979/80:2 s. 9). Lagutskottet framhöll (a.a. s. 28) att bestämmelsens utformning i och för sig inte uteslöt att man vid inlösningstvister frångick det pris moderbolaget erbjudit sig betala och i stället fastställde lösenbeloppet på grundval av det aktievärde som aktieägarna kunde ha styrkt. Skiljemännen fick i varje särskilt fall avgöra huruvida särskilda skäl förelåg. "Av syftet med bestämmelsen följer att sådana skäl inte kan anses vara för handen, när aktiernas värde endast i mindre mån överstiger det erbjudna

<sup>35</sup> 1975:103 s. 533.

<sup>36</sup> Kedner-Roos II s. 345.

<sup>37</sup> TSA 1977 s. 254.

priset. Frågan huruvida en mera betydande prisskillnad kan motivera ett frångående av bolagets erbjudande har, såvitt utskottet kunnat utröna, hittills inte prövats i rättstillämpningen.” (a.st.) Utskottet avstyrkte motionen då någon fastare praxis ännu inte hade hunnit utbildas.

Såvitt jag kan bedöma är således lagutskottet inte främmande för att tolka särregeln så att åtminstone en icke oväsentlig skillnad mellan det erbjudna vederlaget och andelen i företagsvärdet skulle kunna utgöra ett relevant särskilt skäl att frångå särregeln.

Enligt min uppfattning skulle en sådan stor skillnad kunna anses utgöra ett särskilt skäl att frångå särregeln. Denna uppfattning har påverkats av att jag anser särregeln vara olämplig, åtminstone så som den förefaller ha uppfattats inom rättstillämpningen hittills. Min tolkning av särregeln skulle reducera de olägenheter som regeln medför.

#### 6.4 Sammanfattning av särregeln

De motiv som framförts för särregeln är mycket knapphändiga — endast att det kan ”te sig egendomligt” att lösenbelopp vid tvångsinlösen av aktier skiljer sig från vederlaget vid frivilliga överlåtelser — och verkar inte övertygande när de skärskådas närmare. Särregeln har inte tillkommit efter krav från näringslivet, som stundom hävdas. Av marginell betydelse är det att regeln fått en sådan utformning, att den kan medföra ett haltande rättsläge genom att ett moderbolag kan tillskapa en sådan situation att moderbolaget får valrätt om särregeln skall bli tillämplig eller inte, vilken möjlighet inte tillkommer minoritetsaktieägarna. Denna konsekvens av regeln i den utformning den har fått inför jag inte för att den i och för sig skulle vara särskilt viktig utan endast som ett tecken på att regeln är illa genomtänkt.<sup>37a</sup>

<sup>37a</sup> Att de delar av 14 kap. som gäller tvångsinlösen och som inte bygger på aktiebolagsutredningens förslag är illa genomtänkta och för övrigt präglas av bristande noggrannhet illustreras av en detalj i 14:11 1 st. Detta lagrum behandlar moderbolagets rätt till förhandstillräde. Enligt lagrummet skall minoritetsaktieägarna redan innan lösenbelopp blivit bestämt under vissa förutsättningar vara skyldiga att till moderbolaget överlämna sina aktiebrev. Bland dessa förutsättningar ingår enligt lagtexten ”om moderbolaget betalar fastställt lösenbelopp”. Detta kan moderbolaget givetvis inte göra eftersom lagrummet behandlar en rätt för moderbolaget att erhålla aktierna redan innan lösenbeloppet blivit fastställt. Lagrådet erinrade härom (prop. 1975:103 s. 777 f.) och departementschefen instämde i lagrådets kritik på denna punkt (a.a s. 788). Icke desto mindre ändrades inte lagrummet innan det förelades riksdagen. (Jfr Kedner-Roos II s. 348.)

Särregeln synes bygga på en missuppfattning om vad som föranlett att lösenbelopp vid tvångsinlösen i en del fall överstigit vederlaget vid frivilliga överlåtelse. Detta beror inte på att samverkans effekter tillgodoräknats minoritetsaktieägarna utan på att lösenbeloppet baserats på företagsvärdet i stället för på börsvärdet. Huruvida detta är riktigt kan det råda delade meningar om. Jag förordar att lösenbeloppet skall bygga på företagsvärdet, då detta är den närmast tänkbara lösningen i många andra värderingsfall. Om lösenbeloppet skall härledas från börsvärdet innebär det ett systematiskt gynnande av moderbolag, vilket är svårt att motivera. Och om lagstiftaren önskar främja företagsamgåenden på detta sätt bör det ske på ett klart sätt och inte framkomma som ett resultat av en ingående analys av en specialregel.

Särregeln synes också bygga på en missuppfattning om förekomsten av höga lösenbelopp. En mindre undersökning som jag redovisar i detta kapitel pekar på att lösenbelopp i genomsnitt inte nämnvärt avviker från vederlaget vid frivilliga överlåtelse om hänsyn tages till tidsutdräkten vid tvångsinlösen. Däremot är spridningen kring detta medeltal avsevärd, vilket innebär att en regel som inte tillåter att hänsyn tages till företagsvärdet avsevärt missgynnar aktieägarna i några få bolag samtidigt som aktieägarna i vissa bolag gynnas, dock i mindre mån. Att missgynnandet av vissa aktieägare är större än gynnandet av andra visas av att avvikelserna uppåt från genomsnittet är mycket större än avvikelserna nedåt. De senare är dock fler till antalet.

Ett skäl som anförts till stöd för särregeln är att denna kan ses som ett uttryck för principen om lika behandling av alla aktieägare. En närmare granskning av detta skäl visar att det inte håller.

Som stöd för särregeln har anförts att tvångsinlösenproceduren skulle förenklas. Det visar sig dock att även om särregeln är tillämplig, kvarstår en rad besvärliga problem. Lösenbelopp skall fortfarande bestämmas och särregeln ger utrymme för olika tolkningar. Inte ens värderingsproblem undgås. Så snart vederlaget vid frivilliga överlåtelse är något annat än kontanter uppkommer värderingsproblem. Och endast om annat än kontantvederlag består av börsnoterade aktier kan värderingsproblemen förenklas men inte ens i detta fall försvinner de helt.

Särregeln är en presumtionsregel, vilket innebär att den kan frångås även inom sitt förutsedda tillämpningsområde. Detta leder till besvärliga tolkningsproblem, vilka visserligen kommer att minska sedan praxis har hunnit utvecklas.

Eftersom särregeln har ett begränsat tillämpningsområde — huvudregeln kommer säkerligen även framgent att vara den vanliga — och

eftersom regeln inom sitt begränsade tillämpningsområde medför svåra tolknings- och tillämpningsproblem och erbjuder få fördelar, förefaller den vara en skäligen onödig nyhet i aktiebolagslagen. Regeln verkar illa genomtänkt, vilket intryck inte jävas av att den inte återfanns i aktiebolagsutredningens förslag och inte var föremål för remissbehandling. Den saknar motsvarighet i övriga nordiska aktiebolagslagar. Sistnämnda förhållande är visserligen det minst viktiga av de nämnda, eftersom lagligheten ändock måst uppgivas på en mängd punkter, men argumentet bör inte fränkännas allt värde.

Det skulle innebära en klar förbättring av aktiebolagslagen om särregeln upphävdes.



# 7 Sammanfattning och slutsatser

Denna avhandling skulle ursprungligen ha handlat om värdering av företag med inslag av tvång och mitt arbete syftade ursprungligen till att föreslå ändamålsenliga värderingsnormer.

Att värdera företag är svårt, eftersom ett företag består av en mängd komponenter — maskiner, anställda,<sup>1</sup> idéer m.m. — varav en del är svåra och andra omöjliga att värdera. Därtill kommer att företagets värde bestämmas av att komponenterna förekommer just i den aktuella kombinationen.

I de vanligaste fallen av företagsvärdering, de som göres när ett företag skall köpas eller säljas, kompenseras svårigheterna av att företagsvärdet bara är en av många faktorer som inverkar på det pris som parterna slutligen kommer fram till. Och i normalfallet behöver man inte tvunget uppnå enighet om ett pris; ibland resulterar förhandlingarna i att företaget inte byter ägare.

När en domstol skall fastställa ett företagsvärde är situationen en helt annan. Det är inte frågan om en kommersiell förhandling mellan parter. Och domstolen får inte skilja sig från målet utan att ha fastställt ett värde.

Regler som förutsätter värdering av företag finns i aktiebolagslagen. Dess regler om tvångsinlösen har givit upphov till en rikhaltig rättspraxis, där jag för övrigt ofta har medverkat. Övriga regler i aktiebolagslagen har däremot inte avkastat några för mig kända rättsfall om värdering.

Med huvudintresset inriktat mot reglerna om värdering vid tvångsinlösen har jag undersökt bolagsrättsliga värderingsregler och deras tillämpning.

## 7.1 Svensk aktiebolagsrätt

Den första värderingsregel som infördes i någon svensk aktiebolagslag gällde värdering i samband med hembud av aktier, varom en regel gavs

<sup>1</sup> Humankomponenter, som en del teknokrater uttrycker sig!

i 1910 års aktiebolagslag. I 1944 års aktiebolagslag tillkom regler för värdering av aktier vid inlösning efter beslut om nedsättning av aktiekapitalet, efter beslut om vissa ändringar av bolagsordning, i samband med beslut om fusion samt vid tvångsinlösen efter samgåenden mellan företag. I 1975 års lag tillkom regler om inlösen vid maktmissbruk medan reglerna om inlösen vid ändring av bolagsordningen och vid fusion bortföll.

Lösenbeloppet skulle redan enligt 1910 års lag motsvara aktiens "verkliga värde" om inte aman värderingsnorm hade angivits i bolagsordningen. Denna regel behölls i 1944 års lag för hembudsfallet. Även för övriga inlösenfall föreskrev 1944 års lag att aktier skulle inlösas till "verkliga värdet". För fusionsfallet kompletterades denna bestämmelse med en föreskrift att lösenbeloppet minst skulle motsvara vad som i fusionsavtalet angivits falla på varje aktie i det fusionerade bolaget. I 1975 års aktiebolagslag borttogs föreskriften om att inlösen skulle ske till "verkliga värdet", eftersom bestämmelsen ansågs vara intetsägande. Någon ändring i sak var dock inte avsedd.

I fråga om tvångsinlösen uppkom en rikhaltig rättspraxis, för vilken redogörelse lämnas nedan.

Reglerna om aktieinlösen vid maktmissbruk i 1975 års aktiebolagslag är en del av de generalklausuler, som influerades i lagen. De utgör ett led i minoritetsskyddet, som ordnats på ett annorlunda sätt i 1975 års än i 1944 års lag. I den äldre lagen fanns detaljerade regler, bl.a. om på många olika sätt kvalificerad majoritet för att fatta beslut av skilda slag. Dessa regler syftade allmänt till att skydda minoriteter. I 1975 års lag förenklades dessa röstningsregler, varvid krav på kvalificerad majoritet slopades i en mängd fall. I stället uppställdes vissa generalklausuler, vilka ansågs medföra ett mer effektivt minoritetsskydd.

Bland dessa nya bestämmelser finns regler om sanktioner mot maktmissbruk bl.a. i 13:3 och 15:3 ABL 1975. Enligt den förstnämnda bestämmelsen kan rätten förordna att bolag skall träda i likvidation. Detta innebär en synnerligen kraftfull sanktion mot maktmissbruk. På begäran av bolaget kan rätten i stället förplikta bolaget att inlösa förfördelade aktieägares aktier. Eftersom likvidation ofta medför kapitalförstörelse kan man antaga, att bestämmelsens reparativa funktion är begränsad. Regeln kommer säkerligen att huvudsakligen verka preventivt. En begränsning i regelns tillämpningsområde ligger däri att den för sin tillämpning förutsätter att ägare till en tiondel av samtliga aktier enar sig härom. Någon sådan begränsning finns inte i 15:3, som stadgar skyldighet för aktieägare, som genom att överträda aktiebolagslagen eller

bolagsordningen uppsåtligen eller av grov oaktsamhet skadat bolaget, aktieägare eller annan, att inlösa den förfördelade aktieägarens aktier. Talan kan alltså väckas av varje aktieägare enligt 15:3 oavsett hur litet hans aktieinnehav är. Å andra sidan finns inte likvidationssanktion i denna bestämmelse. Inte heller kan bolaget förpliktas inlösa aktier enligt denna bestämmelse utan den förfördelade aktieägaren är uteslutande hänvisad till den skadevällande aktieägaren för att erhålla upprättelse.

Tvångsinlösen kan förekomma på initiativ både av ett moderbolag och av minoritetsägarna så snart moderbolaget äger 90 % av aktierna i dotterbolaget under förutsättning att dessa aktier också representerar 90 % av röstetalet. Den sistnämnda kvalifikationen infördes i lagen för att tillmötesgå krav från annat nordiskt håll, som uttalat betänkligheter mot att införa regler om tvångsinlösen av aktier i lagen. Kvalifikationen medför emellertid vissa problem, varför jag föreslår att den borttages ur lagen, vilket bör vara så mycket lättare eftersom den nordiska enigheten ändock har måst uppges på många punkter. Enighet i denna lilla detalj kan knappast anses vara viktig.

En nyhet i 1975 års lag är att man skall medräkna sådana aktier som innehas genom såväl dotterbolag som andra dotterföretag när man fastställer om aktieinnehavet uppgår till nyssnämnda 90 %. Av praktiska skäl omfattar inte reglerna det fallet att moderbolaget är ett utländskt bolag, vilket visserligen kan ge upphov till ett haltande rättsförhållande. Jag accepterar ändock detta men drar fram några andra haltande förhållanden som kan uppstå. Ett av dessa är när majoritetsaktieägaren fördelat sina 90 % av dotterbolagsaktierna bland koncernbolag så att inte något av dem är moderbolag. Minoritetsaktieägarna kan då inte påkalla tvångsinlösen men majoritetsaktieägaren kan genom att överföra aktier från ett koncernbolag till ett annat framkalla förutsättningar för tvångsinlösen. En dylik situation bör lagen inte tillåta.

Huvudregel för värderingen vid tvångsinlösen är att lösenbeloppet skall motsvara aktiens verkliga värde, vilken regel som nämnts ovan, inte längre uttryckligen upptagits i lagtexten. För hembuds-fallet är huvudregeln vad som anges i bolagsordningen. Tillämpning av en sådan bestämmelse kan dock erfordra jämkning, varvid jag rekommenderar att huvudregel för jämkningen är till aktiens verkliga värde. För maktmissbruksfallen anges att lösenbeloppet skall vara skäligt. Även här rekommenderar jag att samma värderingsnorm tillämpas som för övriga fall. Det ligger nära till hands att antaga att inlösen till verkliga värdet innebär utgivande av ett skäligt lösenbelopp. Något stöd för denna uppfattning har jag dock inte, eftersom rättspraxis ännu inte hunnit utbildas.

Vid redogörelsen för inlösen- och värderingsregler i aktiebolagslagen analyserar jag också motiven till att inlösenregeln vid fusionsfallet inte inflöt i 1975 års aktiebolagslag. Denna analys ger vid handen att motiven var bräckliga. Frågan har dock inte någon större betydelse eftersom fusion är sällsynt annat än mellan ett moderbolag och ett till 100 % ägt dotterbolag. För de få övriga fallen finns generalklausulerna som ett skydd mot övergrepp mot en minoritet.

Vid genomgången av lagregler i svensk rätt berör jag slutligen värderingsreglerna för aktiebolagens årsredovisning, som återfinns i bokföringslagen. Däri finns regler om "verkliga värdet" av omsättningstillgångar. Dessa regler saknar dock intresse för aktievärderingen, eftersom de endast syftar till att ange en övre gräns för tillgångsvärderingen. Det viktiga för lagstiftaren var i detta sammanhang att förhindra övervärdering och därigenom skapa ett visst skydd för borgenärer. Däremot övervägdes säkerligen inte t.ex. minoritetsaktieägares behov av skydd mot undervärdering i detta sammanhang.

I ABL 1975 finns en särregel för aktievärdering vid ett visst, förmodligen mindre vanligt fall av tvångsinlösen. Denna regel behandlar jag för sig i kapitel 6.

## **7.2 Utländsk aktiebolagslagstiftning**

Under 1970-talet har samtliga nordiska länder fått nya aktiebolagslagar, som tillkommit efter samarbete mellan lagstiftarna i de nordiska länderna. Samtliga lagar innehåller regler om inlösen av aktier som ungefär motsvarar reglerna i ABL 1975.

Engelsk rätt innehåller lagregler som företer stora likheter med den svenska lagen. Således finns regler om tvångsinlösen vid samgåenden, vid maktmissbruk och vid vissa fusionsfall. Regeln om inlösen vid samgående förutsätter att ett bolag förvärvat aktier genom ett till allmänheten riktat erbjudande. Om erbjudandet haft sådan framgång att det accepterats av ägarna till 90 % av de aktier erbjudandet gällde, äger båda parter rätt till tvångsinlösen. Lagen ger domstolarna möjlighet att modifiera inlösenvillkoren, vilken möjlighet domstolarna dock inte har utnyttjat. Engelsk rättspraxis visar också att domstolarnas prövning i stort sett inskränker sig till att kontrollera att alla formföreskrifter iakttagits. Däremot prövar inte domstolarna inlösenvillkoren, varför minoritetsaktieägarnas ställning är svag. Detta förhållande kritiserar också i engelsk doktrin.

Däremot utnyttjar domstolarna de vidsträckta möjligheterna de har att ingripa mot maktmissbruk. Lagen öppnar möjlighet att förplikta både en aktieägare och bolaget att inlösa en förfördelad aktieägarers aktier liksom domstolen kan förplikta en aktieägare att överlåta sina aktier till den förfördelade. En annan möjlighet som domstolen har är att förklara att bolaget skall träda i likvidation.

Även amerikansk rätt erbjuder möjligheter till tvångsinlösen av aktier. Försättningsarna är olika utformade i olika delstater. Många stater har uppställt formella hinder mot utnyttjande av inlösenrätten men om den missnöjde minoritetsaktieägaren lyckats bemästra dessa hinder går domstolarna in på en verklig prövning av till vilket värde inlösen skall ske. Den värderingspraxis som därvid har uppkommit ger visserligen ett blandat intryck. Vanligt är att lösenbeloppet fastställs som ett vägt medeltal av olika aktievärden, såsom avkastningsvärdet, börsvärdet och substansvärdet.

Tysk rätt innehåller mycket detaljerade koncernregler och också regler för inlösen av aktier när ett moderbolag blivit ägare till 95 % av aktierna i ett dotterbolag. Ett annat värderingsfall i tysk rätt är när ett bolag genom avtal eller på annat sätt blivit underkastat ett annat bolag. Domstolarna prövar i sådana fall på talan av minoritetsaktieägare lösenbeloppets storlek och detta bestäms som regel på grundval av bolagets avkastnings- eller substansvärde. Börsvärdet anses inte av tyska domstolar vara rättvisande i detta sammanhang.

Amerikansk och tysk rätt visar den likheten att domstolarna verkligen prövar storleken av lösenbelopp. En viktig skillnad ligger i att kostnaderna för domstolsprövningen åvilar moderbolaget enligt tysk rätt medan amerikanska domstolar inte alltid utdömer full ersättning för rättegångskostnader till minoritetsaktieägare, vilket kan göra rätten till domstolsprövning illusorisk i många fall.

Jag har i min behandling av utländsk aktiebolagsrätt också studerat diverse andra rättsordningar och funnit värderingsregler av mindre intresse i italiensk, spansk, schweizisk och holländsk rätt. I ett förslag till aktiebolagsrättsliga regler inom EG har utförliga regler om tvångsinlösen givits.

Utländsk rätt kan i fråga om tvångsinlösen sammanfattas så att minoritetsaktieägaren har ett mycket bristfälligt skydd enligt engelsk rätt och ett mycket starkt skydd enligt tysk rätt medan amerikansk rätt intar en mellanställning.

### 7.3 Företagsvärdering

Som bakgrund till redogörelsen för rättspraxis i Sverige i fråga om aktievärdering ger jag i ett särskilt kapitel en redogörelse för företags-ekonomiska principer för företagsvärdering.

Denna utgår från att värdet av varje företag bestäms av den nytta företaget lämnar sina ägare. Centrala begrepp är säljarens respektive köparens kritiska värde, vilka värden anger när det är ekonomiskt likgiltigt för säljaren resp. köparen att sälja resp. köpa och att låta bli. Detta innebär att varje värdering innefattar en jämförelse för varje potentiell säljare eller köpare mellan att genomföra en affär och att underlåta denna affär, varvid vederbörande i stället kan tänkas placera sitt kapital på annat sätt. Både nyttan av ett företagsinnehav och de alternativa kapitalplaceringsmöjligheterna kan vara individuella. Något objektivt företagsvärde finns därför inte, vilket inte betyder att beräknade företagsvärden är godtyckliga.

Eftersom värdet av ett företag bestäms av den nytta innehavet medför för ägaren är företagets framtida avkastning avgörande för storleken av företagsvärdet. Nuvärdet av all framtida avkastning bildar det s.k. avkastningsvärdet, vilket är det viktigaste måttet på ett företags värde.

Framför allt tidigare beräknades ofta ett s.k. substansvärde, som byggde på värdet av företagets olika tillgångar. Jag kritiserar detta mått såsom onödigt. Om de ingående komponenterna definieras på ett meningsfullt sätt kommer det sålunda beräknade värdet att glida över i ett likvidationsvärde eller ett reproduktionsvärde.

Likvidationsvärdet är värdet av företagets tillgångar vid likvidation efter avdrag för skulderna. Emellertid är detta ingenting annat än ett speciellt avkastningsvärde, nämligen nuvärdet av företagets avkastning under antagande att företaget drives vidare under endast mycket kort tid, varunder tillgångarna avyttras. Eftersom likvidationsvärdet endast är ett specialfall av avkastningsvärdet, fordrar det inte någon särskild behandling.

När jag beskriver avkastningsvärdering kommer jag in på en rad specialproblem, som i praktiken visat sig ge upphov till meningsmotsättningar. I mångt och mycket återger jag där endast vad som numera blivit vedertaget bland företagsekonomer. I fråga om rätta sättet att beräkna skattebelastning inför jag dock en uppfattning som ännu inte trängt igenom och som kräver ytterligare analys. Hittills vanligast är att skattebelastning utgår från nominell skatt, som ofta har beräknats till

55 %, varvid hänsyn har tagits till att kommunalskatten är avdragsgill för aktiebolag vid den statliga taxeringen. Men samtidigt som det nominella skattetrycket är av denna storleksordning har ett flertal utredningar funnit att få svenska aktiebolag betalar så hög skatt. Den effektiva skatten, dvs. faktisk skatt jämförd med resultat före bokslutsdispositioner och skatter, uppgår till endast 25 %. Jag ifrågasätter att man vid företagsvärdering beräknar den effektiva skatten för det företag som analyseras, varvid denna skatt kan bestämmas om man jämför det analyserade bolagets faktiska skatt i förhållande till nominell skatt under en lång följd av år. Däremot har jag inte genomfört någon undersökning av de ekonomiska konsekvenserna av ett sådant tillvägagångssätt.

Med hänsyn till att börsvärde i debatten tillmäts stor betydelse för aktievärdering analyserar jag de faktorer som påverkar börsvärdet. Jag beskriver också olika gängse modeller för aktievärdering. Bestämmande för kursbildningen är förväntad kursutveckling, beslutsfattarens likviditet, beslutsfattarens alternativa investeringsmöjligheter och skattekonsekvenserna. Den förväntade kursutvecklingen beror bl.a. av företagets förväntade vinstutdelning vilken i sin tur beror av företagets avkastning. Men detta är den enda punkt där företagets avkastning får betydelse för kursutvecklingen. För övriga kurspåverkande faktorer har sådant som endast har med företaget att göra inte någon betydelse. Eftersom det inte är samma faktorer som inverkar på företagsvärdet och på börsvärdet är det naturligt att de inte kommer att sammanfalla. Om de undantagsvis skulle göra det, beror det av en tillfällighet.

Gängse aktievärderingsmodeller syftar till att ange om aktier skall köpas eller säljas på fondbörsen, varvid de ibland syftar till att förutsäga en viss börskurs. Eftersom aktievärderingsmodellerna alla syftar till att förutsäga börskurser eller eventuellt endast ange om aktier är köp- eller säljvärda, kan de inte användas för att bestämma företagsvärdet. De är därför oanvändbara för aktievärdering enligt aktiebolagslagen om detta aktievärde skall bygga på företagsvärdet.

## **7.4 Svensk rättspraxis om värdering vid tvångsinlösen**

En tyngdpunkt i avhandlingen ligger i redogörelsen för svensk rättspraxis om värdering vid tvångsinlösen. Lösenbelopp fastställs av skiljemän, vilkas avgöranden enligt 1944 års aktiebolagslag fick klandras vid allmän domstol jämväl på materiella grunder. Klanderöjligheten har dock använts i ringa utsträckning.

Tvångsinlösen påkallades av moderbolag i 168 fall under den tid som 1944 års aktiebolagslag var i kraft. Jag har vänt mig till berörda företag för att få ta del av den skiljedom som avkunnades. Endast i 8 fall erhöles inte något svar och endast i 10 fall avböjde företagen att lämna ut skiljedomen. Emellertid avkunnades inte skiljedom i alla fall när tvångsinlösenförfarande hade inletts och åtskilliga skiljedomar som avkunnades innehåller ingenting av intresse beträffande värdering eftersom domarna endast stadfäster en förlikning som parterna har ingått. Kvar blir 55 skiljedomar som sliter värderingstviser och som är tillgängliga för mig.

I ett bihang till denna avhandling refererar jag dessa skiljedomar, dock på ett sådant sätt att företagets identitet inte skall kunna uppdragas. I detta bihang återger jag också tre skiljedomar, som blivit offentliga till följd av att skiljedomarna klandrats vid allmän domstol. Klander av skiljedom har för övrigt förekommit i det fall, som refererats i NJA 1957 s. 1, Gimo-fallet, vilket jag inledningsvis refererar och analyserar.

I Gimo-målet har olika domstolar och domare fastställt icke mindre än 7 olika aktievärden från 125 kronor till 1 900 kronor. Parternas värderingar låg mellan 50 kronor och 2 315 kronor. Detta fall har i litteraturen anförts som exempel på att värderingar är godtyckliga eller svårbestämda. Det förra menar jag vara felaktigt. En läsning av rättsfallsreferatet kan dock göra ett förvirrande intryck eftersom referatet är bemängt med sifferuppgifter, som inte presenteras särskilt överskådligt. En närmare granskning visar dock att samtliga instanser varit ense om flertalet detaljer. Skillnaderna beror huvudsakligen på olika uppfattning om i vad mån latent skatteskulder skulle påverka aktievärdet. Härom rådde högst olika uppfattning. Svea Hovrätt anlade ett renodlat ekonomiskt synsätt och beräknade latent skatteskulders nuvärde till 0 kronor. Högsta domstolens majoritet ansåg — enligt min mening felaktigt — att latent skatteskulder skulle avdragas med sitt nominella värde. Genom detta rättsfall blev fastslaget att aktiernas egenskap av minoritetsaktier inte skulle påverka värderingen.

Genomgången av skiljedomspraxis visar att en förhärskande uppfattning är att lösenbelopp skall bygga på företagets värde, vilket i sin tur anses vara det högsta av avkastnings- och likvidationsvärdet. Eftersom likvidationsvärdet, som framhållits i kapitlet om företagsvärdering och ovan, endast är ett specialfall av avkastningsvärdet, kan den förhärskande uppfattningen bland skiljemän anges vara att lösenbeloppet skall baseras på företagets avkastningsvärde. Denna uppfattning som för övrigt ligger



nära den vartill tyska domstolar har kommit, anser jag vara riktig.

Det alternativa värde som skulle kunna ifrågasättas är börsvärdet. Av många skäl anser jag det vara olämpligt att använda börsvärdet som värderingsnorm. Denna norm kan sålunda inte användas i fråga om sådana aktier, som inte är börsnoterade. I Sverige är de aktiebolag som noteras på fondbörsen bara något drygt hundratal och om samtliga aktier som är föremål för omsättning medräknas uppgår antalet aktier med vilka handel förekommer till högst några hundra. Antalet aktiebolag är å andra sidan långt över etthundratusen. Visserligen utgör de börsnoterade aktierna värdemässigt en stor del av samtliga aktier men antalet tvister om aktievärdering gäller oftare icke börsnoterade aktier än börsnoterade aktier. Det är givetvis en fördel om samma värderingsregel kan användas i samtliga fall. Ett tyngre vägande skäl mot att tillägga börsvärdet betydelse är dock att börsvärdet inte sammanfaller med företagsvärdet och ofta understiger detta. Den aktieägare som har en grundad uppfattning om värdet av det företag, vari han är delägare, bör inte tvingas att överlåta sina aktier till ett börsvärde som ligger lägre än företagsvärdet. Eftersom man inte kan särskilja de aktieägare, som har en grundad uppfattning om företagsvärdet från andra, ligger det nära till hands att förespråka företagsvärdet som allmän värderingsnorm. Denna norm missgynnar dessutom ingen, eftersom normen implicerar att lösenbeloppet inte skall uppgå till mer än vad innehavet av företaget representerar.

Några få skiljenämnder har kommit in på frågor om börskursers betydelse och gjort obestämda uttalanden om att man inte helt kunde bortse från dessa kurser. Det går dock inte att ur dessa skiljedomar leta fram på vad sätt denna hänsyn bör tagas. Detta bestyrker att börskurserna är olämpliga som värderingsnorm.

Ett problem vid dessa värderingar är hur samverkans effekter skall beaktas. De effekter som jag syftar på är den värdestegring som ofta inträder i ett företag, när det inordnas i ett annat. Detta medför ofta ett bättre utnyttjande av arbetande kapital och det kan medföra samordning av tekniska eller administrativa resurser. Den lösning som svenska skiljemän har stannat för är att tillgodoräkna moderbolaget hela samordningsvinsten. Man skulle visserligen kunna hävda att samordningsvinsten lika gärna skulle tillgodoräknas minoritetsaktieägarna, eftersom moderbolaget inte utan samgående hade kunnat göra denna vinst. Men minoritetsaktieägarna hade lika litet kunnat göra denna vinst utan samgåendet. En kompromiss skulle vara att samverkans effekterna fördelades mellan de båda bolagen. Någon väsentlig invändning från

allmänna synpunkter mot den lösning som praxis har intagit, anser jag dock inte finnas.

I fråga om skattekostnader och latent skatteskulder finns en rad avgöranden. Skattekostnader vid avkastningsvärdering har i allmänhet beräknats på traditionellt sätt, dvs. skatten har antagits uppgå till 50—55 %. Det resonemang om effektiv skatt, som jag har fört i denna avhandling, har lagts fram i några fall men det har inte uttryckligen gillats av någon skiljenämnd. Resonemanget kan ha inverkat på skiljemännens val av kapitaliseringsfaktor, vilket dock inte heller går att utläsa av någon dom. Jag anser inte att denna fråga är tillräckligt utredd än för att kunna uttala någon bestämd uppfattning. Tills vidare nöjer jag mig med att peka på att svensk praxis på denna punkt kan ifrågasättas.

Däremot finns det anledning att uttala en bestämd uppfattning i fråga om beaktande av latent skatteskulder och då främst latent utskiftnings-skatt. Latenta skatteskulder vid likvidation har i många fall beaktats så att likvidationen har fingerats taga några år i anspråk, varvid antaganden har gjorts om när skatter förfaller till betalning. Dessa skattebetalningar har så diskonterats. Detta tillvägagångssätt är utan tvekan riktigt. I fråga om utskiftningskatt finns en rad ställningstaganden av skiljemän alltifrån fullt beaktande av skattens nominella belopp till diskontering till 0. I några fall har en anvisning av Riksskatteverket för tillämpning av förmögenhetsskattelagen fått genomslagskraft. Denna anvisning innebär att utskiftningskatten avdrages med en del av sitt nominella belopp. Gällande skatteregler är sådana, att utskiftningskatt så gott som aldrig betalas. Taxering till utskiftningskatt sker årligen i mindre än hundra fall att jämföra med de tiotusentals taxeringar till inkomstskatt som åsätts aktiebolag. Skatteuppbörden ger bara någon miljon kronor att jämföra med de miljardbelopp som den statliga inkomstskatt-taxeringen ger. En anledning till att utskiftningskatt så sällan utgår är att bolag vid fusion får övertaga ett fusionerat bolags latent utskiftningskatteskuld. Denna skuld rullas därför framåt i all evighet, varför dess nuvärde är 0. Detta bör också erkännas i skiljedomspraxis. HD underkände visserligen vid sitt avgörande av Gimo-målet detta ekonomiska och verklighetsanknutna synsätt men trots detta har skiljedomar även efter HD:s dom i flera fall tillämpat det ekonomiska synsättet.

Ett problem i några ärenden har varit om avkastningsvärdet skulle beräknas på grundval av företagets totala beräknade avkastning eller om först avdrag skulle göras för en del av denna vinst för konsolidering. I flera fall förklarade dock skiljemännen att konsolideringsbehovet fick beaktas vid valet av kapitaliseringsfaktor. Det borde vara självklart, att

all vinst skall beaktas. Sådan vinst som kvarhålles i företaget ger ju i sin tur avkastning, vilket förhållande inte skulle beaktas om man bara kapitaliserar vad man betraktar som utdelningsbar vinst. I kapitlet om företagsvärdering anger jag ett företagsekonomiskt sätt att beakta konsolideringskraven, varvid jag förespråkar att företagets verkliga kapitalbehov beräknas och anger några alternativa sätt att beakta detta. Jag anger där också att det är komplicerat att utföra denna beräkning av kapitalbehovet.

Som ett bland många säregna exempel på logiska kullerbyttor som revisorer och andra inblandade i värderingsärenden kan göra sig skyldiga till, kan jag här nämna ett resonemang om konsolideringsbehov. En revisor ansåg, att konsolideringskraven skulle beaktas särskilt för det värderade bolaget och vart och ett av dess dotterbolag. Beräkningssättet skulle medföra att konsolideringen skulle öka om den värderade koncernen uppdelades i flera bolag som ägde varandra, vilket ju är en orimlighet.

Bland de viktigaste frågorna vid avkastningsvärdering är valet av kapitaliseringsfaktor. Det är påfallande att stor möda läggs ned på att analysera ett företag för att kunna bestämma en förväntad normalavkastning. Därefter väljes en kapitaliseringsfaktor utan ingående motivering. Men redan en förändring av kapitaliseringsfaktorn med någon procentenhet kan innebära en förändring av företagsvärdet med många miljoner kronor.

Den kapitaliseringsfaktor som visat sig vara vanligast motsvarar ett avkastningskrav av 20 % före skatt och därefter mest vanligt är avkastningskravet 25 % före skatt. För övrigt finns exempel på avkastningskrav från 33 % före skatt till  $4\frac{1}{2}$  % efter skatt. Problem i samband med val av kapitaliseringsfaktor har jag funnit vara otillräckligt utredda. Som en gräns gäller placerarens alternativavkastning, som t.ex. kan motsvara den långa obligationsräntan. Men om och i så fall i vilken utsträckning osäkerhet och risk skall beaktas vid detta val är dåligt belyst i litteraturen.

Det är troligt att osäkerhet och risk bättre beaktas genom uttryckliga antaganden vid beräkningen av förväntad avkastning. I så fall skulle en avkastningsvärdering inte göras som nu i allmänhet sker, nämligen genom att en förväntad, uthållig avkastning beräknas på grundval av normaliserade, historiska avkastningar, utan i stället skulle olika antaganden göras om den framtida utvecklingen i fråga om olika förvärderingen viktiga variabler. Skattningar skulle sedan göras av sannolikheten för olika utfall vilka skattningar enligt regler som bearbetats inom sta-

tistisk teori skulle kunna sammanfogas till ett enda värde.

En fråga som förmodligen är avgjord numera efter uttalanden i motiven till 1975 års aktiebolagslag och i doktrinen gäller värderingstidpunkt och den därmed sammanhängande frågan om kompensation för avkastning eller för värdeförändring under tiden fram till dess lösenbeloppet blir tillgängligt för minoritetsaktieägarna. Som värderingstidpunkt anger motiven den tidpunkt när moderbolaget påkallar inlösen. För tiden därefter fram tills dess ränta å blivande lösenbelopp utgår enligt aktiebolagslagen eller tills dess dom avkunnas beräknas avkastning som ett tillägg om 8 % eller 10 % per år till lösenbeloppet. Detta tillägg utgör inte någon processränta utan blir en del av lösenbeloppet. Denna lösning förefaller mig vara en både praktisk och ändamålsenlig lösning av ett problem, som inte är helt enkelt ur teoretisk synvinkel.

## 7.5 Särregel för aktievärdering i ABL 1975

I 1975 års aktiebolagslag inflöt en särregel för värdering av aktier i det fall, att tvångsinlösen följer på ett till allmänheten riktat erbjudande om förvärv av aktier. För sådana fall uppställes såsom en presumtion att aktievärdet skall motsvara värdet av vederlaget vid de frivilliga överlåtelseerna. Jag har brutit ut denna regel till särskild behandling, dels för att den är en undantagsregel för ett förmodligen mindre vanligt fall, dels och framför allt för att regeln medför en rad problem och dessutom systematiskt gynnar inlösande moderbolag ekonomiskt, varför jag efter en ingående analys av regeln kommer fram till att den bör upphävas. Den kan ses som ett exempel på olycksfall i arbetet i kanslihuset, som exempel på en regel som vid första påseende förefaller ha mycket som talar för sig men som vid närmare skärskådande visar sig vara problemfylld och leda till förmodligen icke önskade konsekvenser, ett förhållande som lätt kan inträffa om lagstiftning genomförs annat än efter noggrann beredning och remissförfarande. Det är också betecknande att denna särregel infördes i lagen efter det att aktiebolagsutredningens noga penetrerade lagförslag varit ute på remissbehandling och att särregeln inte föreslagits av någon remissinstans. Däremot var särregeln med i det lagförslag som lagrådet behandlade utan att regeln då väckte gensagor.

Särregeln bygger, såvitt jag kunnat bedöma, på två viktiga missuppfattningar. Den ena missuppfattningen är att lösenbelopp enligt tidigare praxis ofta överstigit erbjudande till aktieägare vid föregående frivilliga förvärv. Detta förefaller i allmänhet inte vara fallet om hänsyn även tages till att minoritetsaktieägarna som regel inte erhåller någon avkast-

ning på sina aktier under den tid inlösenförfarandet pågår. Den andra missuppfattningen verkar vara, att höga lösenbelopp skulle bero på att samverkans effekter tillgodoräknas minoritetsaktieägarna. Detta har min undersökning av rättspraxis visat inte vara fallet. Samverkans effekter har tillgodoräknats moderbolaget. I den mån inlösenbelopp har överstigit vederlaget till dem som frivilligt överlåtit aktier, beror detta på att lösenbelopp grundats på företagsvärdet och inte på börsvärdet, vilket också är naturligt.

Om lösenbelopp skall grundas på värdet av vederlaget till dem som frivilligt överlåtit sina aktier, innebär det att lösenbelopp kommer att indirekt bygga på börsvärde. Det innebär också att lösenbeloppet regelmässigt kommer att understiga företagsvärdet, varigenom alltså moderbolaget systematiskt gynnas. Några skäl som motiverar detta har inte framförts och jag anser för min del att detta är opåkallat.

Tillämpningsområdet för särregeln är begränsat till de fall då tvångsinlösen följt på ett erbjudande till allmänheten varigenom moderbolaget förvärvat minst hälften av sina dotterbolagsaktier. Detta gör tillämpningsområdet mycket begränsat. Det gäller inte alla de fall, när aktier i fåmansbolag blir tvångsinlösta och den gäller inte de vanliga fall där ett börsnoterat företag successivt bygger upp sitt inflytande i ett annat företag. Den gäller slutligen inte heller det andra vanliga fallet i samband med s.k. "take-overs", nämligen där ett företag kort före eller samtidigt med ett erbjudande till allmänheten träffar särskilda avtal med kontrollaktieägare.

Eftersom regelns tillämpningsområde är så begränsat kan det sägas att särregeln är mindre viktig. De få fall, där regeln skulle kunna bli tillämplig är emellertid i sig betydande varför en orättvis regel inte bör kvarstå trots att den sällan kommer till användning. Regelns förekomst i lagen kan dessutom förleda till antaganden om att regeln är viktigare än den är. Vissa tendenser att ge särregeln ett inflytande utöver de fall som den är direkt tillämplig på, har också kunnat förmärkas.

Jag föreslår därför att särregeln upphäves.

## **7.6 Avkastningsvärdet lämplig allmän värderingsnorm**

Jag har undersökt rättsregler i aktiebolagslagen och klarlagt praxis vid aktievärdering i samband med samgåenden mellan företag. Däremot har jag inte kunnat finna någon praxis rörande aktievärdering enligt de andra regler i aktiebolagslagen som kan leda till värderingar, såsom vid hembud och maktmissbruk.

Den regel som jag funnit allmänt tillämpas vid värdering enligt aktiebolagslagen vid samgåenden, nämligen att aktiers värde skall bestämmas som en andel av företagets värde, varvid företagsvärdet utgörs av dess avkastningsvärde, överensstämmer med de regler som Regeringsrätten och Högsta Domstolen tillämpat inom skatterätten.<sup>2</sup> I de senare fallen förekommer dock många och i och för sig praktiskt viktiga undantag, främst med hänsyn till att antalet värderingar är så stort.

Den regel som således allmänt tillämpas i ett fall enligt ABL och som är huvudregel enligt förmögenhetsskattelagen och enligt arvs- och gåvoskattelagen synes mig vara mycket lämplig också vid andra värderingar enligt ABL.

Ett område som ännu inte är aktuellt för bestämmande av lösenbelopp men som eventuellt kan bli det under 1980-talet är värdering av aktier som skall inlösas för det fall att något löntagarkollektiv kommer att bli dominerande aktieägare i ett företag i enlighet med förslag som framlagts under senare år, framför allt av Landsorganisationen och Socialdemokratiska arbetarepartiet. Skulle sådana värderingar bli aktuella, synes det mig som om den nyss angivna värderingsregeln skulle vara ändamålsenlig även för dessa fall.

## 7.7 Vad är rättsfrågor i samband med företagsvärdering?

En allmän fråga som har dykt upp då och då under detta avhandlingsarbete gäller juristens respektive ekonomens roll i värderingssammanhang.

Således förklarade en tysk domstol i ett mål<sup>3</sup> att värderingsfrågan inte var en rättsfråga. Det förefaller som om domstolen haft den uppfattningen att, sedan det väl blivit fastslaget att en värdering skulle ske, var det en rent teknisk fråga att räkna ut ett värde. Så är ju alls inte fallet. Värden kan bestämmas med tillämpning av olika principer. Olika principer kan vara motiverade beroende på syftet med värderingen. Man kan ha olika uppfattning vilken effekt tillämpningen av en viss princip får.

Jag uppfattar det helt klart som en rättsfråga att fastställa vilka normer som skall gälla för en värdering.<sup>4</sup> Detta kan innebära ställningstagande till sådana detaljer som om avskrivningar skall grundas på åter-

<sup>2</sup> Den skatterättsliga undersökning som jag har gjort har jag måst bryta ut ur denna avhandling. Jag avser att publicera denna undersökning separat senare.

<sup>3</sup> OLG Hamm 23.1 1963 s. 73—76 ovan, särskilt s. 75.

<sup>4</sup> Jfr Schmitz s. 51 f.

anskaffningsvärden eller historiska anskaffningsvärden eller om penningvärdeförändringar skall beaktas och i så fall efter vilka principer detta hänsynstagande skall ske. Sedan rättsfrågor av denna art blivit avgjorda, återstår det att tillämpa principerna i det enskilda fallet. Detta kan ibland vara en komplicerad procedur, som kräver stor skicklighet. Detta sistnämnda led i förfarandet uppfattar jag som tekniska frågor, som ofta med fördel utföres av särskilda sakkunniga, vilka sannolikt lämpligen hämtas bland företagsekonomer.

Min uppfattning om vad som är rättsfrågor och vad som är företagsekonomiska frågor innebär inte att inte företagsekonomer kan ha anledning att uttala sig om vilka normer som bör tillämpas. Men då måste man ha klart för sig att ekonomen uttalar sig om en rättsfråga och inte om en fråga som han på grund av sin utbildning som ekonom har särskild kompetens att avgöra.

Det väsentliga i detta påpekande ligger i att jag menar att juristen inte kan skjuta från sig ställningstagande beträffande olika värderingsproblem med den motiveringen att det inte gäller rättsfrågor.

## **7.8 Vilket bidrag till det juridiska vetandet ger denna avhandling?**

Det nya som kommit fram genom denna avhandling är kunskap om hur det av lagstiftaren odefinierade begreppet "verkligt värde" faktiskt har tillämpats i aktiebolagsrättslig praxis.

Ett annat bidrag till kunskap utgöres av iakttagelser om hur rättspraxis faktiskt har kunnat utformas genom avgöranden av skiljemän trots att avgörandena inte offentliggörs. Denna enhetlighet beror säkerligen på att uppdrag som skiljeman eller ombud eller ställföreträdare för part kommit att koncentreras till ett begränsat antal personer. Någon tidigare motsvarande undersökning av hur rättspraxis växer fram inom skiljenämnder är inte känd.

## **7.9 Uppslag till ny forskning**

Liksom all forskning har även detta arbete kanske väckt fler frågor än det har besvarat. (Ju mer man vet, ju mer är det man vet att man inte vet.) Några problem som jag nu finner skulle vara angelägna att studera närmare är följande.

Ett förhållande som skulle vara värt ett studium gäller en bedömning ex post av de lösenbelopp för aktier som fastställts genom olika domar. En sådan studie skulle innebära att de inlösta företagen studerades

exempelvis fem eller tio år efter värderingstidpunkten. Sannolikt skulle då många felvärderingar uppenbaras. Intressant skulle vara att studera omfattningen av dessa felvärderingar liksom om felet vanligen går i samma riktning. En sådan studie skulle innebära stora metodproblem, antar jag. Således ligger det i sakens natur att de inlösta företagen förändras kraftigt åren närmast efter inlösningen. Det blir då mycket svårt att renodla de värdepåverkande förhållanden som förelåg vid inlösnings-tidpunkten från sådant som tillkommit därefter. En effektmätning av detta slag blir huvudsakligen en forskningsuppgift för en företagseko-nom.

Ett annat problem av både ekonomisk och juridisk natur är att studera val av räntesats för diskontering till nuvärde. Som jag framhållit tidigare är det påfallande att stor möda läggs ned på att analysera företaget i och för bestämmande av förväntad normalavkastning. Därefter diskonteras denna avkastning efter en ibland till synes godtyckligt vald räntesats. Detta är desto mera anmärkningsvärt som valet av diskonteringsfaktor är en av de faktorer som kraftigast påverkar slutresultatet. Att denna frågeställning både är juridisk och ekonomisk följer av min uppfattning om vad som är rättsfrågor.

En annan fråga gäller vilka normer som bör tillämpas vid beräkning av skattekostnader och latent skatteskulder. Frågeställningen innefattar både juridiska och ekonomiska problem av betydande svårighetsgrad.

En fråga av helt annat slag som detta avhandlingsarbete väckt utan att besvara gäller vad som lämpligen uppfattas som juridiska problem i förhållande till tekniska problem av ett eller annat slag. Frågan kan uppfattas som filosofisk eller t.o.m. som skolastisk men bör enligt min mening ändå inte avfärdas alltför lättvindigt. Jag föreställer mig att oklarhet i detta avseende kan leda till att även tämligen viktiga frågeställningar blir otillfredsställande behandlade till följd av att frågorna av olika fackmän anses tillhöra någon annans verksamhetsområde.



# Bihang

I detta bihang refereras samtliga för mig vid undersökningstillfället tillgängliga skiljedomar om tvångsinlösen av aktier enligt ABL 1944 som innehåller värderingsresonemang vilka uttryckligen bedömts av skiljemän. I några få fall har otvistiga mål också refererats om parternas argumentation ansetts ha särskilt intresse. Undantag utgör skiljedomarna beträffande Gimo AB och beträffande AB Götaverken, AB Addo och Facit AB. Den förstnämnda återfinns i NJA 1957 s. 1 och de tre sistnämnda återges i bihanget i transumt. Anledningen till att dessa skiljedomar inte endast refereras är i första hand att de har blivit offentliga till följd av att skiljedomarna har klandrats samtidigt som de utgör goda exempel på hur skiljedomar kan utformas. En bidragande orsak till att dessa domar inte bara återges i referatform är att de innehåller många intressanta bedömningar.

Detta innebär att bihanget omfattar referat av 51 skiljedomar. Fall 1—4 avser skiljedomar avkunnade åren 1948—1959, fall 5—21 avser skiljedomar avkunnade åren 1958—1967 och fall 22—51 avser skiljedomar avkunnade åren 1968—1979.

Med hänsyn till att åtskilliga skiljedomar tillhandahållits mig under förutsättning av att de behandlades konfidentiellt har jag anonymiserat samtliga referat.

Tidpunkter i skiljedomarna har angivits i förhållande till det år varunder inlösenförfarandet inletts, vilket år genomgående betecknas  $T_0$ . År som föregår  $T_0$  har betecknats  $T_{-1}$ ,  $T_{-2}$  osv., påföljande år har betecknats  $T_{+1}$ ,  $T_{+2}$  osv. År innebär räkenskapsår. Beteckningarna kan allt efter sammanhanget antingen avse en period eller en tidpunkt, i det senare fallet vanligen periodens utgång. I de fall då oklarhet i detta avseende kan tänkas ha betydelse anges i referaten vad som avses.

Belopp i skiljedomarna uttrycks i index. Då decimaler i allmänhet inte har medtagits uppkommer ibland avrundningsfel.

För att ge en uppfattning om fallets ekonomiska betydelse i absoluta tal anges tvisteföremålets storlek i fyra klasser, nämligen mindre än 1 000 kr, 1 000—99 999 kr, 100 000—999 999 kr samt 1 000 000 kr eller

mer. Tvisteföremålets storlek utgöres av skillnaden mellan moderbolagets och gode mannens yrkanden multiplicerad med antalet minoritetsaktier. I några fall framgår inte samtliga erforderliga data av skiljedomen. Om man ändock med hög grad av säkerhet kan bedöma tvistens omfattning har jag angett intervalluppgift med frågetecken.

I referaten används följande särskilda förkortningar:

M det moderbolag som är i färd med att inlösa aktier

D det dotterbolag vars aktier är föremål för inlösen

Gm av domstol förordnad god man att tillvarata minoritetsaktieägarnas intressen

I referaten har jag inte påpekat sådant som skiljemännen inte uttryckligen behandlat även om frågeställningen kan synas ha legat nära till hands. Inte heller i analysen av skiljedomarna har jag fört implicita resonemang. Jag anser nämligen att sådana resonemang måste bli synnerligen osäkra. Mer eller mindre välgrundade spekulationer har jag bedömt ha ringa intresse.

## Referat av skiljedomar 1948—1957

### Fall 1.<sup>1</sup>

M:s yrkande	125
Gm:s yrkande	Ej bestämt belopp
Övriga yrkanden	677, 27
Skiljemännen	Stamaktier: 300 Preferensaktier 125
Twisteföremålets storlek	Uppgift saknas

Enligt bolagsordningen ägde bolaget inlösa preferensaktierna med 100.

*Minoriteten* förmenade, att värderingen borde ske med hänsyn till D:s ställning vid den tid då M förvärvade aktiemajoriteten samt med hänsyn till att aktieägarna i D "tidigare frivilligt i viss utsträckning avstått från utdelning på sina aktier i syfte att öka (D:s) tillgångar, i följd varav aktiernas nuvarande värde borde anses motsvara inbetalat belopp (200) med tillägg för 5 procent årlig ränta på ränta under 25 år som förflutit sedan D började sin verksamhet". *Moderbolaget* förmenade, att lösesumman borde beräknas med hänsyn till "aktiernas matematiska värde eller det s.k. slaktvärde, som skulle framkomma vid upplösning av bolaget och utskiftning av tillgångarna, varvid med utgångspunkt från detta värde såsom ett maximivärde det verkliga värdet finge bestämmas".

*Skiljemännen*: Lösenbeloppet bör bestämmas på grundval av läget då lösningsanspråket framställdes. Med hänsyn till den begränsade rätt som tillkommer preferensaktierna kan dessas värde icke sättas högre än till 100. På grund av M:s medgivande skall lösenbeloppet emellertid bestämmas till 125 för varje preferensaktie. Att beräkna lösenbeloppet som minoriteten gjort skulle "uppenbarligen medföra ett alltför godtyckligt resultat. Närmare till hands låge att göra en värdering med hänsyn till aktiernas förräntnings- eller avkastningsvärde". D har inte bedrivit någon rörelse under senare år och avsikten är enligt M ej att återupptaga rörelsen. Detta medför att D knappast har något beräkningsbart avkastningsvärde. "Man är därför hänvisad till att bedöma aktievärdet med utgångspunkt från marknadsvärdet av (D:s) nuvarande behållna tillgångar." D:s tillgångar bestod av en industrifastighet, maskiner och inventarier samt fordran å M. Industrifastighetens värde bedömdes av skiljemännen. Maskinerna och inventarierna såldes under målets gång i sin helhet. Beträffande fordran hos M uppgavs att den uppkommit genom

<sup>1</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12 och 13.

uppgörelser varvid M tillämpat skäliga prissättningar och M icke tillgodogjort sig några som helst förmåner på D:s bekostnad. Från fordran skulle enligt M avdragas en skatt som M erlagt för D:s räkning, den utskiftningskatt som skulle komma att utgå vid D:s upplösning samt vederlag för att M befriat D från viss skyldighet gentemot en kommun att återställa ett vattenområde vid utgången av ett långfristigt arrende genom att M garanterat kommunen vissa skatte- och andra inkomster. Skiljemännen godtog avdrag för den erlagda skatten. Beträffande utskiftningskatten förklarade skiljemännen det vara ovisst när skyldighet att erlagga den kunde aktualiseras och enär det var anledning förvänta, att utskiftningskatten inom icke avlägsen framtid skulle komma att höjas upptog skiljemännen utskiftningskatten till 5/6 av nominellt belopp. Vad slutligen gällde vederlag för M:s åtagande gentemot kommunen ansåg skiljemännen anledning föreligga att antaga, att M oberoende av garantin skulle få ha vidkänts dessa utgifter varför minoritetsaktieägarna i D icke skäligen borde belastas med någon del därav. Lösenbeloppet per stamaktie fastställdes så till 300.

#### Fall 2.<sup>2</sup>

M:s yrkande	200
Gm:s yrkande	1 086
Skiljemännen	620
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

*Moderbolaget* anförde, att D icke bedrev egen rörelse utan utarrenderade sina fastigheter och industrianläggningar till M. Det skulle då vid fastställande av aktievärdet vara befogat utgå från aktiernas matematiska värde enligt bokföringen. Då D enligt M:s mening icke ägde fri avskrivningsrätt och saknade omsättningstillgångar bakom vilkas bokföringsmässiga värde eventuellt kunde ligga dolda reserver, vore det matematiska värdet enligt bokföringen speciellt tillämpligt i förevarande fall. Det vore icke möjligt att fastställa något bruksvärde enär en sådan värdering icke borde avse bruksvärdet med D såsom en till M ansluten del utan borde avse D som en fristående och ensam arbetande enhet. För sistnämnda fall skulle man närmast komma fram till ett fastställande av ett eventuellt realisationsvärde å företaget. M uppgav att M:s arrendeavgift till D bestämdes så att den täckte D:s skatter, avskriv-

<sup>2</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.6.

ningar och utdelning motsvarande 5 % å aktiekapitalet. Med dessa utgångspunkter ansåg M aktiernas verkliga värde vara 127 men M var villigt inlösa aktierna till 200.

*Gode mannen* hade icke något att erinra mot att det matematiska värdet lades till grund för beräkningen av aktiernas värde men det skulle icke bestämmas efter de i balansräkningen upptagna värdena utan efter bruksvärdet. Gm angav vissa värden som motsvarade ett "matematiskt värde" av 1 086.

*Skiljemännen* fastställde lösenbeloppet till 620 kronor utan angivande av beräkningsgrund.

### Fall 3.

M:s yrkande		20
Gm:s yrkande	minst	100
Skiljemännen		20
Tvisteföremålets storlek		1 000—99 999 kr

Skiljenämndens majoritet utgick i sina domskäl från att redovisad vinst de 10 senaste åren understigit den företrädesrätt till utdelning som preferensaktierna var berättigade till. Nödlidande utdelning till preferensaktieägarna uppgick till så stort belopp att stamaktieägarnas möjlighet att inom överskådlig framtid erhålla utdelning måste bedömas som ringa. — Vid beräkning av likvidationsvärdet måste hänsyn tagas inte blott till bolagets pensionsförpliktelser och till de belopp som preferensaktieägarna ägde rätt till, nämligen dessa aktiers nominella värde och nödlidande utdelning, utan också till ovissheten om vad en försäljning av fastigheter, maskiner, inventarier och varulager kunde beräknas inbringa vid likvidation.

Skiljemännens majoritet fann, att oavsett om värderingen skulle bygga på värdet den dag då skiljeförfarandet inleddes av moderbolaget eller på nuvärdet (av vad?), detta värde icke översteg vad moderbolaget förklarade sig villigt utge.

Skiljenämndens ordförande kom till samma domslut som majoriteten men med en utförligare motivering. Han fann aktierna sakna avkastningsvärde på grund av preferensaktieägarnas rättigheter. Ordföranden försökte bestämma ett likvidationsvärde, dock summariskt med hänsyn till tvistens ringa storlek. Fastigheter upptogs till taxeringsvärde, medan M yrkat att värdet skulle anses vara halva taxeringsvärdet för några och bokförda värdet, lägre än taxeringsvärdet, för andra samt Gm yrkat

att brandförsäkringsvärdet skulle vara avgörande. Ordföranden grundade sin uppfattning på att utredning icke förebragts om annat värde.

I brist på utredning bestämde ordföranden värdet av maskiner och inventarier till bokförda värdet. Viss del av dold reserv i förråd samt hel- och halvfabrikat beräknades kunnat återvinnas, varvid enligt påstående av Gm avdrag icke skulle göras för skatter (förmodligen på grund av att dessa skatter borde avräknas mot skattebesparing som kunde göras med avseende på icke bokförda pensionsförpliktelser). Ordföranden räknade icke med någon särskild goodwill. Pensionsförpliktelser borde medräknas vare sig det fanns juridiskt bindande utfästelser eller inte förutsatt att det åtminstone existerat en ”moralisk förpliktelse” den dag skiljeförfarande inleddes. Likvidationskostnader skulle beaktas.

#### Fall 4.<sup>3</sup>

M:s yrkande	300
Gm:s yrkande	750
Skiljemännen	420
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

Parterna enades om att vid värderingen utgå från bolagets redovisade egna kapital senaste balansdag med tillägg i huvudsak för dolda reserver. Dold reserv i varulager beräknades som skillnaden mellan återanskaffningsvärdet och bokförda värdet, dold reserv i fastighet, maskiner och inventarier som skillnaden mellan värdet enligt föreliggande avskrivningsplan respektive enligt särskild värdering och bokförda värdet. Enligt *moderbolaget* skulle avdrag ske med beräknad inkomstskatt å dolda reserver samt viss icke redovisad provisionsfordran samt  $\frac{1}{3}$  av beräknad utskiftningsskatt.

*Gode mannen* ansåg, att inkomstskatt endast skulle beräknas å dolda reserver men icke å provisionsfordran, att hänsyn till utskiftningsskatt icke skulle tagas alls samt att ett goodwillvärde motsvarande tre årsvinster finge anses vara för handen. Som stöd för sin uppfattning i fråga om inkomstskatten åberopade Gm att M kunde genom nedskrivning å varulagret undanskjuta skattebelastningen i varje fall till viss del.

*Moderbolaget* anförde som stöd för sin uppfattning i fråga om utskiftningsskatten Riksskattenämndens praxis då det gällde fastställande av förmögenhetsvärdet av aktier. M bestred att hänsyn skulle tagas till

<sup>3</sup> Fallet behandlas särskilt unedr avsnitt 5.2.9.

något goodwillvärde när bolagets rörelse berodde på agenturer vilka endast löpte tills vidare samt när agenturerna var helt beroende på den nuvarande företagsledarens person.

*Skiljemännen* fann att "vid värderingar av ifrågavarande art hänsyn bör tagas till all den inkomstskatt, som hänför sig till icke skattemässigt redovisad vinst och ävenledes ett visst beaktande av utskiftningskatten rimligtvis bör ske". Substansvärdet blev då 320. *Skiljemännen* fann vidare att visst goodwillvärde utöver substansvärdet måste åsättas aktierna. Vid goodwillberäkningen gjordes avdrag för inkomstskatt. Bolagets goodwill ansågs motsvara två årsvinster. Lösenbeloppet fastställdes till 420.

## Referat av skiljedomar 1958—1967

### Fall 5.<sup>4</sup>

M:s yrkande	250
Gm:s yrkande	800
Övriga yrkanden	700/750/800
Skiljemännen	350
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr

Skiljemännen konstaterade att värderingen skulle ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier. M hävdade, att försäljningsvärdet skulle beräknas som ett avkastningsvärde, dvs. det kapitaliserade värdet av den utdelning som aktien skäligen kunde antagas lämna under bolagets fortsatta verksamhet. ”Värderingen borde ske såsom för ett fullt självständigt företag med en verksamhetsform som i det väsentliga motsvarade den nuvarande. (D:s) koncerngemenskap med (M) borde alltså icke få inverka vid bedömningen av bolagets framtidsutsikter.”

Minoritetsaktieägarna hävdade att även andra omständigheter än avkastningsvärdet borde beaktas, såsom att D:s anläggningar vore synnerligen förmånligt belägna vid en omlastningspunkt mellan de mellan-svenska malmfälten och de utländska kolleverantörerna, att det redan funnes grunden till den arbetarstam som en blivande producent vore hänvisad att taga hänsyn till, att D vore synnerligen väl konsoliderat, att D i hög grad vore en basindustri och hade en i förhållande till sitt produktionsvärde låg lönesumma. Gm framhöll dessutom som värdeförhöjande faktorer, att D hade en nästan ny masugn, ett nytt kraftverk, en ny ångpanneanläggning, en ny vattenledning och ett nästan nytt koksverk. Gm uttalade även att det förhållandet, att M förvärvat D för genomförande av sitt stora utbyggnadsprogram ofrånkomligt visade, att D med industrimark, hamn och välkvalificerad arbetskraft hade stora utvecklingsmöjligheter. En minoritetsaktieägare yttrade, att ”det måste vara en felsyn att påstå att den koncerngemenskap mellan (M och D) som tillskapats för ett uppnående av bättre koncernresultat skulle anses som obefintlig”.

M anförde att det två år före påkallande av inlösen förvärvat aktiemajoriteten i D från ett börsnoterat investmentbolag till ett pris av 250.

<sup>4</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.1, 2, 6, 8 och 10.



D hade vid den tiden varit ett börsnoterat bolag. Både säljaren och köparen vore företag, vilkas kvalifikationer att genomföra en affär av detta slag icke syntes kunna ifrågasättas. Med hänsyn till dessa omständigheter vore det klart, att frågan om aktiernas värde från båda parternas sida blivit föremål för såväl sakkunnig som omsorgsfull prövning. När förvärvet ägde rum kunde konjunkturerna betecknas som i stort sett goda. Den erlagda köpeskillingen utgjorde alltså den starkast tänkbara presumtion för att aktierna då haft ett värde av 250. Att värdet numera skulle vara högre kunde med fog göras gällande endast om det kunde påvisas, att det efter nämnda tidpunkt tillkommit omständigheter som gäve grundad anledning att räkna med en bestående ökning av den framtida, på lång sikt utfallande nettovinsten. Några sådana förändringar hade emellertid icke inträffat.

M åberopade en av bolaget verkställd beräkning av aktiernas nuvarande och framtida avkastningsvärde på grundval av justerade resultat för  $T_{-1}$ — $T_{-3}$ . Den erhållna medelnettovinsten för dessa 3 år hade sedan nedräknats med visst belopp, enär man enligt M:s mening vid en långsiktig framtidsbedömning icke borde räkna med större genomsnittlig produktion och avsättning än som motsvarade 90 % av maximal produktionskapacitet. Efter avdrag för inkomstskatt erhöles en viss sannolik uthållig årsvinst. Slutligen kalkylerades med fondering av en tredjedel av årsvinsten och utdelning av två tredjedelar samt med en kapitalisering efter 5 %. Slutresultatet blev ett aktievärde av omkring 250. Alternativt påstods att man borde bortse från viss tillverkning, vars framtidsförutsättningar kunde väntas bli försämrade, varvid aktievärdet blev omkring 230.

Minoritetsaktieägarna invände i första hand att beräkningarna borde utgå från rörelseresultatet perioden  $T_0$ — $T_{-2}$ .  $T_{-3}$  hade varit ett ovanligt dåligt år medan perioden  $T_0$ — $T_{-2}$  innefattade ett svagt, ett medelgott och ett mycket gott år. Gm hävdade att om man räknade med fondering av så mycket som en tredjedel av nettovinsten, borde utdelningsbeloppet kapitaliseras efter 4 % i stället för efter 5 %.

*Skiljemännen* fann, att värdet av aktierna i ett företag av D:s typ i princip borde beräknas efter förräntningen, ”dvs. till det belopp en köpare av hela aktiestocken, som önskar skäligen avkastning på sina pengar, kan antagas vara villig att betala”. Först måste då avgöras vilken vinst rörelsen på längre sikt kunde komma att lämna. ”Självfallet måste därvid tagas hänsyn bl.a. till sådana omständigheter som förmånligt läge, tillgång till yrkesmässig arbetskraft, god konsolidering och modern ut-

rustning. Att tillmäta dylika omständigheter något egenvärde utöver vad de må betyda som vinstpåverkande faktorer finna skiljemännen däremot icke befogat.”

Vad angick frågan om betydelsen av koncerngemenskapen mellan M och D fann skiljemännen att avräkningar mellan bolagen skett efter samma principer både före och efter M:s förvärv av aktiemajoriteten. ”I den mån koncerngemenskapen i övrigt kan ha påverkat D:s vinstmöjligheter måste detta ha avspeglat sig i bolagets rörelseresultat.”

Därefter konstaterade skiljemännen att en bedömning av vinstkapaciteten på grundval av prognoser blev så osäker att resultatet icke kunde betraktas som tillförlitligt. Till grund för värderingen borde därför i stället läggas medeltalet av faktiska rörelseresultat under ett antal år. Vid val av jämförelseperiod ansåg skiljemännen att man skulle bortse från resultatet för år  $T_{-3}$ . Då ökades nämligen produktionskapaciteten med cirka 30 %. Detta innebär att D måste betraktas som ett annat företag efter denna investering. Ej heller borde resultatet för år  $T_0$  tagas med i beräkningarna. Dels var detta årsresultat ej känt vid den tidpunkt till vilken värderingen i princip bör hänföra sig, dvs. då begäran om inlösen av aktierna framställdes. Dels rådde under år  $T_0$  en utpräglad högkonjunktur. Skiljemännen stannade därför att basera beräkningarna på åren  $T_{-1}$ — $T_{-2}$ . Justerad medelvinst för dessa båda år beräknades. Efter avdrag för skatt, som skulle beräknas till 57 %, gjordes kapitalisering efter 7½ %, vilket gav ett avkastningsvärde av 348,55. Slutligen diskuterade skiljemännen bevisvärdet av att moderbolaget faktiskt köpt aktiemajoriteten för 250 av en kvalificerad säljare. Det saknades anledning att antaga annat än att aktiepriset år  $T_{-2}$  bestämdes på grundval av affärs-mässiga bedömanden. Det kunde förutsättas att hänsyn även tagits till dotterbolagets förmånliga läge, goda tillgång till arbetskraft och jämförelsevis moderna utrustning. Goda skäl kunde sålunda anföras för att betrakta det pris som M erlade år  $T_{-2}$  som en riktig mätare på aktiernas värde vid tidpunkten i fråga. Emellertid hade D sedan dess genomfört betydande konsolideringar och investeringar. Det måste förutsättas att det kapital som sålunda ytterligare nedlagts i företaget skulle lämna minst samma förräntning som tidigare investerat kapital.

Substansvärdet beräknade skiljemännen — utan att i domen redovisa hur detta skett — efter avdrag av latent inkomstskatteskuld å dolda reserver men utan avdrag för beräknad utskiftningskatt till ungefär 350.

Sedan skiljemännen alltså bestämt avkastningsvärdet till 348,55 och substansvärdet till 350, fastställdes lösenbeloppet till 350.

## Fall 6.<sup>5</sup>

M:s yrkande	”skäligt belopp”
Gm:s yrkande	140
Skiljemännen	Stamaktier 89 Preferensaktier 107
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

*Skiljemännen* förklarade inledningsvis: ”Med en akties verkliga värde enligt 223 § aktiebolagslagen torde avses den på aktien enligt bolagsordningen belöpande andelen i den köpeskilling, en köpare med full kännedom om bolagets ställning och resultat normalt skulle vilja betala för hela aktiestocken vid tiden för inlösningen. Vid beräkningen av det pris, en köpare vill betala för en aktiestock, utgår han regelmässigt från vad han under intryck av konjunkturerna vid köpet tror sig kunna utvinna ur aktiestocken antingen i form av framtida förräntning å kapitalplaceringen eller i form av återbekommet kapital. Härav torde följa, att storleken av lösenbeloppet måste bestämmas med utgångspunkt från det högsta av aktiestockens förräntnings- eller avvecklingsvärden. Förräntningsvärdet utgör det kapitaliserade värdet av den genomsnittliga utdelning å aktiestocken, som kan förväntas i framtiden. Avvecklingsvärdet motsvarar det belopp, som skulle kunna utskiftas vid en upplösning av bolaget.”

D:s verksamhet avsåg skogsbruk, produktion av elektrisk kraft samt industriell tillverkning. Till grund för skogsvärderingen lade skiljemännen den årliga nettoavkastningen av skogen. De konstaterade att räntan för bundna lån mot säkerhet av inteckning i skogsfastigheter i medeltal låg på 6 % varför avkastningen borde kapitaliseras efter minst 6 %. På grund av gällande lagstiftning och andra omständigheter syntes ett skogskomplex av här ifrågasvarande storleksordning knappast kunna avyttras till annan köpare än ett aktiebolag. Hos en sådan ägare reducerades den ”beskattningsbara årliga vinsten med skatter om ca 57 %”. ”Den del av avkastningen, som vid normal finansiering icke åtgår för täckande av räntor, vilka är avdragsgilla vid taxeringen, bör följaktligen reduceras med 57 % före kapitaliseringen.” ”En köpare som icke drabbas av bolagsskatt torde däremot vid bedömande av köpeskillingen kapitalisera hela avkastningen efter 6 %.” ”Då man icke helt kan bortse från möjligheten, att skogarna skulle kunna förvärvas av köpare, som icke drabbas av bolagsskatt, bör enligt skiljemännens mening försäljningsvärdet för desamma bestämmas till det ungefärliga medeltalet av de båda för-

<sup>5</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.1.

utnämnda värdena." Från det beräknade försäljningsvärdet gjorde skiljemännen fullt avdrag för den inkomstskatt som en försäljning skulle ge upphov till.

D:s vattenfall ansågs kunna uppskattas till deras taxeringsvärde. D:s industrirörelse var förlustbringande, varför en köpare av aktiestocken måste räkna med att snarast möjligt avveckla denna. Därvid måste man räkna med mycket låga försäljningsvärden på tillgångarna och betydande avvecklingskostnader. De senare uppskattades till ersättningar till tjänstemän ungefär motsvarande en halv årslön, ersättningar till arbetare, ungefär motsvarande 3 månaders lön, samt driftsförlust under avvecklingen motsvarande ungefär  $\frac{1}{3}$  av genomsnittsförlusten under senare år. Till detta lades diverse kostnader.

På angivna grunder beräknades hela aktiestockens avvecklingsvärde efter avdrag för inkomstskatt med 57 % samt utskiftningsskatt med 40 %. Härifrån avgick nominella beloppet å preferensaktiekapital jämte eftersläpande utdelning, varefter återstoden fördelades på stamaktierna.

#### Fall 7.

M:s yrkande		175
Gm:s yrkande	icke lägre än	225
Parterna enades om		210
Skiljemännen fastställde		210
"Tvisteföremålets" storlek		1 000—99 999 kr

M ingav en omfattande utredning avseende aktiernas förräntningsvärde. Redovisade nettovinster för perioden  $T_{-1}$ — $T_{-8}$  hade omräknats. Medelnettovinsten hade justerats med hänsyn till omständigheter som kunde beräknas påverka det framtida rörelseresultatet. Den sålunda beräknade framtida nettovinsten hade kapitaliserats efter  $7\frac{1}{2}$  %. Värdet blev då 191. Reduktion borde ske med hänsyn till att beräkningarna byggt på att någon fortlöpande prisstegring inte komme att äga rum framledes samt med hänsyn till konjunkturutveckling.

Gm anförde att en avvägning borde ske mellan ett förräntningsvärde och ett substansvärde. Gm beräknade substansvärdet till 277. Mot M:s beräkning av förräntningsvärdet hade Gm icke annan erinran än att han inte kunnat bedöma riktigheten av angiven storlek av återanskaffningsvärdena för D:s anläggningar. Gm ifrågasatte också om icke kapitaliseringen av nettovinsten borde ske efter 7 eller  $6\frac{1}{2}$  %.

Parterna förliktes.

## Fall 8.<sup>6</sup>

M:s yrkande	240
Gm:s yrkande	ej preciserat
Vissa minoritetsaktieägare	300—660
Skiljemännen	270
Twisteföremålets storlek	uppgift saknas

Skiljemännen lät värdera D:s fastighet (belägen vid en huvudgata i Stockholm). Bokfört värde 74, taxeringsvärde 80, värde enligt expropriationstekniker 133.

Avkastningsvärde hade beräknats på grundval av resultaten perioden  $T_{-5}$ — $T_0$ . Skatt beräknades till 56 %. Kapitaliseringsfaktorn 7 % användes. Som ett alternativ avskilde skiljemännen fastigheten från avkastningsvärderingen och lade fastighetens "substansvärde" till avkastningsvärdet. Därvid beaktades att vinst vid fastighetsförsäljning inte skulle bli föremål för inkomstbeskattning men att aktieägarna näppeligen skulle kunna utfå denna vinst utan erläggande av utskiftningsskatt. Substansvärde grundat på balansräkning per ultimo  $T_0$  beräknades, varvid inkomstskatt beräknades till 56 %.

Full utskiftningsskatt hade beräknats även vid den rena substansvärderingen. Detta syntes, enligt skiljemännen, överensstämma med grunderna för NJA 1957 s. 1. De sålunda beräknade värdena hade vägts mot varandra (i domen anges inte värdena eller hur vägningen tillgång) varvid värdet kunnat uppskattas till 208. Om utskiftningsskatt "i enlighet med riksskattenämndens principer" beräknades till endast en tredjedel av beloppet beräknades värdet till 236.

Skiljemännen prövade och fann att affärstransaktioner mellan M och D varit affärsmässiga varför inte några otillbörliga överföringar hade skett.

M hade erbjudit ett belopp av 240 eller således mera än vad skiljenämnden i och för sig kommit fram till. Detta kunde, som Gm påpekat, bero på att förvärvet av konkurrentföretaget D innebar vissa svårigen uppskattbara fördelar för M dels genom att en konkurrent bortföll, dels genom att samarbetet möjliggjorde en ekonomisk organisation i följd varav det framtida resultatet kunde väntas förbättrat. Skiljemännen stannade därför vid att lägga det erbjudna kontantpriset till grund för värderingen, vartill borde läggas kompensation för skälig förräntning i

<sup>6</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.13.

tiden sedan anbudet lämnades. Lösenbeloppet borde därför bestämmas till 270.

### Fall 9.<sup>7</sup>

	stamaktier	preferensaktier
M:s yrkande	126	292
Gm:s yrkande	200	440
Skiljemännen	150	350
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr	

*Moderbolaget* åberopade en revisorsutredning, vari ordagrant återgavs vad som citerades ovan av skiljedomen i fall 6. Därefter anförde revisionsbyrån:

”Med avvecklingsvärde kan i förevarande fall icke avses det värde, som skulle erhållas vid en försäljning av bolagets rörelse med tillgångar och skulder för fortsatt drift. Vid en sådan försäljning skulle köpeskillingen i normala fall komma att bestämmas av rörelsens räntabilitet, och det aktievärde, som beräknas utifrån en sådan förutsättning, blir i själva verket ett förräntningsvärde reducerat med utskiftningsskatt. Avvecklingsvärdet måste i detta fall avse det aktievärde, som skulle framkomma vid ett definitivt nedläggande av driften och en upplösning av bolaget. En beräkning av ett sådant avvecklingsvärde är självfallet mycket vanskelig. Det torde icke ens med hjälp av expertis på olika områden finnas möjlighet att med någon större grad av säkerhet bedöma den köpeskillning, som skulle kunna erhållas för industrianläggningarna, eller de avvecklingskostnader, som skulle uppstå. Avvecklingsvärdet måste därför bli av hypotetisk karaktär. Då verksamheten i detta fall lämnar en icke obetydlig verklig nettovinst, som synes innebära en relativt acceptabel förräntning av det investerade kapitalet, kommer förräntningsvärdet att vila på ett realistiskt underlag, som icke kan vara behäftat med större felkällor, och framstår en avveckling av företaget i och för sig som verklighetsfrämmande, varför en tänkt sådan näppeligen kan läggas till grund för en bedömning av aktiernas verkliga värde.”

*Gode mannen* anförde, med vitsordande av att en beräkning av avvecklingsvärde är vanskelig och att en tillämpning av denna metod i förevarande fall vore verklighetsfrämmande, att ett renodlat förräntningsvärde kunde bli orättvist för minoritetsaktieägarna, då verkliga värdet av aktierna i själva verket utöver bolagets förräntningsmöjligheter inrymde moment, som påverkade värderingen till förhöjning av aktievärdena,

<sup>7</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.1.

exempelvis bristen på realvärdesmaterial, goda nya placeringsobjekt och det snabbt sjunkande penningvärdet.

Revisionsbyrån beräknade skogsfastigheternas värde enligt samma metod som i fall 6 ovan. Dold reserv i kraftverk efter avdrag för skatt beräknades liksom motsvarande i fråga om industrifastigheter. För maskiner och inventarier angavs återanskaffningsvärdet vid utgången av år  $T_{-1}$ . Med hänsyn till maskinernas förslitningsgrad och ålder beräknades bruksvärdet till 25 % av detta återanskaffningsvärde. Härtill lades nyanskaffningar under åren  $T_0$  och  $T_{+1}$  minskade med 8 % årlig avskrivning, vilket gav bruksvärdet vid utgången av  $T_{+1}$ . Realisationsvärdet minskat med nedmonterings- och transportkostnader beräknades till det bokförda värdet. Vidare beräknades dold reserv i varulager samt nuvärdet av konjunkturutjämningsavgifter och av till M överförda vinstmedel. Efter avdrag för avvecklingskostnader, tillägg för nettovinst år  $T_{+2}$  och avdrag för utskiftningsskatt beräknades avvecklingsvärdet per ultimo  $T_{+2}$  vilket belopp med hänsyn till att i verkligheten en utskiftning torde kunna ske först successivt under loppet av ett par år borde reduceras med 5 % för att motsvara nuvärdet per ultimo  $T_{+2}$ .

*Gode mannen* beräknade värdet av skogsfastigheter till ett ungefär dubbelt så stort belopp som revisionsbyrån. Realisationsvärdet av maskiner och inventarier borde sättas till bruksvärdet vid utgången av  $T_{+1}$  utan avdrag. Gm gjorde avdrag för inkomstskatt å dolda reserver och utskiftningsskatt.

Den av *moderbolaget* åberopade revisorsutredningen innehöll vidare en beräkning av förräntningsvärdet på grundval av redovisade nettovinster för  $T_0$  och  $T_{+1}$  med omräkning beträffande bl.a. avskrivningar, förändringar i varulagerreserv och vinstöverföringar till M. En beräknad årlig utdelning hade därefter i enlighet med bolagsordningens bestämmelser fördelats mellan olika aktieserier. Slutresultatet efter diskontering till nuvärde efter 7 %, blev ett värde per ultimo  $T_{+2}$  av 293, 260, resp. 125 för aktier av olika serier.

*Gode mannen* hade i och för sig inte någon erinran mot den verkställda värderingen ur räntabilitetssynpunkt men hävdade att lösenbeloppet för minoritetsaktierna skulle bestämmas med utgångspunkt från medeltalet av M:s inköpspris för aktier i D under  $T_{+1}$  eller 454. Inköpspriset skulle justeras för fondemissioner vartill skulle läggas ett "förräntningsvärde" om 25 % av aktievärdet, motsvarande vad aktieköpare ville betala i förhoppning om kommande ökande utdelningar på aktierna. Värdet på stamaktierna uppskattade sålunda Gm till 200. För preferensaktierna skulle tillkomma värdet av eftersläpande utdelningar. Om

avvecklingsvärdet skulle läggas till grund för lösenbeloppet skulle det icke understiga 244 för stamaktierna och för preferensaktierna dessutom värdet av eftersläpande utdelningar.

*Skiljemännen* uttalade, att parterna syntes vara ense om att en beräkning av avvecklingsvärdet i förevarande fall måste grundas på verklighetsfrämmande och godtyckliga antaganden. I fråga om beräkningen av förräntningsvärdet i den av M åberopade revisorsutredningen syntes några erinringar icke kunna göras mot tillämpningen av metoden. ”En viss osäkerhet måste emellertid vidlåda även resultatet av denna metod. Delade meningar kunna således råda angående avskrivningsberäkningarna och kapitaliseringsprocenten.”

Skiljemännen konstaterade så att M under  $T_{-2}$ — $T_{+2}$  köpt aktier i D till priser som översteg de aktievärden som framkommit enligt de beräkningar som verkstälts med användande av förräntningsmetoden. M hade framhållit att förvärven icke kunde anses representativa, emedan det varit fråga om ströförvärv av aktieposter om högst 50—60 aktier, varvid M även tagit hänsyn till önskvärdheten av att om möjligt undvika ett inlösningsförfarande med de därav följande kostnaderna. Skiljemännen noterade, att inköpspriserna visat en klart stigande tendens. Med hänsyn till M:s inköpspriser för aktier i D och med beaktande jämväl av resultatet enligt förräntningsmetoden fastställdes lösenbeloppet till 150 för stamaktie och 350 för preferensaktie B.

#### Fall 10.

M:s yrkande	230
Gm:s yrkande	ej bestämt belopp
Övriga yrkanden	1 000
Skiljemännen	255
Tvisteföremålets storlek	uppgift saknas

*Skiljemännen* förklarade att lösenbeloppet måste bestämmas med utgångspunkt från det högsta av aktiestockens förräntnings- eller avvecklingsvärden. Parterna var ense om att lösenbeloppet skulle beräknas per ultimo  $T_{+2}$  och med utgångspunkt från avvecklingsvärdet. Värdet av en fastighet bestämdes efter särskild värdering. Aktier i dotterbolag till D uppskattades av M till ett belopp, som man faktiskt varit villig acceptera som köpeskillning. Minoritetsaktieägarna ansåg denna värdering som alltför försiktig och påpekade att det egna kapitalet enligt en samman-



dragsbalans för dotterbolagen uppgick till nästan fyra gånger ifrågavärande belopp. Skiljemännen fann, att dotterbolagens resultat under flera år varit svaga vilket tydde på att deras rörelse borde avvecklas. Vid en sådan avveckling måste man räkna med realisationsförluster å fastighet och maskiner samt med avvecklingskostnader. Därför kunde aktierna i dotterbolagen icke värderas till högre belopp än av M medgivna.

En köpare av aktiestocken ”måste vid en likvidation räkna med att icke kunna utfå överskottet utan avdrag för utskiftningsskatt, (eller — i den mån vinstutdelning göres — utan att bli skattskyldig för lyft utdelning). Att dotterbolagets styrelse i detta fall föreslagit nästkommande ordinarie bolagsstämma att besluta en utdelning av 150, synes icke föranleda till att avsteg tages från nämnda värderingsprincip”. Efter avdrag för full utskiftningsskatt bestämdes så lösenbeloppet till 255.

#### Fall 11.<sup>8</sup>

	stamaktier	preferensaktier
M:s yrkande	180	200
Gm:s yrkande	ej bestämt belopp	
Skiljemännen	180	210
Tvisteföremålets storlek	uppgift saknas	

Parterna var ense om att värdet skulle fastställas per utgången av det år varunder inlösenförfarandet inleddes. Gm yrkade att M skulle förpliktas utgiva ränta efter 6 % å lösenbeloppet från värderingstidpunkten till likviddagen. M bestred ränteyrkandet och medgav i och för sig ränta efter 5 % från dagen för skiljedoms meddelande.

Skiljemännen granskade en sammanställning över M:s samtliga köp av aktier i D med uppgift om inköpstid och -pris och konstaterade att M:s yrkande i tvisten tämligen väl anslöt sig till vad man betalat vid inköp av större aktieposter och att M erlagt högre pris endast för ett fåtal aktier. M förklarade på fråga av skiljenämnden att man aldrig haft för avsikt att likvidera D eller att låta D uppgå i M genom fusion.

Skiljemännen gillade parternas mening att värderingen av aktierna borde hänföra sig till utgången av det år då inlösningsförfarande inletts.

*Gode mannen* ansåg det i föreliggande fall vara riktigast att värdera aktierna efter avkastningsmetoden. Man borde emellertid icke utgå från

<sup>8</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.13.

den effektiva medelvinsten i genomsnitt under ett visst antal år av förfluten tid utan beräkna den avkastning som skulle kunna erhållas efter en fullständig utbyggnad av fallhöjden i en modern kraftstation. Om aktievärdet skulle beräknas efter det matematiska värdets metod ansåg Gm att avdrag icke skulle göras för inkomstskatteskuld då det var uppenbart att D icke skulle upplösas genom likvidation utan bestå såsom självständigt rättssubjekt. Avdrag skulle ej heller göras för mer än  $\frac{1}{3}$  av utskiftningsskatten.

*Moderbolaget* ansåg också att värderingen måste ske efter avkastningsmetoden. För en dylik värdering fanns inga andra säkra hållpunkter än de verkliga vinsterna under gången tid. Om värderingen skulle ske efter det matematiska värdets metod var frågan om utskiftningsskatt och inkomstskatteskuld avgjord genom NJA 1957 s. 1. Enligt M kunde man i fråga om utskiftningsskatten inte frångå HD:s avgörande på grund av vad Riksskattenämnden uttalat i ett av Gm åberopat meddelande. Principerna i skattemål är ej tillämpliga på civilrättsliga avgöranden. För övrigt säger Riksskattenämnden, att hel utskiftningsskatt skall beräknas, om det är anledning tro, att bolaget skall upplösas genom likvidation. Avdrag med hel skatt är därför befogat även med stöd av nämndens uttalande, om det tolkas rätt.

*Gode mannen* genmälde, att antingen kommer M att låta D bestå och då blir det ingen utskiftningsskatt eller också kan M övertaga D genom fusion och då blir det heller ingen utskiftningsskatt.

*Moderbolaget* framhöll, att i händelse av fusion måste M övertaga ansvaret för D:s latent skatteskulder.

*Gode mannen* medgav att det visserligen i och för sig var riktigt men skulden behöver inte betalas, så länge M driver sin rörelse i normal omfattning.

*Skiljenämnden* konstaterade vid syn att av konsult upprättad beskrivning och värdering av kraftstationen var riktig. Nämnden godtog också av konsult utförd värdering av distributionsnät. Framför allt med hänsyn till tvisteföremålets relativt obetydliga värde fann sig skiljenämnden icke böra föranstalta om en ny värdering av råfallet med utgångspunkt från dess fullständiga utbyggande i en ny kraftstation. Härtill medverkade de för nämnden kända svårigheterna att genom en sådan utredning få fram ett användbart resultat. Värdet av råfallet, utbyggt i en ny kraftstation, blev nämligen beroende av flera okända faktorer, exempelvis tidpunkten för utbyggnaden, kostnaden för utbyggnaden, den omfattning i vilken ovanför liggande sjöar komme att regleras, kostnaden för regleringarna, huruvida den nya stationen skulle vara ett toppkraftverk eller bottenkraft-

verk samt sist men icke minst, möjligheterna att erhålla vinstgivande avsättning för överskottskraften. Kraftproduktionen i en ny station kunde antagas bli åtminstone tio gånger den kraftmängd som alstrades vid den nuvarande stationen och skulle under alla omständigheter komma att vida överstiga behovet inom nuvarande distributionsområde.

Skiljemännen stannade för att värdera aktierna uteslutande enligt avkastningsprincipen. Aktiernas substansvärde skulle nämligen bli så högt, att normal avkastning icke kunde erhållas på kapitalet. Detta gällde redan om detta beräknades enligt principer vartill M anslutit sig och än mera om, såsom Gm yrkat, avdrag helt eller delvis skulle vägras för inkomstskatteskuld och utskiftningsskatt.

Skiljemännen hade därefter att bedöma huruvida avkastningsvärdet skulle bestämmas med ledning av D:s korrigerade rörelseresultat under gången tid, respektive genomsnittet under ett visst antal år, med eller utan uteslutande av bästa och sämsta år, eller om värdet, såsom Gm yrkat, skulle bestämmas med utgångspunkt från ett framtida, mera rationellt utnyttjande av bolagets vattenkrafttillgångar. Enär säkra hållpunkter saknades för bedömning av den avkastning som skulle kunna erhållas efter utbyggnad i en ny station fann nämnden det icke finnas någon annan möjlighet att i princip beräkna värdet annat än med ledning av gångna års resultat. Därvid användes medelvinsten under den femårsperiod som gått till ända år  $T_0$  med uteslutande av bästa och sämsta år.

Slutligen behandlade skiljenämnden frågan om val av procentsats efter vilken kapitalisering skulle ske. En av M i målet anlita revisor hade i sin utredning använt 6%. På av nämnden gjord förfrågan om anledningen till att revisorn använt en så förhållandevis hög kapitaliseringsfaktor hade denne uppgivit att han icke tagit hänsyn till aktuellt ränteläge utan endast utgått från att 6% är den avkastning som enligt hans erfarenhet en affärsman eller ett företag regelmässigt räknar med att få som avkastning på kapital, som placeras i annat företag. Med hänsyn till kapitaliseringsfaktorns stora betydelse för uträknande av aktiekapitalets värde hade nämnden ansett sig böra undersöka hur den använda procentsatsen anslöt sig till ränteläget vid värderingstidpunkten. Riksbankens officiella diskonto var 5%. Medan diskontot var 5% kunde varken städer eller väl konsoliderade industriföretag emittera obligationslån med lägre ränta än 6%. Med hänsyn härtill fann nämnden den föreslagna kapitaliseringsfaktor stå i mycket god överensstämmelse med det aktuella ränteläget.

Skiljenämnden övergick slutligen till prövning av Gm:s ränteyrkande. Den omständigheten att aktievärdet fastställdes per ultimo  $T_0$  utgjorde i

och för sig icke någon anledning till att göra lösenbeloppet räntebärande från denna tidpunkt. D hade aldrig lämnat någon utdelning till sina aktieägare. M:s förvärv av aktiemajoriteten hade sålunda icke, till skada för minoritetsaktieägarna, medfört någon ändring i D:s utdelningspolitik. De aktieägare i D som ansett sig icke böra godtaga M:s anbud att köpa aktierna, hade därmed valt att fortfarande ha sina pengar placerade i aktier i D. De hade icke haft anledning antaga, att bolaget efter år  $T_0$  skulle lägga om principerna för vinstdisposition genom att utdela vinsten eller del därav till aktieägarna. Ränteyrkandet byggde uppenbarligen på att efter  $T_0$  uppkommit vinst, vilken använts till fortsatt konsolidering av bolaget samt att den enda möjligheten att ge minoritetsaktierna på dem belöpande andel i denna vinst var att göra löseskillingen räntebärande från sistnämnda tidpunkt. Detta resonemang skulle kunna vara befogat, därest aktierna värderades efter realvärdesalternativet. Emellertid hade värderingen nu skett efter avkastningsalternativet, och då blev läget helt annorlunda. Anledning saknades till antagande, att värderingen skulle ha givit annat och högre resultat om hänsyn även tagits till senare års rörelseresultat.

#### Fall 12.

M:s yrkande	280
Gm:s yrkande	600
Skiljemännen	334
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

M:s yrkande motsvarade "aktiernas substansvärde, beräknat på grundval av årsredogörelsen per den ( $T_{-1}$ ), vilket värde av länsstyrelsen godtagits som aktiernas värde vid aktieägarnas taxering till statlig förmögenhets-skatt . . .".

Gm baserade sitt yrkande på "aktiernas substansvärde på grundval av årsredogörelsen per ( $T_0$ ) som borde beräknas till (376) vilket belopp med hänsyn till efterfrågan å de av minoritetsaktieägarna innehavda aktierna skäligen borde höjas till (600)".

*Skiljemännen* beräknade aktiernas "substansvärde" såsom beskattat eget kapital plus hälften av dolda reserver. Dold reserv i maskiner och inventarier beräknades på grundval av anskaffningsvärden under 10 år med 10 % avskrivning. Dold reserv i varulager beräknades med utgångspunkt från anskaffningspris minus 20 % nedskrivning för reklamationsrisk. Avdrag gjordes för  $\frac{1}{3}$  av latent utskiftningsskatteskuld.

### Fall 13.

M:s yrkande	350
Gm:s yrkande	460
Skiljemännen	360
Tvisteföremålets storlek	1—999 kr.

Gode mannen anförde, att det inte räckte med att hänvisa till vad M kunnat köpa aktier i D för. Man måste fördela värdet av D:s behållna egendom, minskat med viss del av utskiftningsskatten, på hela antalet aktier för att komma fram till det verkliga värdet.

*Skiljemännen* bedömde konkurrensförhållandena i branschen och antog att en starkt kapitalkrävande omställning var förestående. ”Förhållandena synes därför tyda på att det värde, som erhålles vid en fördelning av (D:s) tillgångar på aktierna kan vara väsentligt missvisande och att varje akties verkliga värde därför i realiteten kan antagas icke nämnvärt överstiga det pris, för vilket en aktie under senare tid kunnat köpas.” Lösenbeloppet fastställdes därför till 360.

### Fall 14.

M:s yrkande	265
Gm:s yrkande	370
Skiljemännen	275
Tvisteföremålets storlek	1—999 kr.

Skiljedomen avser ett systerbolag till det som avses i fall 13. Domen skiljer sig från denna endast i fråga om anförda siffror.

### Fall 15.<sup>9</sup>

M:s yrkande	276
Gm:s yrkande	530
Skiljemännen	340
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

Parterna var ense om att lösenbeloppet skulle bestämmas med hänsyn till aktiernas värde  $T_0$  och om att avvecklingsvärdet var lägre än förräntningsvärdet.

<sup>9</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8, 10, 13 och 14.

*Moderbolaget* lämnade uppgift om D:s verkliga resultat för åren  $T_{-2}$ — $T_{+1}$  och för D:s dotterbolags verkliga resultat för åren  $T_{-1}$ — $T_0$ . Medelvinsten för D plus medelvinsten för D:s dotterbolag kapitaliserades efter 25 %.

*Gode mannen* accepterade M:s beräkning av medelvinst före skatter och dispositioner. Härifrån borde avgå  $\frac{1}{3}$  för konsolidering, 50 % av återstoden för skatter, varefter skillnadsbeloppet kapitaliserades efter 4 %. Gm hänvisade till en beräkningsmetod som använts i ett av moderbolaget i NJA 1957 s. 1 åberopat sakkunnigutlåtande.

*Skiljemännen* fann M:s beräkning av värdeminskningssavdrag skälig. Skiljemännen fördelade en extraordinär kostnad, som M fördelat på 5 år, på 10 år. Skiljemännen eliminerade en vinst vid aktieförsäljning, som påverkat ett års resultat, eftersom den inte var att betrakta som vinst å den egentliga rörelsen, trots att M icke yrkat att detta avdrag skulle göras. Slutligen beaktade skiljemännen endast resultaten för  $T_{-1}$ — $T_0$ , de båda år för vilka uppgifter fanns tillgängliga beträffande både D och D:s dotterbolag.

”Avgörande för aktievärdet är emellertid icke den faktiska avkastningen utan den utdelning, som efter nödvändiga reserveringar för konsolideringsändamål och efter avdrag för skatter kan utdelas till aktieägarna på lång sikt. Inom välskötta svenska bolag av denna karaktär torde den del av den faktiska avkastningen, som reserveras för konsolideringsändamål, uppgå till 30 à 40 %. I det av (*gode mannen*) åberopade utlåtandet har motsvarande reservering upptagits till  $33\frac{1}{3}$  %. Nämnda utlåtande gällde emellertid ett rent skogsförvaltande bolag, där kravet på konsolidering torde vara mindre än inom ett tillverkningsbolag i likhet med (D), och där man också kan kapitalisera utdelningen efter lägre procentsats. . . . Vid aktieförvärv, som gjorts under de senaste åren torde det blivit allt allmänare, att man kapitaliserat avkastningen och beaktar avdragen för konsolidering och skatter vid valet av kapitaliseringsfaktor.”

Skiljemännen kapitaliserade D:s avkastning efter 20 % och framhöll att det motsvarade en kapitalisering efter  $6\frac{2}{3}$  % om man använt *gode man*ens beräkningsmetod.

Skiljemännen bestämde avkastningsvärdet till 326. Men då parterna var ense om att aktierna vid inlösen skulle åtföljas av kuponger fr.o.m. för det räkenskapsår varunder skiljedomen avkunnades, ansåg skiljemännen, att minoritetsaktieägarna borde tillerkännas viss andel i vinsten för nämnda år. Lösenbeloppet fastställdes därför till 340.

## Fall 16.<sup>10</sup>

M:s yrkande	260
Gm:s yrkande	1 856
Övriga yrkanden	320—500
Skiljemännen	500
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr.

*Skiljemännen* konstaterade inledningsvis, att värderingen skulle ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier.

”A andra sidan bör emellertid uppskattningen ej heller verkställas såsom om samtliga aktier i bolaget vore samlade på en hand. Målet bör vara att beräkna ett försäljningsvärde för enstaka poster under antagandet att bolagets aktier har normal spridning. Någon allmängiltig princip för beräkning av ett sådant hypotetiskt försäljningsvärde är icke möjlig att uppställa. Skiljemännen finner emellertid att i förevarande fall övervägande skäl talar för att värderingen sker med utgångspunkt från den uthålliga avkastning som för framtiden borde kunna påräknas av (D:s) tillgångar. Därvid bör för sådana tillgångar, som för närvarande är outnyttjade eller ger onormalt låg inkomst, avkastningen skattas till vad som rimligen borde kunna inflyta vid rationellt utnyttjande eller efter försäljning jämte nyplacering av därvid frigjort kapital.”

D:s tillgångar bestod av skogs- och jordbruksfastigheter, en industrianläggning och av aktier i andra bolag. Skiljemännen fann att hela tillväxten i de omfattande skogsfastigheterna på lång sikt skulle komma att avverkas. Olika meningar hävdades dels om hur årstillväxten uttryckt i skogskubikmeter ( $m^3sk$ ) skulle omräknas till gagnvirke i måttenheten topprotkubikfot ( $f^3tr$ ), dels om rotpriset per  $f^3tr$ . Skiljemännen stannade för 38,4 som värde på årsavverkningen. Därifrån gjordes avdrag för skogsfångstservitut med 0,1, för skogsvårdsavgift med 0,3, för avskrivningar på skogsbruksmaskiner med 3 och för pensioneringsåtaganden gentemot tjänstemän vid skogsbruket med 0,7. Tillägg gjordes för beräknad intäkt av jakt och fiske med 0,2.

Beträffande de delar av skogs- och jordbruksfastigheterna som inte bestod av produktiv skogsmark borde det enligt skiljemännen vara möjligt att genom rationella dispositioner tillföra bolaget en årlig inkomst av 0,5 före skatt motsvarande 7 % av taxeringsvärdet.

Industrirörelsen hade under en följd av år inte varit lönsam. Skilje-

<sup>10</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.1, 2, 6 och 13.

männen beräknade därför ett avvecklingsvärde för denna. Anläggnings-tillgångarna jämte förefintligt överskott i pensionsstiftelser beräknades åtgå för att täcka avvecklingskostnaderna. Från skillnaden mellan omsättningstillgångar och skulder drogs inkomstskatt å lagerreserv och investeringsfond. Av skiljedomen framgår inte hur denna skatt beräk-nats. Däremot gjordes inte något avdrag för latent utskiftningsskatte-skuld. Kvarstående överskott, 124, avrundades nedåt till 99 med hänsyn till att visst behov av rörelsemedel skulle kvarstå även efter avvecklingen av industrirörelsen. Årsavkastningen på detta kapital beräknades till 7.

Aktieinnehavet värderades till 27,8 som genom omplacering bedömdes kunna ge en avkastning av 1,9 om året. Den uthålliga avkastningen före skatt beräknades i enlighet härmed till (38,4 — 0,1 — 0,3 — 3 — 0,7 + 0,2 + 0,5 + 7 + 1,9=) 43,9. Efter avdrag för inkomstskatt med 52 % kapitaliserades nettoavkastningen efter 4½ % vilket gav 469,5.<sup>11</sup> Med hänsyn till att utdelning inte erhållits på aktierna i D för de senaste två räkenskapsåren höjdes sistnämnda belopp till 500.

#### Fall 17.<sup>12</sup>

M:s yrkande	190
Gm:s yrkande	430
Övriga yrkanden	1 160
Skiljemännen	390
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr.

M gjorde gällande att det verkliga värdet av aktierna i D skulle utgöra det värde aktierna ägde vid senast den tidpunkt då skiljenämnden konstituerades. Häremot förfäktades från motparterna, att lösenbeloppet borde bestämmas på grundval av förhållandena vid en tidpunkt så nära skiljedomens avkunnande som möjligt.

Enighet förelåg mellan parterna om att värderingen i första hand borde baseras på avkastningen av D:s rörelse, eftersom D var ett rörelse-drivande företag. Till avkastningsvärdet borde enligt minoritetsaktie-ägarna läggas ett skäligt belopp avseende en fastighet som efter flyttning av verksamheten inte ingick i den av D bedrivna rörelsen. M medgav ett

<sup>11</sup> I referatet använda indextal ger värdet 468,3. Skillnaden beror på att indextal endast beräknats med 1 decimal.

<sup>12</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8, 10 och 12.



sådant tillägg under framhållande av att hänsyn borde tagas till skatter och vissa kostnader.

En av moderbolaget anlita revisor angav följande förutsättning för sin beräkning av D:s avkastningsvärde. Som D:s vinst räknades summan av D:s och dess dotterbolags vinster. Vid kapitaliseringen har förutsatts att åtminstone en tredjedel av vinsten bör fonderas och att återstoden kan betraktas som tillgänglig för utdelning. Eftersom aktierna i D varit börsnoterade har utdelningen kapitaliserats efter en procentsiffra som valts med ledning av avkastningsprocenten på börskursen för likartade aktier, nämligen 5 % och 6 %. Vid beräkningen av det för utdelning disponibla beloppet har två alternativ använts. Det ena innebär att D:s och dess dotterbolags vinster lägges tillsammans, varefter en tredjedel av summan avdrages.

”Den andra, som med hänsyn till de olika bolagens tämligen olikartade verksamhet synes riktigare, går ut på att varje dotterbolag fonderar en tredjedel av sin vinst, varefter från summan av (D:s) vinst och dotterbolagens utdelningsbara vinster drages en tredjedel, varefter koncernens utdelningsbara vinst erhålles.”

Revisorn beräknade 8 olika avkastningsvärden ( $2$  vinstberäkningssätt  $\times$   $2$  kapitaliseringssatser  $\times$   $2$  tidsperioder) som låg mellan 213 och 331.

Mot revisorns beräkningar invände M att avskrivningstiden för maskiner borde vara 10 år och för inventarier högst 5 år i stället för av revisorn antagna 15 år i båda fallen. Gm, som utgick från den högsta av revisorn beräknade medelvinsten, hävdade att normalfondering borde ske med högst  $\frac{1}{3}$  av koncernens beskattade vinstmedel samt att kapitalisering borde ske efter högst  $4\frac{1}{2}$  %. Andra minoritetsaktieägare beräknade en vägd genomsnittsvinst som, efter avdrag för fondering efter samma princip som Gm yrkat, skulle kapitaliseras efter  $2\frac{1}{2}$  % under hänvisning till medelavkastningen på börsnoterade verkstadsaktier.

D:s fastighet hade av en sakkunnig värderats till 63. M hävdade att härifrån borde avgå 7—10 för skatt vid eventuell försäljning och kostnader för flyttning av maskiner och därav följande produktionsbortfall. Minoriteten ansåg fastigheten alltför lågt värderad med hänsyn till att fastigheten var uthyrd till för låga hyror på kort löptid samt med hänsyn till att den sakkunnige inte närmare motiverat sitt val av räntefoten 7 % på eget kapital. Värderingen var, enligt minoriteten, så försiktig att eventuella skatter och flyttningskostnader och därav föranlett produktionsbortfall icke borde medföra reducering av värdet.

*Skiljemännen* beräknade avkastningsvärdet med utgångspunkt från medelnettovinsten för femårsperioden  $T_{-3}$ — $T_{+1}$ . ”Härigenom kommer värdet att så långt möjligt anknäta sig till utvecklingen fram till dagen för skiljedomens meddelande.” Kapitaliseringsprocenten sattes till 5%. Fastigheten värderades enligt den sakkunniges förslag. Särskilt avdrag för skatter och kostnader gjordes inte. Fonderad vinstandel beräknades till  $\frac{1}{3}$  av medelnettovinsten för hela D-koncernen.

#### Fall 18.<sup>13</sup>

M:s yrkande	börskursen M-aktier domsdagen
Gm:s yrkande	380
Skiljemännen	330
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

*Moderbolaget* yrkade, att lösenbeloppet skulle motsvara börskursen på en aktie i M dagen för skiljedomens meddelande. Som motivering anfördes att jämförande värderingar år  $T_{-5}$  visade att aktierna i M och D var likvärdiga, att denna relation alltjämt år  $T_{+1}$  bestod och att börsnoteringen å aktierna i M bäst avspeglade dessas värde. Gm:s yrkande baserades på högsta betalkurs på aktier i M år  $T_0$  ökat med 10% för att beakta betydande övervärden å särskilt kapitalplaceringsaktier och fastigheter. Gm gjorde också gällande att den aktuella börskursen var tryckt och inte kunde betraktas som någon tillförlitlig värdemätare.

*Skiljemännen* förklarade, att aktiebörsen sedan någon tid i alltför hög grad präglats av skilda kurspressande faktorer för att börsvärdena kunde anses representativa för aktiernas verkliga värden. Även om M:s uppfattning om relationerna mellan värdet på aktier i M och D skulle vara riktig, kunde därför börskursen å aktier i M inte ligga till grund för bestämmande av lösenbeloppet. Några aktier i D hade inte sålts under  $T_0$ .

Skiljemännen gjorde beräkningar av D:s avkastningsvärde och substansvärde på grundval av D:s officiella årsredovisningar.

”När skiljemännen avstått från att framskaffa fullständigare utredningsmaterial, särskilt önskvärt när det gäller värdet av fastighetsinnehavet, har detta skett i medvetande om att utredningskostnaderna skulle för M ha ställt sig oförsvarligt höga med hänsyn till twisteföremålets värde. Då den osäkerhet, som sålunda vidlåder skiljemännens värdesättning, ej bör drabba ägarna till de med skiljemannaförfarandet avsedda aktierna, har skiljemännen valt att till deras fördel justera framräknade värden.”

<sup>13</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4, 8 och 12.

”Allmänt sett gäller vid företagsvärdering att man i första hand söker fastställa värdet med utgångspunkt från vilken framtida avkastning man kan påräkna å investerat kapital.”

Skiljemännen beräknade det aritmetiska medeltalet av de fem senaste årens redovisade vinst med tillägg dels för hos D bokförda skatter som belastat resultatet, dels sådana skatter hos D:s dotterbolag. Avskrivningarna bedömdes inte innefatta några dolda reserveringar.

”På grund av det förhållandevis stora innehavet av lågavkastande kapitalplaceringsaktier bör D:s genomsnittliga årsavkastning höjas något. Å andra sidan bör viss reducering ske för utfyllande av förefintlig pensionsreserv . . . Härvid blir av betydelse på vilken tid sistnämnda belopp skall slås ut.”

Skiljemännen gjorde den avvägningen att tidigare framräknad genomsnittsavkastning om 27 reducerades med 0,8.

Skiljemännen fann ej anledning antaga påtagligt försämrade resultat i framtiden. På grund av rådande konjunkturläge med hårdnande konkurrens inom branschen var dock viss försiktighet motiverad, som borde komma till uttryck i det sätt varpå genomsnittsavkastningen kapitaliserades. Inom den i allmänhet tillämpade ramen 10—15 gånger årsavkastningen borde man räkna med  $12\frac{1}{2}$  gånger<sup>14</sup> trots att D innehade omfattande realtillgångar, vilket skulle ha kunnat försvara användning av högre tal.

Skiljemännen bestämde på angivna grunder avkastningsvärdet till  $12\frac{1}{2} \times (27 - 0,8)$  vilket efter avrundning gav 330.

Bland annat i kontrollerande syfte framräknade skiljemännen ett substansvärde, varvid ej användes tillgångarnas likvidationsvärden utan deras bruksvärden under antagande om fortsatt drift.

Skiljemännen utgick från redovisat eget kapital enligt senaste balansräkning, vilket skulle ökas ”med dolda reserver och liknande samt reduceras med ej fylld pensionsreserv”. Tillägg gjordes med hälften av dold reserv i varulager, varvid reduktionen av tillägget till hälften avsågs motsvara latent skatteskuld. Kapitalplaceringsaktier upptogs till börsvärde med avdrag för en överslagsmässigt beräknad ”skatteskuld i form av skatt på dold reserv och realisationsvinst” samt givetvis med avdrag för bokfört värde. Maskiners och inventariers värden ansågs inte påkalla någon justering. Värdet å D:s fastigheter sattes något högre än taxeringsvärdena trots att fastighetsbeståndet i viss utsträckning kunde anses

<sup>14</sup> Detta antagande är ekvivalent med ett avkastningskrav av 8 % före skatt.

specialbetonat med delvis föråldrade byggnader. Något avdrag på grund av latent skatteskuld borde vid angiven värdering inte ske. Substansvärdet blev 286.

”Substansvärdeberäkningen ger enligt skiljemännens uppfattning ej anledning frångå resultatet av avkastningsvärderingen. Verkliga värdet på aktierna i (D) bör därför i överensstämmelse med sistnämnda värdering fastställas till (330).”

#### Fall 19.<sup>15</sup>

M:s yrkande	220
Gm:s yrkande	minst 300
Övriga yrkanden	350—1 000
Skiljemännen	250
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr.

I sin dom förklarade *skiljemännen*:

”Enligt 223 § 2 mom. aktiebolagslagen skall, i händelse av tvist, lösenbeloppet vid tvångsinlösen av aktier bestämmas till aktiernas verkliga värde. Med föreskriften att ’verkliga värdet’ skall vara avgörande har avsetts att ge uttryck för, att skiljemannaförfarandet har till uppgift att förhindra, såväl att minoritetsaktieägarna kan tilltvinga sig ett oskäligt högt pris som att majoritetsägaren kan pressa priset alltför lågt. Mot bakgrunden härav finner skiljemännen, att värderingen skall ske utan hänsyn till aktiernas egenskap av minoritetsaktier. Detta innebär bl.a., att vid bedömning av D:s årliga avkastning hänsyn icke skall tagas till inkomstöverflyttande åtgärder som M kan ha funnit anledning att vidtaga. Grundsatsen att egenskapen av minoritetsaktier ej skall beaktas medför vidare, att skiljemännen — utan att helt bortse från de börskurser som under senare år noterats för D:s aktier — anser sig icke böra fästa avgörande vikt vid dessa kurser. Vidare skulle det icke vara realistiskt att räkna med ett nedläggande av D:s verksamhet och en försäljning av dess tillgångar. Skiljemännen finner därför, att värderingen bör ske med utgångspunkt från den uthålliga avkastning, som för framtiden borde kunna påräknas i D, och de förräntningskrav som regelmässigt uppställas vid kapitalplacering.

D:s tillgångar består av dels egendom som utnyttjas i industriell produktion, dels aktier i andra bolag, dels viss tomtmark som för närvarande är outnyttjad. För att ett så rättvisande resultat som möjligt skall ernås, bedömer skiljemännen det som lämpligt, att en uppskattnings av

<sup>15</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.2, 4, 6 och 14.

påräknelig avkastning sker särskilt för ettvarvt av de tre olika slagen av tillgångar.”

Vad beträffar industrirörelsen har M företett resultat kalkyler för de fem senaste åren,  $T_4$ — $T_0$ . Hänsyn har därvid tagits till förändringar i lagerreserv och till diverse inkomster såsom royalties. Från bruttovinsten har avdrag gjorts för förvaltnings- och allmänna omkostnader, nettoräntekostnader, bokförda avskrivningar på andra tillgångar än maskiner, beräknade normala pensionskostnader och beräknade normala avskrivningar på maskiner. Skiljemännen accepterade kalkylerna utom såvitt gällde normala pensionskostnader och normala avskrivningar på maskiner. Utgifterna för redan utfästa pensioner borde i huvudsak kunna täckas ur befintlig pensionsstiftelse och för framtida ytterligare pensionsåtaganden vid sidan av ITP-systemet bör rörelsen ej skäligen belastas med större belopp än 0,005 om året. Avdraget för normala avskrivningar på maskiner har i princip beräknats efter 7 % om året på anskaffningsvärdet av kvarvarande maskiner utom för 2 år för vilka maskinavskrivningarna beräknats till högre belopp. Dessa avvikelser fann skiljemännen obefogade.

Genomsnittet av sålunda beräknad justerad avkastning för de fem senaste åren kunde emellertid inte omedelbart läggas till grund för en beräkning av den framtida uthålliga avkastningen. Under  $T_3$  och  $T_2$  verkställdes nämligen avsevärda investeringar som väsentligt ökade D:s kapacitet. M hade beräknat den vinstökning som kapacitetsökningen kunde föranleda, till 4 om året, vilken siffra skiljemännen godtog.

Från denna avkastning gjordes avdrag för skatter med 50 %, varefter återstod 9, vilket belopp enligt skiljemännen utgjorde ett skäligt mått på den framtida uthålliga avkastningen av industrirörelsen så långt den då var möjlig att bedöma.

Aktieinnehavet bestod, förutom av vissa mindre aktieposter från vilka i detta sammanhang kan bortses, av direkt och indirekt ägda aktier i ett börsnoterat företag, motsvarande i runt tal  $37\frac{1}{2}$  % av detta bolags aktiekapital. Med utgångspunkt från detta bolags publicerade årsredovisningar för de fem senaste åren beräknade skiljemännen en normalavkastning efter korrigerering för lagerreservförändringar och tillfälliga vinster samt summarisk beräkning av normala maskinavskrivningar enligt i stort sett samma grunder som tillämpats i fråga om D. Denna normalavkastning uppskattades till 11 om året, varav 4 kom att belöpa på D.

Vad angår den outnyttjade tomtmarken fann skiljemännen, att bola-

get genom dispositioner över denna borde kunna tillföras en årlig inkomst efter skatt av storleksordningen 1.

Den totala uthålliga avkastningen för D beräknades således till  $(9+4+1)=14$ . Denna avkastning kapitaliserades efter 6% vilket gav ett totalvärde på D motsvarande 247,6. Lösenbeloppet bestämdes till 250.

#### Fall 20.<sup>16</sup>

M:s yrkande	börsvärdet av M-aktier
Gm:s yrkande	222
Skiljemännen	210
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

*Moderbolaget* yrkade att lösenbeloppet måtte bestämmas att motsvara värdet av en aktie i moderbolaget jämte visst kontant belopp. M medgav att värdet av varje aktie i M bestämdes till dess börsnoterade värde antingen vid den tidpunkt då skiljenämnden fick del av erbjudandet eller vid tiden för skiljenämndens dom. M anförde, att erbjudandet motsvarade vad som i samband med beslut om samgående mellan M och D överenskoms mellan förutvarande huvuddelägare i bolagen under biträde av ekonomisk expertis från två stora affärsbanker. M:s på grundval av denna överenskommelse framförda erbjudande till aktieägarna i D accepterades av väsentligt flera än nio tiondelar av aktieägarna i D, vilken omständighet måste anses styrka att det innefattade en tveklöst skälig uppskattning av värdet på aktierna i D. Det härefter inträffade förhållandet att börskursen på aktier i M nedgått lär icke kunna anses innebära skäl för höjning av tidigare erbjuden ersättning, då dels tendensen till sjunkande aktievärden varit allmän på den svenska fondbörsen och dels grundad anledning finnes till antagande att värdet på aktierna i D, om dessa fortfarande hade noterats på fondbörsen, skulle ha sjunkit i åtminstone samma relativa utsträckning som värdet på aktierna i M.

*Gode mannen* yrkade att lösenbeloppet skulle sättas till 222, motsvarande vad Riksskattenämnden fastställt som avyttringspris för varje aktie i D.

*Skiljemännen* anförde i domskälen, som här återges in extenso:

”Ifrågavarande lösenbelopp skall lagligen motsvara aktiens verkliga värde. Med hänsyn till de ingående överväganden som uppenbarligen

<sup>16</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4.

föregått beslutet om (M:s) övertagande av (D:s) aktier torde aktievärdet för (D), när beslutet om övertagande slutligen konfirmerades, ungefärligen hava motsvarat det av Riksskattenämnden framräknade priset eller (222). (D-aktiens) nuvarande värde måste enligt skiljenämndens förnämmande överstiga (M:s) i målet gjorda erbjudande, då detta erbjudande till väsentlig del baseras på det kring årsskiftet ( $T_0$ — $T_{+1}$ ) rådande osedvanligt låga börsvärdet å (M-aktier). Å andra sidan torde med hänsyn till den vikande konjunktur- och börsutveckling som ägt rum (D-aktiernas) verkliga värde dock numera vara något lägre än det av Riksskattenämnden framräknade beloppet (222).

Skiljenämnden finner med hänsyn till det anförda lösenbeloppet skäpligen böra bestämmas till (210).”

#### Fall 21.<sup>17</sup>

M:s yrkande	184
Minoritetsaktieägares yrkande	2.400
Skiljemännens majoritet	541
„ minoritet	1.000
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

Skiljeförfarandet hade påkallats av en minoritetsaktieägare, innehavare av 0,14 % av aktierna i D.

Aktiekapitalet i D var fördelat på stamaktier och preferensaktier. Enligt bolagsordningen skulle preferensaktierna framför stamaktierna medföra företrädesrätt till årlig utdelning av bolagets utdelningsbara vinst intill 5 ½ % av aktiebeloppet ävensom rätt att, därest under ett eller flera år sådan utdelning icke kunnat lämnas, av följande års utdelningsbara vinst bekomma vad som brustit, innan utdelning å stamaktierna måtte äga rum. Därefter skulle stamaktierna medföra rätt till utdelning för året intill 5 ½ % av aktiebeloppet. Av ytterligare tillgängliga vinstmedel ägde alla aktierna bekomma utdelning med lika rätt. Upplöstes bolaget, skulle innehavare av preferensaktie ur bolagets tillgångar erhålla aktiens nominella värde jämte eventuellt ogulden utdelning med förmånsrätt framför stamaktiernas ägare.

I målet förebringades en revisorsutredning som utvisade ett nettovärde av dotterbolagets förmögenhet om 923 före avdrag för utskiftningsskatt. Parterna föreföll vara ense om att härifrån skulle avgå värdet av inestående semesterersättningar med 14. Revisorn hade an-

<sup>17</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.2, 6 och 13.

tagit värdet av D:s fastigheter vara 1757. M ansåg värdet vara högst 952.

Minoritetsaktieägaren gjorde den reservationen att förutsättning för godtagande av revisorsutredningen var att D:s rörelse avvecklades. Om detta inte skulle antagas vid bestämmande av aktievärdet, borde man icke räkna med avvecklingskostnader eller med förlust vid försäljning av maskiner, sammanlagt motsvarande 429, vilka poster således då borde utgå.

Enligt minoritetsaktieägaren utgjorde värdet av dotterbolaget före avdrag för utskiftningsskatt 908, enligt moderbolaget 104.

I målet var ostridigt att på preferensaktierna belöpande nödlidande utdelning uppgick till 42.

M yrkade, att aktievärdet i första hand skulle bestämmas utifrån D:s avkastningsvärde. Bolagets verksamhet lämnade icke någon vinst och man kunde inte räkna härmed under de närmaste åren. I framtiden skulle man dock kunna räkna med någon vinst och M medgav att denna fick uppskattas till 24 före skatt. Med utgångspunkt från ett förräntningskrav om  $7\frac{1}{2}\%$  skulle resultatet bli ett aktievärde av cirka 133. Moderbolaget medgav emellertid ett högre lösenbelopp, motsvarande stamaktiernas andel i aktiekapital och reservfond.

Vidare anförde M att man hade rätt att räkna med att D skulle utdela samtliga utdelningsbara vinstmedel, även om detta skulle medföra att tidigare tillskjutet belopp utdelades. Någon likvidation av bolaget borde man inte räkna med. M anförde också att man kunde låta D på lämpligt sätt förränta den influtna köpeskillingen för försålda fastigheter om försäljning av dem kom till stånd.

Minoritetsaktieägaren hävdade att det, med hänsyn till de stora värden som låg i bolaget genom dess fastighetsinnehav, skulle vara oföresvarligt att låta bolaget fortsätta den förlustbringande rörelsen. Aktievärdet borde bestämmas utifrån företagens substansvärde under antagande att bolaget försattes i likvidation. Minoritetsaktieägaren förmenade, att D:s nettotillgångar efter avdrag för utskiftningsskatt och nödlidande utdelning till preferensaktieägarna, i enlighet med bolagsordningens bestämmelser skulle fördelas mellan stamaktieägarna och preferensaktieägarna så att preferensaktieägarna erhöi aktiernas nominella belopp och återstoden tillföll stamaktieägarna. Skulle däremot skiljemännen räkna med att rörelsen skulle fortsätta, skulle endast en tredjedel av den beräknade utskiftningsskatteskulden avdragas. Med detta betraktelsesätt kom minoritetsaktieägaren fram till ett värde på varje stamaktie, vilket avrundades till 2.400.

*Skiljemännen* noterade att rörelsen inte lämnade någon vinst. M hade



yrkat att aktievärdet skulle grundas på ett avkastningsvärde, baserat på antagande om framtida årlig avkastning om 24 före skatt. Skiljemännen fann att värdet av D:s fastigheter, använda för annat ändamål än rörelsen, måste skattas till så stort belopp, att minoritetsaktieägarnas berättigade intressen ej tillgodosågs med en värdeberäkning efter nämnda grunder. Denna borde i stället ske på basis av ett antagande att rörelsen avvecklades, fastigheterna avyttrades och bolagets kapital nyttiggjordes för aktieägarna.

Skiljemännen bestämde fastigheternas värde till 1429. Med tillämpning av detta värde blev nettovärdet av bolagets förmögenhet 583.

”Bolagsordningens bestämmelser om fördelning av vinst, å ena, och fördelning av behållning vid utskiftning i samband med bolagets upplösning, å andra sidan, medför att en likvidation av bolaget kan bli oförmånlig för preferensaktieägarna, om det finns vinstmedel som utskiftas, särskilt om dessa vinstmedel är betydande. Preferensaktieägarna, som representerar en avsevärd majoritet, kan motsätta sig en likvidation av bolaget, och skiljemännen kan ej finna att minoritetsaktieägarna kan ha något berättigat intresse av att framtvinga en upplösning av bolaget. Den omständigheten att man vid beräkning av aktievärdet i minoritetsaktieägarnas intresse tager hänsyn till substansvärdet av bolagets tillgångar medför ej att man bör fingera en likvidation, när en sådan likvidation ej kan framtvingas och det ej är sannolikt att den skulle företagas. På grund av nu angivna förhållanden finner skiljemännen, att stamaktiernas värde bör bestämmas under antagande att bolagets fastigheter försäljes och att inflytande medel jämte bolagets övriga tillgångar nyttiggöres på för aktieägarna lämpligaste sätt utan att bolaget upplöses.

Efter en avyttring av D:s tillgångar kan de härför inflytande medlen nyttiggöras genom att de i sin helhet investeras i rörelse, som bolaget driver, eller till en del genom utdelning till aktieägarna, i den mån de är utdelningsbara. Skiljemännen finner icke anledning till antagande att de inflytande medlens användning i en av bolaget driven verksamhet icke skulle på lång sikt kunna ge aktieägarna skälig avkastning å dessa medel. På grund av detta antagande finner skiljemännen att, sedan avdrag skett för nödlidande utdelning till preferensaktieägarna, värdet av varje stamaktie i bolaget bör bestämmas till vad som motsvarar dess andel av hela aktiekapitalet.”

En skiljeman hade avvikande mening. Han hade samma uppfattning som skiljemännens majoritet i fråga om värdet av D:s nettoförmögenhet. Han ville emellertid fingera, att bolaget upplöstes. Han gjorde därför avdrag från nettoförmögenheten med nödlidande utdelning till preferensaktieägarna och utskiftningsskatt. Sålunda beräknat värde borde dock

neddiskonteras med hänsyn till att förmögenheten under avvecklings-  
tiden inte lämnade någon avkastning. ”Med hänsyn till rimlig osäker-  
hetsfaktor avseende såväl förräntningskrav som sagda tidrymms längd  
kan erforderlig neddiskontering uppskattas till minst 30 och högst 40 %.”  
Sålunda kom denne skiljeman fram till ett lösenbelopp motsvarande  
1 000.

## Referat av skiljedomar 1968—1977

### Fall 22.

M:s yrkande	33
Gm:s yrkande	168
Fastställd förlikning	117
Twisteföremålets storlek	1 000—99.999 kr

Inför skiljemännen förde parterna förhandlingar och enades om följande: Bolagets fastighet liksom i balansräkning upptagna arkitektkostnader skulle upptagas till vissa belopp. Från dessa båda tillgångsposter skulle avgå i balansräkning upptagna skulder samt två tredjedelar av utdelning å preferensaktier för 30 år efter 7 %. Vidare gjordes avdrag för hälften av latent utskiftningsskatteskuld. Skillnadsbeloppet fördelades lika på stam- och preferensaktier, varvid å varje aktie föll 117.

### Fall 23.

M:s yrkande	100
Gm:s yrkande	220
Skiljemännen	180
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr

M lämnade till stöd för sitt yrkande en bred skildring av branschens speciella problem på kort och lång sikt. Bolagets egen revisor hade gjort en utredning av D:s justerade resultat för senaste sexårsperiod. Resultatutvecklingen var negativ. En kapitalisering av genomsnittresultatet för de sex åren efter 10 % efter skatt gav ett avkastningsvärde av 100.

Gm hade låtit värdera D:s fastigheter. Efter avdrag av latent skatteskuld avseende varulagerreserv med 50 % och efter avdrag för full utskiftningsskatteskuld blev substansvärdet 230. Gm gjorde också en beräkning av ett avkastningsvärde varvid han utslöt bästa och sämsta år i den av bolagets revisor gjorda utredningen. Avkastningsvärdet blev ändå mycket lägre än substansvärdet.

M invände mot den gjorda fastighetsvärderingen att denna förutsatte att dotterbolagets rörelse fortsattes. Om utgångspunkten är en avveckling med försäljning av fastigheterna för annat ändamål, varvid optimalt utnyttjande torde kräva rivning skulle fastighetsvärdena enligt de sakkunniga bli betydligt lägre. Moderbolaget ansåg dock att även detta re-

ducerade värde var betydligt högre än vad en efter avveckling av rörelsen gjord försäljning av fastigheterna kunde förväntas inbringa. Vissa speciella anläggningar hade minskat i värde till följd av att ny teknik hade börjat tagas i användning. De för rörelsen mycket speciellt utformade byggnaderna kunde knappast förväntas ha ett högre värde än taxeringsvärdet. Efter korrigering för gjord tillbyggnad beräknade M ett skäligt försäljningsvärde. — Vid substansvärdeberäkningen borde avdrag göras för brist i pensionsreserv. Vidare måste beaktas att det förekom ett stort utbud av i branschen använda maskiner på grund av ett stort antal nedläggningar av företag i branschen under senare år både i Sverige och utomlands. Det skulle därför vara omöjligt att finna köpare till maskinerna. Posten kunde skäligen upptagas till 5 % av brandförsäkringsvärdet. Slutligen måste hänsyn tagas till avvecklingskostnader. M beräknade på anförda grunder avvecklingsvärdet till 143.

M vidhöll som sin förstahandsinställning att lösenbeloppet skulle grundas på bolagets avkastningsvärde.

Vid sammanträde inför skiljemännen uppgav M vidare att det förelåg en överenskommelse mellan de skandinaviska företagen i branschen att inte sälja sina maskiner i Skandinavien.

Gm godtog avdrag för brist i pensionsreserven. Vid sammanträdet upplyste han emellertid att det kommit till hans kännedom att ett dotterbolag till D hade en varulagerreserv om 14, vartill hänsyn givetvis skulle tagas. Denna dolda tillgång täckte mer än väl både bristen i pensionsreserven och avvecklingskostnader. Enligt D:s vid sammanträdet tillgängliga årsredovisning hade D träffat avtal med en konkurrent enligt vilket konkurrenten mot ersättning upphörde med sin verksamhet av denna art.

Parterna bereddes därefter tillfälle till enskilda överläggningar varvid de enades om 180 som lösenbelopp.

Skiljemännen ingick i viss mån i saklig prövning och bestämde avvecklingsvärdet till 189. Lösenbeloppet fastställdes till 180.

#### Fall 24.<sup>18</sup>

M:s yrkande	320
Gm:s yrkande	430
Skiljemännen	320
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

<sup>18</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.13.

*Moderbolaget* hade förvärvat aktier i dotterbolaget mot vederlag bestående av aktier i två börsnoterade bolag. Den genomsnittliga börskursen på aktierna i D var under den tid erbjudandet stod öppet knappt 300. Den genomsnittliga börskursen på vederlaget uppgick till knappt 320 under samma tid. Trots att börskursen på de aktier som utgjort vederlag hade sjunkit väsentligt, var moderbolaget berett att godkänna ett lösenbelopp motsvarande 320.

Parterna medgav att skiljemännens värdering i första hand fick beräknas på ett tänkt avvecklingsvärde per  $T_0$ .

*Eget kapital.* Parterna var ense om storleken härav. I detta belopp inräknades hälften av dotterbolagets investeringsfond.

*Skogar.* Båda parter godtog en särskild utredning av en sakkunnig. M förfäktade, med stöd av Gimo-fallet,<sup>19</sup> att avdrag skulle göras också för skogsbeskattning. Gm hade i och för sig intet att erinra mot beräkningen av den latent skatteskuldens storlek men hävdade att den skulle jämföras med latent utskiftningsskatteskuld, för vilken avdrag icke borde ifrågakomma.

*Jordbruks-, industri- och bostadsfastigheter.* Parterna var ense om värdet av häremot svarande tillkommande post. Industri och bostadsfastigheter värderades därvid till skillnaden mellan taxeringsvärde och bokfört värde utan särskilt avdrag för eventuella skatteskulder.

*Maskiner och inventarier.* Gm hävdade, att denna post skulle åtminstone upptagas till bokförda värdet. M gjorde gällande att tillgångarna borde värderas "efter skatterättsligt tillåtna avskrivningar" med avdrag för 50 % representerande latent skatteskuld. Enligt M:s uppfattning skulle därför upptagas en avgående post.

*Värdepapper.* Beträffande två av D:s dotterbolag var parterna eniga om att upptaga dem till skillnaden mellan de båda bolagens eget kapital och aktiernas bokförda värde hos D. Avdrag borde göras för det bokförda värdet av aktierna i två koncernbolag som ansågs värdelösa.

*Varulager.* Gm godtog ett avdrag från anskaffningsvärdet för inkurans med 5 %. Avdrag för latent skatteskuld skulle göras med 50 % av skillnaden mellan anskaffningsvärde efter inkuransavdrag och bokfört värde. M gjorde gällande att utöver inkuransavdrag med 5 % skulle avdrag göras för prisfallsrisk med 28 %. Latent skatteskuld skulle beaktas med 50 %.

*Utskiftningsskatteskuld.* Gm bestred att avdrag härför skulle göras. Han åberopade, att Riksskattenämnden medgivit M rätt att i samband

<sup>19</sup> NJA 1957 s. 1.

med fusionering av D övertaga D:s utskiftningsskatteskuld. M yrkade att avdrag skulle göras för hela den latent utskiftningsskatteskulden. Till stöd härför åberopades bl.a. Gimofallet.

”Räntetillägg”. Slutligen yrkade Gm att skiljenämnden skulle göra visst ”räntetillägg” med hänsyn till den långa tid som skulle komma att ha förflutit från värderingstidpunkten intill dess skiljedom skulle komma att föreligga och lösenbeloppet för aktierna kunde erläggas. Detta yrkande bestreds av M.

Skiljemännen gjorde följande bedömningar såvitt gäller spørsmål varom enighet icke rådde:

Vid värderingen av skogar skulle avdrag göras för latent skogsbeskattning.

Under beaktande bl.a. av de uppgifter som i den officiella årsredovisningen lämnats om taxeringsvärde resp. brandförsäkringsvärde för maskiner och inventarier fann skiljenämnden att värdet icke borde sättas lägre än det bokförda. Någon avgående post borde icke utföras.

Vid värderingen av varulager borde prisfallsrisk uppskattas till 10 %.

Vad beträffar utskiftningsskatten fann skiljenämnden skäligt verkställa avdrag med en tredjedel.

Gm:s yrkande om ”räntetillägg” godkändes inte.

På angivna grunder bestämde skiljemännen ett substansvärde motsvarande 308. Med beaktande av de osäkerhetsfaktorer, som alltid föreligger vid en värdering av ifrågavarande slag, fann skiljemännen skäligt fastställa aktiernas verkliga värde till 320.

#### Fall 25.<sup>20</sup>

M:s yrkande	290
Gm:s yrkande	917
Övriga yrkanden	787—560
Skiljemännen	520
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr?

I fråga om *värderingsmetod* anförde parterna i huvudsak följande. M hävdade, under hänvisning till börskursen på aktierna i D innan detta avfördes från notering på fondbörsen och under åberopande av en revisorsutredning, att aktievärdet skulle beräknas med utgångspunkt från

<sup>20</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8.

den uthålliga avkastning, som för framtiden borde kunna påräknas av D:s rörelse under förutsättning att den bedrevs i enlighet med tidigare riktlinjer. Den av moderbolaget anlitate revisorn hade beräknat både substansvärde och avkastningsvärde såväl per  $T_{-1}$  som per  $T_0$ . Han fann avkastningsvärdet vara utslagsgivande och beräknade detta till 274 per  $T_0$ . Revisorn hade beräknat det normala överskottet före skatt för perioden  $T_{-3}$ — $T_0$ . Kapitaliseringsprocenten hade i princip antagits vara 20 %. Bland bolagets tillgångar ingick ett betydande fastighetsinnehav för vilket avkastningskravet 15 % bedömdes lämpligt. Efter sammanvägning av de två förräntningssatserna bestämde revisorn avkastningskravet till 17,8 %.

M hänvisade till att det i öppna marknaden köpt ett icke obetydligt antal aktier i dotterbolaget för 290 och höjde sitt ursprungliga anbud om 267 till 290.

Gm fann det visserligen principiellt riktigt att beräkna ett avkastningsvärde för dotterbolagets verkliga rörelse men i så fall måste ur avkastningsvärderingen utbrytas värdet av huvuddelen av bolagets fastigheter och av dess börsnoterade aktier, för vilka ett marknadsvärde borde beräknas. Dessa tillgångar skulle sålunda värderas efter substansvärdeprincipen. Därjämte borde tillägg ske för visst överskott i pensionsstiftelsen. Vid beräkning av avkastningsvärdet av den egentliga rörelsen borde senare års resultat tillmätas större betydelse än tidigare års.

En minoritetsaktieägare ansåg, att värderingen borde ske med utgångspunkt från avkastningsprincipen men använde, under hänvisning till det i NJA 1962 s. 863 refererade gåvoskattemålet, en annan metod än övriga parter för beräkning av avkastningsvärdet.

Mot den av Gm använda metoden invände M principiellt, att så gott som samtliga D:s tillgångar var nödvändiga för bedrivandet av dess egentliga rörelse, varför något substansvärde utöver avkastningsvärdet ej kunde beaktas på fastigheter och börsnoterade aktier. Inemot 60 % av fastighetsbeståndet arbetade i rörelsen och börsnoterade värdepapper var en oundgänglig likviditetsreserv. Av fastighet A kunde möjligen en del avvaras. Skulle värderingen av aktier ske efter de av Gm hävdade principerna, vilket bestreds, måste skattekonsekvenserna beaktas.

I några på värderingen inverkan frågor framhöll parterna bl.a. följande:

M hade vid substansvärderingen beräknat värdet å dotterbolagets *fastighetsbestånd* till 262 varav för fastighet A 92. Gode mannen hade funnit detta värde utgöra 473, varav för fastighet A 250.

Den av Gm anlitate revisorn hade hänvisat till att den av M anlitate

revisorn i sin utredning vid normalavkastningsberäkningen gjort avdrag för alla intäkter av extraordinär natur. I konsekvens härmed borde tillägg ske med sammanlagt 5 för extraordinära kostnader avseende en viss affär.

I minoritetens utredning gjordes också en del omperiodiseringar samt en separat lagervärdering.

*Skiljemännen* ansåg det riktigt att beräkna avkastningen särskilt för varje slag av rörelse, som D bedrev, nämligen egentlig rörelse, fastighetsförvaltning och värdepappersförvaltning.

”I den mån i tillgångsmassan ingå objekt, som icke kunna bedömas oundgängligen erforderliga för en fortsättning av rörelsen i enlighet med föremålet för D:s verksamhet, bör särskilt tillägg ske vid värderingen med belopp svarande mot vad som kan påräknas bliva tillfört vid försäljning på normala villkor av dylika tillgångar.”

Skiljemännen fann inte minoritetens anmärkningar mot M:s beräkning av D:s avkastning vara grundade. Skiljemännen gjorde alltså inte tillägg för extraordinära kostnader eller omperiodiseringar enligt minoritetens påstående.

Skiljemännen beräknade avkastningen av den egentliga rörelsen för de fyra senaste åren till 23, 36, 49 och 52. Med beaktande av den trend resultatet utvisade men också under hänsynstagande till utredning om resultatet under tilländalupen del av innevarande verksamhetsår beräknade skiljemännen den normala, för framtiden påräkneliga avkastningen till 46 före skatt. Denna normalavkastning motsvarade nära genomsnittet för de tre senaste verksamhetsåren. Härvid hade också beaktats framtida utveckling på hyresmarknaden ävensom viss låg intern hyresättning. Nämnda avkastning borde kapitaliseras efter 20 % vilken föreslagits av moderbolaget och varemot minoriteten icke rest någon invändning. Värdet å den egentliga rörelsen utgjorde sålunda 229.

Vad angår rörelsegrenen fastighetsförvaltning ansåg skiljemännen det nödvändigt att uppdelade denna på samtliga fastigheter utom fastighet A, den del av fastighet A som erfordrades för den egentliga rörelsen samt återstoden av fastighet A.

Den första gruppen ansåg skiljemännen vara att hänföra till den egentliga rörelsen men en väsentligt lägre kapitaliseringsprocent borde tillämpas för denna rörelsegren än för rörelsen i övrigt. Skiljemännen uppskattade normal avkastning efter avskrivning till 8 per år. En kapitaliseringsfaktor av 15 (avkastningskrav 7 %) var motiverad. Härvid



hade beaktats, att vissa fastigheter var riskbetonade medan särskilt fastigheterna i en av landets större städer fick anses besitta väsentliga mervärden. Värdet av rörelsegrenen bestämdes till 125.

Värdering av fastighet A befanns ställa sig särskilt vanskelig. D befann sig i en strukturomvandling och skiljemännen antog att väsentliga delar av fastighet A inte skulle komma att behövas för verksamheten i framtiden.

Avkastningen av den del av fastighet A, som erfordrades för den egentliga rörelsen, uppgick till cirka 6 per år exklusive avskrivningar av de på området uppförda, moderna byggnaderna. Denna intäkt grundades på en internt beräknad hyra och ansågs låg med hänsyn till den uppgivna produktionskostnaden. Med beaktande härav och av att området icke graverades av in-teckningslån fann skiljemännen ett avkastningsvärde å denna del av fastighetsförvaltningen av 67 vara skäligt. Återstående del av fastighet A ansåg skiljemännen ha ett värde motsvarande tomtvärdet, vilket beräknades uppgå till 83.

Dotterbolaget ägde börsnoterade eller därmed jämförbara värdepapper med ett värde  $T_0$  av 18. Med hänsyn tagen till koncernens utomordentligt goda finansiella ställning, varvid särskilt anmärktes att fastighetsbeståndet inte graverades av in-teckningslån, kunde värdepappersinnehavet inte beaktas såsom en för rörelsen nödvändig likviditetsreserv. Skiljemännen gjorde därför ett tillägg av 17 varvid skatteeffekten av en försäljning av värdepapperen beaktats.

”Den omständigheten, att skiljemännen vid sin värdering av aktierna i (D) gjort vissa tillägg till avkastningsvärdet för rörelsefrämmande tillgångsposter bör ej föranleda att den utskiftningsskatt, som må aktualiseras vid en framtida upplösning av (D), vid värderingen beaktas såsom en minuspost.”

Med dessa utgångspunkter blev det sammanlagda värdet av aktierna i dotterbolaget  $229 + 125 + 67 + 83 + 17 = 521$ . Detta värde avrundades till 520, vartill lösenbeloppet fastställdes.

#### Fall 26.

M:s yrkande	145
Gm:s yrkande	170
Skiljemännen	145
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

Enligt M:s uppfattning måste man med hänsyn till såväl faktisk som förväntad resultatutveckling basera värderingen på en tänkt likvidation eller avveckling av D:s rörelse. Likvidationsvärdet per  $T_{-1}$  beräknades till 107. Med hänsyn till osäkerheten i verkställda beräkningar förklarade sig emellertid M vidbliva det erbjudande, som framställdes vid sammankomsten för förhandling med aktieägarna om inlösen, nämligen 145.

Det antecknades såsom ostridigt, att skiljenämnden ägde fastställa värdet av aktierna i D utan hänsynstagande till dessas karaktär av minoritetsaktier. Vidare antecknades såsom ostridigt, att skiljemännens värdering av aktierna i D i princip fick beräknas med utgångspunkt från en tänkt avveckling av D:s rörelse, enär något avkastningsvärde på grund av resultatutvecklingen inte kunde motiveras. Gm yrkade, att värderingen måtte baseras på senast fastställda balansräkning i stället för den balansräkning varpå M:s beräkning hade grundats. M medgav detta yrkande.

M inlämnade sedermera en ny inlaga, vari en beräkning av aktievärdet per  $T_0$  hade utförts, vilken utvisade ett aktievärde av 96.

På hemställan av Gm hade skiljemännen bemyndigats att utse någon utomstående sakkunnig att genomgå M:s beräkningar av avvecklingsvärdet. Skiljenämnden enades vid enskilda överläggningar om vissa principer för den sakkunniges granskning. Den sakkunnige hade enligt skiljenämndens under hand lämnade anvisningar värderat samtliga tillgångar med undantag av "anläggningarna". Värdet av dessa hade framkommit såsom ett saldo med utgångspunkt från det av M medgivna inlösningspriset under antagande att halv utskiftningsskatt beräknades såsom avgående post. Skogs- och jordbruksfastigheter hade värderats på grundval av beräknade intäkter och kostnader, varvid årstillväxten hade baserats på av en konsult utförd skogstaxering. Nuvärdet av årsavkastningen av dessa fastigheter hade bestämts genom kapitalisering efter 6 %.

Gm ansåg inte motiv föreligga för avdrag för utgiftningsskatt.

M framhöll att skäl närmast förelåg för beräkning av full utskiftningsskatt men hade inte något att erinra mot avdrag med hälften av denna skatt under förutsättning att övriga värderingar godtogs.

I sitt beslut förklarade *skiljemännen*:

"Vad beträffar de principer, på vilka värdering bör grundas, finner skiljenämnden att avkastningsförmåga i första hand bör vara utslagsgivande för aktievärdet. Då på grund av hittillsvarande och förväntad resultatutveckling i förevarande fall avkastningsvärdet uppenbarligen väsentligt

understiger det värde som kan beräknas föreligga vid en avveckling av bolaget, finner skiljenämnden dock i likhet med parterna att avvecklingsvärdet här bör vara grundläggande.”

Vid bedömandet av avvecklingsvärdet godtog skiljemännen den sakkunniges värdering av tillgångar och skulder, vilket innebar såsom skiljemännen uttryckligen framhöll, att de funnit en diskontering efter 6 % skäligen i vad avsåg skogs- och jordbruksfastigheter.

Beträffande värdet av ”anläggningarna”, som framkommit som ett ”saldo”, fann skiljemännen att detta värde vid en avveckling av rörelsen måste betraktas såsom icke oväsentligt överstigande det verkliga värdet. ”Då man därjämte enligt skiljenämndens uppfattning vid en tänkt avveckling icke helt kan bortse från den latent utskiftningsskatteskulden” fann skiljemännen värdet på aktierna i D något understiga det av M erbjudna lösenbeloppet. Med beaktande av de osäkerhetsfaktorer som alltid förelåg vid värderingar av ifrågavarande slag, fann sig skiljemännen dock kunna fastställa aktiernas verkliga värde till av M erbjudet belopp. Det antecknades att detta värde väl överensstämde med fondbörsnoteringen å aktierna vid tiden för utgången av M:s erbjudande till D:s aktieägare.

#### Fall 27.<sup>21</sup>

M:s yrkande	185
Gm:s yrkande	330
Skiljemännen	245
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

M upplyste att det under  $T_{-1}$  erbjudit sig köpa aktierna i D för 275. D ägde  $T_{-1}$  en stor portfölj börsnoterade aktier vars värde därefter kraftigt sjunkit. Substansvärdet per medio  $T_0$  uppgick efter avdrag för latent utskiftningsskatt till 187 och per ultimo  $T_0$  till 180. Under tiden efter utgången av  $T_{-1}$  hade aktieportföljen successivt försålts. Lösenbeloppet borde anknytas till aktiernas värde vid inlösentillfället.

Gm hävdade att aktievärdet borde bestämmas per ultimo  $T_{-1}$  per vilken dag senaste balansräkning var upprättad.

M upprepade sitt erbjudande till aktieägarna i D under  $T_0$  att köpa

<sup>21</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12.

aktierna för 275. Trots nedgången av börsvärdet i D:s aktieportfölj ansågs varje aktie i D värd 275.

På angivna, i domen icke återgivna, grunder beräknade Gm värdet av varje aktie till 333 om avdrag icke gjordes för latent utskiftningsskatt och till 296 om avdrag gjordes med en tredjedel av utskiftningsskatteskulden.

M yrkade inte att något avdrag skulle göras för beräknad skatt å realisationsvinster enär beskattningsbar realisationsvinst inte torde uppstå, främst med hänsyn till viss uppkommen realisationsförlust.

*Skiljemännen:* Lösenbeloppet bör bestämmas till aktiernas verkliga värde vid en tidpunkt som ligger så nära inlösningsdagen som möjligt.

Utskiftningsskatten utgör principiellt en bolagets latent skuld. Erläggandet av denna skatt aktualiseras emellertid normalt först i samband med en framtida likvidation eller nedsättning av aktiekapitalet. Tidpunkten härför kan icke förutsägas. I förevarande fall finner sig skiljemännen böra räkna med att det kan komma att dröja avsevärd tid innan skyldighet att erlagga utskiftningsskatt blir aktuell. Denna skuld bör upptagas till ett beräknat nuvärde, och skiljemännen finner skäligt att beräkna detta värde till hälften av skattebeloppet.

Lösenbeloppet bestämdes till 245.

#### Fall 28.<sup>22</sup>

M:s yrkande	375
Gm:s yrkande	560 + ränta
Skiljemännen	400
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

Parterna var ense om att, eftersom fråga var om värdering av aktier i ett rörelsedrivande och vinstgivande bolag, värderingen borde avse bestämmande av ett avkastningsvärde, beräknat på grundval av vad bolagets rörelse avkastat och kunde förväntas avkasta.

M beräknade några avkastningsvärden med utgångspunkt från den faktiska utdelning som D lämnat för åren  $T_{-3}$ — $T_0$ . D hade varit börsnoterat. Genomsnittsuddelningen kapitaliserades efter den räntesats som Riksskattenämnden angivit som effektiv förräntning på börsnoterade aktier inom ifrågavarande bransch. Avkastningsvärdet på dessa grunder

<sup>22</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8, 10 och 13.

blev 181. Om man i enlighet med Riksskattenämndens anvisningar ökade förräntningstalet med 2 %-enheter för att beakta att aktien icke var börsnoterad, blev avkastningsvärdet 127. Utgick man från utdelningen endast år  $T_0$  blev avkastningsvärdet 234 respektive 164. — M hade också gjort en avkastningsvärdeberäkning, baserad på den vinstutdelning som för åren  $T_{-3}$ — $T_{+1}$  maximalt skulle ha kunnat utgå till D:s aktieägare. D:s resultat enligt årsredovisningarna efter justering med hänsyn till rörelsefrämmande poster och kalkylmässiga avskrivningar uppgick till 55, 69, 58, 44 resp. 79. Av dessa årsvinster måste enligt M:s uppfattning innehållas 10 % av årsvinsten före skatt till lager- och fordringsreserver m.m., samt 10 % av årsvinsten efter skatt för avsättning till beskattade fonder. Skatt beräknades schablonmässigt till 52 %. Utdelningsbar vinst utgjorde således 38,88 % ( $90\% \times 48\% \times 90\%$ ) av justerad årsvinst före skatt. Genomsnittsvinsten för perioden  $T_{-3}$ — $T_0$  uppgick till 22 och för perioden  $T_{-3}$ — $T_{+1}$  till 24. Med de begränsade reserveringar som gjorts i beräkningarna skulle emellertid i bolaget icke bli kvar mycket medel för att säkerställa en tillfredsställande utveckling av bolagets rörelse och en framtida vinst av samma storleksordning som hittills. Därför borde man vid kapitaliseringen räkna med en räntefaktor av minst 8 %, jämfört med 4,7 % respektive 6,7 % i tidigare beräkningar. Avkastningsvärdet blev då 275 respektive 295, beroende av vilken jämförelseperiod man utgick från. — För att taga skälig hänsyn till börskursen på aktierna i D, så länge de var börsnoterade, medgav M dock ett lösenbelopp motsvarande 375.

*Gode mannen* anförde att de bokföringsmässiga avskrivningarna måste anses fullt tillräckliga varför anledning saknades att göra ytterligare avdrag med hänsyn till kalkylmässiga avskrivningar. Den genomsnittliga årsavkastningen före skatt för  $T_{-3}$ — $T_{+1}$  fick anses ha uppgått till 68. Skäl saknades att reducera detta belopp genom att göra avdrag för avsättning till reserver av skilda slag. Skatt borde beräknas till 50 % av avkastningen. Högre räntefaktor än 6 % borde icke begagnas vid beräkningen av det kapitaliserade värdet. På dessa förutsättningar blev avkastningsvärdet 560.

M genmälde att om man icke godtog kravet på reserveringar måste man i stället vid kapitalisering av årsavkastningen begagna en räntefaktor av lägst 10 %.

På frågor av skiljemännen uppgav M, att D:s resultat  $T_{+1}$  icke påverkats av särskilda åtgärder från M:s sida utan var att anse som skapat av D självt. För  $T_{+2}$  hade budgeterats en koncernvinst före skatt av 90 att jämföras med 79 för  $T_{+1}$ . På skiljemännens frågor uppgav M slut-

ligen att utfallet under första kvartalet  $T_{+2}$  uppgått till 20 mot budgeterade 14.

Gode mannen framhöll att D:s resultatutveckling uppvisade en klart uppåtgående trend och att vid aktievärderingen hänsyn här till måste tagas genom att man vid kapitalisering av den beräknade årsavkastningen räknade med lägre procentsats. M framhöll att några säkra slutsatser icke kunde dragas av det gynnsamma utfallet under första kvartalet  $T_{+2}$  enär utfallet starkt varierade för de skilda kvartalen. Slutligen uppgav M att det kontantbelopp motsvarande 520, som M erbjöd aktieägarna i D såsom ett alternativ i samband med inlösen av minoritetsaktierna i D, helt baserade sig på dåvarande börskurs på aktierna i M och avsåg att göra erbjudandet likvärdigt med det samtidigt framförda erbjudandet om likvid huvudsakligen i form av aktier i M.

*Skiljemännen* fann att lösenbeloppet för varje aktie borde bestämmas på grundval av en beräkning av avkastningsvärdet,

”dvs. i princip nutidsvärdet av den avkastning som rörelsen kan beräknas ge för framtiden. Eftersom den framtida utvecklingen aldrig kan med säkerhet förutses, är man vid beräkningen av avkastningsvärdet hänvisad till att utgå från vad som nu är känt om resultatet av (D:s) rörelse under senare år och om utvecklingen under dessa år.”

Vid beräkning av resultatet av koncernens rörelse var det befogat att räkna med de kalkylmässiga avskrivningar som M uppgivit.

Vid avkastningsvärdeberäkningen borde man emellertid

”icke inskränka sig till att lägga enbart den årliga genomsnittsavkastningen under femårsperioden ( $T_{-3}$ — $T_{+1}$ ) till grund för aktievärderingen. Hänsyn måste rimligen också tagas till koncernens goda resultat under ( $T_{+1}$ ) och i viss mån också till vad som upplysts rörande budgeteringen för ( $T_{+2}$ ). Med beaktande av samtliga föreliggande omständigheter finner skiljemännen den framtida avkastningen skäligen böra beräknas till (80) före skatt.”

Hänsyn till beskattningen borde enligt skiljemännen tagas genom valet av kapitaliseringsfaktor.

”Då (M) medgivit att värdet på de aktier, om vilkas inlösen är fråga, fastställs utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier och då även den vinst, som icke utdelas utan kvarhålls inom företaget, ytterst kommer aktieägarna till godo, anser skiljemännen det ej erforderligt att vid beräkning av avkastningsvärdet taga hänsyn till det i och för sig obestridliga kravet på avsättningar i konsolideringssyfte på annat sätt än att jämväl detta krav måste beaktas vid bestämmandet av kapitaliseringsfaktorn.”

Skiljemännen fann att kapitaliseringsfaktorn 5 borde komma till användning, motsvarande ett varaktigt avkastningskrav av 20 % före skatt. I enlighet härmed beräknades verkliga värdet av varje aktie i D till 400. Gode mannens yrkande om ränta på lösenbeloppet ogillades.

#### Fall 29.<sup>23</sup>

M:s yrkande	270
Gm:s yrkande	580
Övriga yrkanden	740, 650
Skiljemännen	390
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr.

Parterna var ense om att lösenbeloppet borde fastställas till ett avkastningsvärde, grundat på vad D:s rörelse avkastat och kunde förväntas avkasta.

M beräknade D:s rörelseresultat före bokslutsdispositioner och skatt samt efter justering med hänsyn till rörelsefrämmande poster och med hänsyn till kalkylmässiga avskrivningar och viss reduktion för minoritetsandel. För perioden  $T_{-4}$ — $T_{+1}$  räknade M med följande justerade årsresultat: 57, 47, 30, 46, 72 resp. 83. Gm och en minoritetsaktieägare godkände M:s beräkningar. En minoritetsaktieägare hävdade, att de kalkylmässiga avskrivningarna innebar en klar överkonsolidering och att de därför borde reduceras.

M redovisade vissa beräkningar av värdet på aktierna i D om detta beräknades på grundval av den faktiska utdelning som aktieägarna erhållit för åren  $T_{-4}$ — $T_{+1}$ . Om däremot avkastningsvärdet skulle beräknas på grundval av den vinstutdelning som maximalt kunnat utgå till aktieägarna i D måste man räkna med att av varje års vinst måste innehållas dels 10 % av vinsten före skatt för avsättning till obeskattade lager- och fordringsreserver m.m., dels 10 % av vinsten efter skatt för avsättning till beskattade fonder, varför endast därutöver befintlig vinst var att bedöma som utdelningsbar.<sup>24</sup>

En minoritetsaktieägare godtog M:s sist angivna ståndpunkt. En annan minoritetsaktieägare hävdade, att avdrag för fonderingar icke borde göras, enär erforderlig konsolidering redan skett bl.a. genom de kalkyl-

<sup>23</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8 och 10.

<sup>24</sup> Jfr fall 28 s.254 ff.

mässiga avskrivningarna. Gm gjorde gällande, att det vid den värdering varom var fråga var tillräckligt att räkna med en avsättning till beskattade reserver av 10 % av vinsten efter skatt, varför man icke borde räkna med någon dold konsolidering genom avsättning av viss del av vinsten före skatt.

M och Gm utgick vid sina beräkningar från en schablonmässigt beräknad skatt av 52 %. Två minoritetsaktieägare gjorde gällande att skatt skulle beräknas efter 50 %.

M hävdade att man vid beräkningen av D:s avkastningsvärde borde utgå från medeltalet av de justerade årsresultaten för  $T_{-4}$ — $T_{+1}$  och räkna med en förräntning efter 10 % och i varje fall icke under 8 %. M framhöll att D:s resultat starkt varierade med svängningar i konjunkturen och det rådde stark konkurrens inom bolagets verksamhetsområden, vilket ställde betydande krav på produktutveckling och marknadsföring, varför man inte kunde diskontera några förväntningar om en markant och bestående förbättring av D:s resultat i framtiden.

Gm hänvisade bl.a. till att betydande fusionsvinster skulle vara att vänta till följd av samgåendet mellan D och M. Det skulle därför inte vara rimligt att vid värderingen ta hänsyn till mer än de tre senaste åren,  $T_{-1}$ — $T_{+1}$  och att goda skäl talade för att endast de två senare åren,  $T_0$ — $T_{+1}$ , borde beaktas. Med begagnade av tre olika medeltalsberäkningar, med enkelt eller vägda medeltal, och därefter anpassade räntesatser, lägst 5 % och högst 6 %, beräknade gode mannen det kapitaliserade värdet till belopp i runt tal motsvarande hans yrkande, dvs. 290.

En minoritetsägare framhöll att tillverkningstiden för D:s produkter var kort i förhållande till bokföringsåret, varför det saknades anledning att vid beräkning av avkastningsvärdet fästa avseende vid resultatet för fler än närmast föregående år. Vid kapitaliseringen borde man enligt denne minoritetsägare räkna med en förräntning av 5 %. En annan minoritetsaktieägare gjorde också gällande att huvudvikten borde läggas vid senaste bokslut och att det kapitaliserade värdet av den utdelningsbara vinsten detta år borde fastställas med begagnande av vinstmultiplikatorn 15.

M genmälde bl.a. att man genom att lägga enbart det senaste årets mycket goda resultat till grund för beräkning av den utdelningsbara vinsten helt orealistiskt bortsåg från årsresultatens starka beroende av konjunkturen. Vinsten  $T_{+2}$  kunde beräknas bli lägre och vinsten  $T_{+3}$  än lägre. "Med hänsyn till (D:s) beroende av konjunkturen, det osäkra internationella läget, främst på valutaområdet, och de mycket stora utvecklingskostnader med vilka bolaget måste räkna, bl.a. på miljövärd-



området” hävdade M att ett enkelt medeltal av vinsterna under åren  $T_{-4}$ — $T_{+1}$  borde läggas till grund för bedömningen av de framtida vinsterna.

På fråga av skiljenämndens ordförande förklarade M att man inte hade något att invända mot att aktiernas avkastningsvärde beräknades direkt på grundval av de justerade årsresultaten under åren  $T_{-4}$ — $T_{+1}$  utan särskild beräkning av hur stor del av vinsten som maximalt hade kunnat utdelas till aktieägarna. M framhöll emellertid att man, om denna metodik begagnades, måste räkna med så mycket högre räntesats vid kapitaliseringen, att avkastningsvärdet blev detsamma som med den av M använda beräkningsmetoden.

*Skiljemännen* konstaterade inledningsvis att aktievärdet skulle bestämmas på grundval av en beräkning av avkastningsvärdet,

”dvs. i princip nutidsvärdet av den avkastning som rörelsen kan beräknas ge för framtiden. I ärendet har icke ens påståtts att i (D) ingår rörelsefrämmande tillgångar av sådan betydelse, att de skulle böra utbrytas ur avkastningsvärdeberäkningen och värderas efter andra grunder.”

Skiljemännen fann det befogat att räkna med de kalkylmässiga avskrivningar som M uppgivit och godtog därför de av M angivna justerade resultaten som accepterats av G.

”Vilka antaganden dessa siffror berättigar till, när det gäller att bedöma den sannolika framtida utvecklingen, är en vansklig fråga, och utrymme finns för olika meningar därom. Särskilda skäl föreligger icke för ett antagande att den framtida avkastningen skall motsvara genomsnittsavkastningen under just de sex år som ovan angivits. Större vikt måste enligt skiljemännens mening tillmätas det förhållandet, att vinstutvecklingen efter det mindre gynnsamma året ( $T_{-2}$ ) till och med år ( $T_{+1}$ ) präglats av en starkt uppåtgående trend, ett förhållande som icke rimligtvis kan antagas ha berott enbart på gynnsamma konjunkurer utan också måste ses som en följd av skicklig företagsledning. Om konjunkturen nu varit oförändrad, skulle det enligt skiljemännens uppfattning icke ha varit orealistiskt att vid den aktievärdering varom nu är fråga räkna med än högre avkastning än den som uppnåtts under år ( $T_{+1}$ ).”

Då man inte kunde bortse från konjunkturen och från att vinstutvecklingen temporärt kunde bli mindre gynnsam än under de senaste åren ansåg skiljemännen att D på längre sikt kunde förväntas ge resultat som icke understeg genomsnittet av de två senaste årens faktiskt uppnådda resultat. Årsavkastningen borde därför skäligen beräknas till 78 före skatt.

”Då (M) medgivit att värdet på de aktier, om vilkas inlösen är fråga, fastställles utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier och då även den vinst, som icke utdelas utan kvarhållles inom företaget, ytterst kommer aktieägarna till godo, anser skiljemännen ej erforderligt att vid beräkning av avkastningsvärdet taga hänsyn till det i och för sig obestridiga kravet på avsättningar i konsolideringssyfte på annat sätt än att detta krav måste beaktas vid bestämmande av den vinstmultiplikator som bör begagnas vid vinstens kapitalisering. Vid bestämmande av vinstmultiplikatorn måste hänsyn också tagas till beskattningen.”

Skiljemännen ansåg att högre vinstmultiplikator än 5 och lägre än 4 icke rimligen kunde ifrågakomma. De fann övervägande skäl tala för att multiplikatorn 5 begagnades, motsvarande ett varaktigt avkastningskrav av 20 %. Detta förde till ett avkastningsvärde som avrundat motsvarade 390.

### Fall 30.<sup>25</sup>

M:s yrkande	200
Gm:s yrkande	438 + ränta
Övriga yrkanden	505, 425, 420 + ränta
Skiljemännen	275
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr?

M medgav att värdet på aktierna i D fastställdes utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier. Mellan parterna blev, med vissa reservationer, ostridigt, att lösenbeloppet i princip borde fastställas till ett avkastningsvärde motsvarande det på varje aktie belöpande kapitalvärdet av den årliga avkastning som D:s rörelse lämnat och framdeles kunde förväntas lämna, varvid man borde utgå från avkastningen före avsättningar i konsolideringssyfte och före skatt.

M åberopade utredning om vad D:s rörelse avkastat under perioden  $T_{-5}$ — $T_{+1}$ . Till redovisade nettovinster skulle läggas bokförda allmänna skatter, avsättningar till reserver, nedskrivningar och avskrivningar men därifrån avgå kalkylmässiga avskrivningar och rörelsefrämmande poster.

Minoritetsaktieägare A invände: M har gjort kalkylmässiga avskrivningar på egna fastigheter med 10 % på vissa byggnadsinventarier, 5 % på andra byggnadsinventarier och 2 % på taxerade byggnadsvärden. Då D:s försäljningar av fastigheter under ifrågavarande år genomgående lett till realisationsvinster utöver återvunna värdeminskningssavdrag, saknas

<sup>25</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8 och 13.

anledning att vid värdering av aktierna i D belasta resultatet med avskrivningar på fastigheterna. Den enda justering av vinstresultaten som i detta hänseende bör göras är att återvinna värdeminskingsavdrag icke skall upptagas på intäktssidan. — M har vidare gjort kalkylmässiga avskrivningar på hyresrätter med 10 % samt på om- och tillbyggnader på främmande fastigheter med ursprungligen 15 % per år, vilken sistnämnda procentsats M dock under skiljetvisten nedsatt till 10 % per år. Då de hyreskontrakt som D slutit genomsnittligt icke torde ha lett till kortare hyrestid än 20 år, bör enligt A:s mening ifrågavarande avskrivningar icke göras med mer än högst 5 % per år. — Under en följd av år har D drivit viss rörelse vid sidan av sin huvudverksamhet, vilken sidorörelse numera är avvecklad. M har eliminerat vinster och förluster i sidorörelsen såsom rörelsefrämmande. A menar, att grund härför saknas. — M har likaledes bedömt realisationsvinster å börsnoterade aktier såsom rörelsefrämmande och eliminerat dem ur resultatberäkningen. Då D under en följd av år i syfte att göra likvida medel värdebeständiga placerat sådana medel i börsnoterade aktier, samt värdestegring på dessa är att likställa med förräntning på investerat kapital, bör dessa poster icke beaktas som rörelsefrämmande och sålunda icke elimineras ur resultatberäkningen. — Ytterligare har D vid sina beräkningar belastat årsresultaten fr.o.m. T<sub>4</sub> med viss del av nettoförlust som uppkommit i ett delägt utländskt dotterbolag. Dessa förluster utgör emellertid organisations- och startkostnader. Anledning saknas att belasta D:s resultat under ifrågavarande år med någon del av de uppkomna förlusterna. — Vid beräkningen av rörelseresultatet har M i samband med vissa etableringar av nya driftställen belastat årsresultaten med samtliga startkostnader. Kostnaderna för anskaffning av förbrukningsmaterial och övriga startkostnader bör enligt A fördelas på 5 år genom avskrivning med 20 %.

Minoritetsaktieägare B godtog att man borde räkna med kalkylmässiga avskrivningar på D:s fastigheter men gjorde gällande att, om avskrivning på byggnadsinventarier gjordes med 10 % resp. 5 %, anledning saknades att i övrigt räkna med högre avskrivning än 1 % på de taxerade byggnadsvärdena. I fråga om kalkylmässiga avskrivningar på hyresrätter, realisationsvinster vid försäljning av börsnoterade aktier samt andelar i förluster i utländskt dotterbolag accepterade B A:s ståndpunkt. I övrigt godtog B M:s ståndpunkt.

Aktieägarna C och D anslöt sig i vissa avseenden till A och i andra avseenden till B.

Gode mannen anslöt sig i fråga om startkostnader för nya enheter till A och biträdde i övrigt B:s ståndpunkt.

De olika parterna — och sedermera skiljemännen — räknade med följande justerade årsresultat:

	M	A	B	C, D	Gm	Skiljemännen
T <sub>-5</sub>	52	62	57	58	60	55
T <sub>-4</sub>	38	46	41	42	43	39
T <sub>-3</sub>	40	49	42	44	44	41
T <sub>-2</sub>	44	54	47	49	49	45
T <sub>-1</sub>	54	64	58	59	60	56
T <sub>0</sub>	36	—	40	—	40	38
T <sub>+1</sub>	16	—	—	—	—	18

M genmälde att realisationsvinster som uppkommit vid fastighetsförsäljningar snarast torde bero på att marken stigit i värde. Markvärdestegring utgjorde inte något skäl att underlåta företagsekonomiskt motiverade byggnadsavskrivningar.

A framhöll, att påståendet om att realisationsvinsterna väsentligen berott på markvärdestegring utgjorde ett obekräftat antagande, som dessutom saknade betydelse för bedömning av frågan huruvida resultatet skulle belastas med avskrivningar. En fastighet måste betraktas som en helhet, varför det är likgiltigt, om återvinning av värdeminskningssavdrag sker till följd av värdeökning på byggnader eller på den mark varpå de är uppförda. B anförde, att A principiellt hade rätt i sin uppfattning att man icke bör räkna med avskrivningar på fastigheter. Den omständigheten att B det oaktat godtagit vissa avskrivningar, ehuru med lägre belopp än varmed M kalkylerat, får ses mot bakgrund av B:s ställningstagande i andra frågor.

M anförde ifråga om de kalkylmässiga avskrivningarna på hyresrätter samt om- och tillbyggnader på främmande fastigheter, att den genomsnittliga kontraktstiden uppgick till 13 år 10 månader. Om- och tillbyggnader skedde icke enbart vid kontraktstidens början utan även senare. En årlig avskrivning av 10 % är rimlig. A genmälde, att det avgörande icke var kontraktstidens längd, ty hyreskontrakten förlängdes regelmässigt. I genomsnitt hade de hyreskontrakt D slutit icke lett till kortare hyrestid än 20 år. Ditintills hade de ursprungliga lokalerna i genomsnitt disponerats i 30 år. En årlig avskrivning med 5 % är därför mer än tillräcklig.

I fråga om den avvecklade sidorörelsen och vinster vid försäljning av börsnoterade aktier, anförde M, att ingendera kunde förväntas lämna

några nämnvärda bidrag till D:s framtida vinst. Det är därför riktigt att eliminera dessa poster ur de gångna årens resultat.

A genmälde, att M icke förebragt någon omständighet varför sidorörelsen skulle elimineras ur resultatberäkningen. Det är vidare allmänt accepterat att aktieavkastning över en period skall beräknas genom att man till direktavkastningen lägger kursvinster. D:s innehav av börsnoterade aktier har haft karaktären av realvärdesäkring av medel avsedda för rörelsens utbyggnad. Alternativa placeringsobjekt hade lämnat högre direktavkastning.

I fråga om förluster i utlandsbolag anförde M, att begynnelseförlusterna blivit mycket större än man på förhand beräknat. Man måste bedöma möjligheterna att vända resultatet till vinst "mycket försiktigt, för att icke säga pessimistiskt". Det är därför riktigt att ta med en del av dessa begynnelseförluster.

A genmälde, att D:s styrelse icke i någon årsredovisning nedskrivit värdet på D:s aktieinnehav i ifrågavarande bolag. För riksbanken hade D förklarat, att engagemangen på sikt skulle leda till vinster. Då här icke är fråga om substansvärdering och då förlusterna är av kortsiktig natur, vore det orimligt att belasta D med andelar i de bokförda förlusterna. I M:s förvaltningsberättelse för  $T_{+1}$  uttalade styrelsen, att försäljningen i ifrågavarande bolag utvecklats väl, att de redovisningsmässiga förlusterna under uppbyggnadstiden visserligen varit betydande men att engagemangen på längre sikt bedömdes bli fullvärdiga.

Gentemot vad A, C, D och Gm anført i fråga om startkostnader för nya enheter bestred M, att någon aktivering skulle ske. Enligt M:s mening kunde det ifrågasättas om en sådan aktivering skulle överensstämma med allmänna bokföringsgrunder och god köpmannased.

M gjorde gällande, att lösenbeloppet borde fastställas till det värde som aktien kunde anses ha vid tidpunkten för skiljedomens meddelande. Ett bolags avkastningsvärde torde kunna anges som nuvärdet av den förväntade framtida avkastningen. För att bedöma framtiden behöver man söka ledning i fakta från gången tid, och detta faktaunderlag bör vara så aktuellt som möjligt. Därför bör även verksamhetsåret  $T_{+1}$  beaktas i full utsträckning.

A hävdade, att värdering borde ske med utgångspunkt från de förhållanden som var kända, då M erbjöd aktieägarna i D att överlåta sina aktier till M. Man bör bortse från årsresultaten  $T_0$  och  $T_{+1}$  men i stället medräkna resultatet under verksamhetsåret  $T_{-5}$ . De två senaste verksamhetsåren, som M åberopat, bör uteslutas dels på grund av att M på av A närmare angivet sätt negativt påverkat D:s resultat och hämmat D:s

expansion, dels på grund av att dessa två verksamhetsår icke är representativa, då branschen bl.a. av konjunkturskäl fått en krisartad utveckling. Även M räknar numera för D:s del med en ökad marknadsandel, kraftig omsättningsökning och betydande resultatförbättring.

M tillbakavisade A:s påståenden om att M påverkat D:s resultat i negativ riktning och hämmat D:s expansion. M androg också att ett budgeterat resultat efter avskrivningar men före dispositioner och skatter för  $T_{+2}$  nedjusterats från 35 till 24 sedan resultatutfallet för första kvartalet blivit känt. Man kan då konstatera, att D under tre år i följd, tillika de mest aktuella åren, kommer att ha ett lägre resultat än under något av de år, som M:s motparter vill lägga till grund för avkastningsvärderingen.  $T_{-5}$  ligger för långt tillbaka i tiden för att vara ett representativt uttryck för D:s lönsamhet. A invände, att nedräkningen av D:s budgeterade resultat för  $T_{+2}$  icke var befogad. Första kvartalet hade gett ett överskott av 26. Med hänsyn till den genomsnittliga resultatutvecklingen  $T_{-5}$ — $T_{-2}$  borde årsresultatet då bli 43. M:s VD hade också vid en presskonferens under  $T_{+2}$  uttalat positiva synpunkter på koncernens utveckling för då innevarande verksamhetsår.

Samtliga parter på minoritetssidan hävdade att man vid beräkning av kapitalvärdet skulle skilja mellan å ena sidan fastighetsrörelse, å andra sidan övriga rörelser. På fastighetsrörelsen kunde man icke ställa tillnärmelsevis samma krav som på övrig rörelse.

A har beräknat resultatet av fastighetsrörelsen med begagnande av två alternativa grunder för beräkning av räntekostnaderna. På fastighetsrörelsen bör icke ställas högre förräntningskrav än 6 %, motsvarande en vinstmultiplikator av 16,67, och på övrig rörelse ett förräntningskrav av högst 15 %, motsvarande en vinstmultiplikator av 6,67. I fråga om fastighetsrörelsen har A särskilt framhållit, att en icke obetydlig del av fastighetsbeståndet, avsett för framtida expansion, knappast lämnade någon förräntning alls. Fr.o.m.  $T_{+3}$  skulle fastighetsbeståndet bli ännu mera värdefullt på grund av möjligheterna att väsentligt höja hyrorna.

För fastighetsrörelsen borde enligt B tillämpas förräntningskravet 6,67 % motsvarande vinstmultiplikatorn 15, och för övrig rörelse 20 % motsvarande vinstmultiplikatorn 5. C, D och Gm har delat upp rörelsen på samma sätt som B och tillämpat samma vinstmultiplikatorer men på grund av vissa andra olikheter kommit till något olika resultat.

B, C, D och Gm har dessutom gjort gällande att till de framräknade avkastningsvärdena bör läggas ett icke oväsentligt belopp, motsvarande substansvärdet av fastigheter som lämnar ingen eller helt obetydlig avkastning. B beräknade detta tillägg till 50 och C, D, och Gm till 48.

M bestred det befogade i att göra någon uppdelning av D:s rörelse-resultat. D:s fastigheter representerar icke någon särskild rörelsegren. De utgör en integrerad del i D:s totala rörelse. En uppdelning av resultatet möter därjämte stora praktiska svårigheter, ty några vattentäta skott existerar icke mellan fastighets- och övrig rörelse. M kan i och för sig acceptera, att man i vissa fall vid värdering av ett företag med stora reall tillgångar använder en något lägre kapitaliseringsränta än vid värdering av motsvarande företag utan nämnvärda reall tillgångar. Vid värdering av aktierna i D är det emellertid riktigare att se D:s resultat som den enhet det i verkligheten utgör och att vid den samlade bedömningen av kapitaliseringsprocenten ta hänsyn till branschens framtidsutsikter liksom till förefintligheten av reall tillgångar hos D. Vid en sådan samlad bedömning bör man enligt M:s mening icke underskrida en kapitaliseringsränta av 20 % för D:s hela resultat.

A gjorde gällande, att om man icke gjorde en uppdelning mellan fastighets- och övrig rörelse, borde förräntningskravet totalt icke ställas högre än till 12 %, motsvarande en vinstmultiplikator av 8,33.

B, C, D och Gm hävdade att man under enahanda förutsättning borde kapitalisera två tredjedelar av avkastningen efter en räntesats av 20 % och en tredjedel av avkastningen efter en räntesats av 6,67 %, motsvarande vinstmultiplikatorerna 5 resp. 15.

M bestred slutligen att några av D:s fastigheter skulle utbrytas ur avkastningsvärderingen. Ifrågavarande fastigheter utgjorde icke rörelsefrämmande tillgångar. En viss omplacering inom dessa fastigheter skedde kontinuerligt, men ett visst lager av fastigheter med låg avkastning ingick som en naturlig del av D:s rörelse och utgjorde en nödvändig rörelsetillgång för att säkerställa rörelsens fortsatta utbyggnad.

*Skiljemännen* utgick från M:s beräkning av justerade resultat för D och gjorde följande bedömanden av de anmärkningar som M:s motparter framställt.

Vad angår kalkylmässiga avskrivningar på egna fastigheter fann skiljemännen den omständigheten att D:s fastigheter stigit i värde och att realisationsvinster uppkommit icke böra föranleda att man vid värderingen underlåter att belasta årsresultaten med avskrivningar. Med beaktande bl.a. av riksskattenämndens anvisningar om normalprocentsatser för avskrivning på rörelsebyggnader, fann skiljemännen att någon befogad anmärkning icke kunde riktas mot M:s beräkningssätt.

I fråga om kalkylmässiga avskrivningar på hyresrätter bör M:s beräkning icke frångås.

Beträffande kalkylmässiga avskrivningar på om- och tillbyggnader på

främmande fastigheter är det avgörande icke i och för sig hur lång tid som D kan beräknas få nyttja förhyrd lokal utan hur lång tid lokalen kan nyttjas, innan om- eller tillbyggnad blir erforderlig. Ur företagsekonomisk synpunkt är det befogat att räkna med en avskrivningstid av 10 år. M:s beräkning skall därför ej frångås.

Vad angår den numera avvecklade sidorörelsen anser skiljemännen det osannolikt, att D framdeles kommer att driva dylik rörelse. Men man kan icke bortse från att de medel som investerats i denna sidorörelse skulle, om sådan investering icke hade skett, ha kunnat utnyttjas i D:s övriga rörelse och därmed haft inverkan på rörelseresultatet. På grund därav fann skiljemännen anledning saknas att eliminera sidorörelsens resultat.

Realisationsvinster å börsnoterade aktier bör betraktas som en del av avkastningen och kan icke anses ha varit rörelsefrämmande.

Frågan i vad mån de i de utländska dotterbolagen uppkomna startförlusterna bör influera på beräkningen av D:s rörelseresultat fann skiljemännen tveksam. Skäl sänkades icke för någondera ståndpunkten. Om motsvarande förluster skulle ha uppkommit i Sverige skulle dessa förluster ha påverkat D:s rörelseresultat negativt. Å andra sidan kan utlands-etableringarna sägas ha något annorlunda karaktär än en nyetablering i Sverige, varför det icke skulle vara rimligt att nuvarande minoritetsaktieägare i D skulle drabbas av någon del av de uppkomna förlusterna, när de icke kommer att få någon del i den vinst som på sikt kan uppkomma. Vid frågans bedömning kan man icke bortse från att även M ansett att 50 % av den på D belöpande förlusten kunnat aktiveras. Frågan gäller därför närmast en skälighetsbedömning av hur mycket av förlusterna som är reella. Ej heller kan man bortse från att i senaste förvaltningsberättelse för M uttalats att försäljningen i dotterbolagen utvecklats väl och att engagemangen bedöms bli fullvärdiga på längre sikt. "Med hänsyn till att minoritetsaktieägarna befinner sig i en tvångssituation bör den tvekan som i förevarande avseende föreligger komma dem tillgodo" varför skiljemännen fann det rimligt att bortse från förlusterna i de utländska dotterbolagen.

Skiljemännen fann slutligen icke tillräckliga skäl föreligga att göra av minoritetsaktieägarna yrkade tillägg till årsresultaten för startkostnader i samband med nyetableringar.

Skiljemännen fann det naturligt och rimligt att beakta årsresultaten under en sammanhängande tidsperiod av fem år. Vad angår  $T_0$  och  $T_{+1}$  fann skiljemännen icke anledning till antagande att M påverkat D:s resultat i negativ riktning eller hämmat D:s expansion. Från den synpunkten förelåg alltså inte hinder mot att beakta även dessa år. Såvitt angår  $T_{+1}$



borde man bortse från detta då resultatet påverkats av lågkonjunktur och extraordinära förhållanden. Till grund för beräkningarna skall därför läggas justerade årsresultat för  $T_{-4}$ — $T_0$ . Medeltalet av de justerade årsresultaten utgör 44 före skatt.

Det är givetvis icke möjligt att med säkerhet bedöma huruvida en genomsnittlig årsavkastning av denna storleksordning kan påräknas för framtiden. Efter övervägande av vad som framförts om branschens framtid utgick skiljemännen från en antagen genomsnittlig årsavkastning av i runt tal 44 före skatt.

Skiljemännen fann i och för sig obestriddligt riktigt att hänsyn borde tagas vid förräntningskravets bestämmande till D:s mycket betydande fastighetsinnehav. D drev emellertid endast i förhållandevis ringa utsträckning fastighetsrörelse i annan mening än att fastigheter anskaffats för omedelbar eller framtida användning i den egentliga rörelsen, låt vara att D också tillförts och kommer att tillföras vissa hyresintäkter från andra. En mer eller mindre vittgående hyreshöjning kommer visserligen att tillföra D ökade externa hyresintäkter, men den väsentliga — och i för sig betydande — fördel som D har av det stora fastighetsinnehavet, måste anses ligga däri att D i så avsevärd mån undgår kostnadsökning till följd av hyreshöjningar. Vid nu angivna förhållanden fann skiljemännen att någon uppdelning av årsresultatet på fastighetsrörelse och övrig rörelse icke skulle ske. Hänsyn till fastighetsinnehav fick i stället tagas vid valet av räntesats och däremot svarande vinstmultiplikator.

Då samtliga fastigheter måste antagas vara förvärvade för rörelsens behov samt dessa tillgångar förty icke till någon del är att anse som rörelsefrämmande, fann skiljemännen icke anledning att utbryta vissa fastigheter ur avkastningsvärderingen och åsätta dem särskilt värde.

Ett avkastningskrav på 20 % skulle enligt skiljemännen icke vara omotiverat om man skulle bortse från det stora fastighetsinnehavet. Då denna fördel är betydande, fann skiljemännen det försvarligt och skäligt att räkna med ett krav av 16 % motsvarande en vinstmultiplikator av 6,25.

Laga grund saknas för av minoritetsaktieägarna yrkat rätetillägg. Men då viss tid måste antagas förflyta från det minoritetsaktieägarna i D sista gången får lyfta utdelning på sina aktier och till dess dessa inlöses, fann skiljemännen det skäligt att avrunda det framräknade avkastningsvärdet från 272,5 till 275.

## Fall 31.<sup>26</sup>

M:s yrkande	100
Gm:s yrkande	175
Skiljemännen	100
Twisteföremålets storlek	$> 1\ 000\ 000$ kr.

*Moderbolaget* gjorde gällande, att inlösningspriset skulle principiellt motsvara det högsta av D:s avkastnings- eller avvecklingsvärde, varvid avkastningsvärdet skulle motsvara den framtida avkastningens nutidsvärde. Då en framtidsbedömning är vanskelig får en bedömning grundas på de faktiska nettoresultaten under åren  $T_{-10}$ — $T_0$  varvid man bortser från D:s startår  $T_{-11}$ . Värderingen bör hänföra sig till  $T_0$ . Med stöd av en ingående revisorsutredning hävdade M att avkastningsvärdet  $T_0$  fick anses motsvara ungefär 50 och att avvecklingsvärdet var än lägre. M hade dock ansett sig böra erbjuda 100 med hänsyn till att M sedan en del år tillbaka förvärvat ett stort antal B-aktier till detta pris.

*Gode mannen* vitsordade, att avkastningsvärdet borde läggas till grund för värderingen och att den av M åberopade revisorsutredningen utförts med noggrannhet och sakkunskap. Erinringar kan dock framställas mot den bl.a. för att någon bedömning av den framtida vinstutvecklingen inte skett. Denna utveckling kan inte bedömas med säkerhet men tecken tyder på att bedömningen i branschen är positiv. Belägg härför är de betydande utbyggnader som olika branschföretag, inkl. M, beslutat eller planerat. Man bör därför rimligen räkna med en fortsatt positiv resultatutveckling. — Vidare bör anmärkas att M år  $T_{-4}$  förvärvat ett stort antal B-aktier för cirka 120. Då resultatutvecklingen under  $T_{-1}$  och  $T_0$  varit gynnsammare än tidigare borde M i nuläget ha erbjudit ett högre pris. — Vid värderingen bör de senaste årens resultat tillmätas större betydelse. Även trenden är viktig. — Värderingen bör inte ske vid  $T_0$  som M gjort gällande, utan så nära tidpunkten för skiljedom som möjligt. — M:s uppfattning om avskrivningar kan inte godtagas. — Nödvändig förräntning av eget kapital har beräknats till 28 % före skatt. En rimligare diskonteringsfaktor torde vara 20 %. — Avkastningarna för  $T_{-1}$  och  $T_0$  och trenden pekar på en framtida årlig avkastning på 30—40. Med diskonteringsfaktorn 20 % blir aktievärdet 150—200.

M genmälde, att de planerade utbyggnaderna inom branschen inte skulle tas till intäkt för en positiv framtidssyn utan utgjorde en ovillkorlig förutsättning för att företagen skulle leva vidare. Utbyggnaderna hade

<sup>26</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12.

alltså närmast en defensiv karaktär. Det var inte riktigt att M under hand förvärvat aktier för 120. Inte vid något tillfälle har säljaren erhållit mer än 100. Däremot har M vid förvärv av en stor post aktier utbetalt ersättning "för kostnader i samband med aktiernas införskaffande och överlämnande". Denna ersättning förklarades av en oroande tendens att aktier i D, vilka inte varit bundna av hembudsskyldighet, eljest kunde komma i icke önskvärda händer. Gm:s beräkning av aktiernas värde är helt orealistisk. Den bygger på endast tre års resultat,  $T_{-1}$ — $T_{+1}$ , varvid ett högkonjunkturår slår hårt. Den använda diskonteringsfaktorn 20 % är för låg. Den innebär efter skatt endast 9 %. — Att M till en del räknat avskrivningsbehovet efter återanskaffningsvärdet "har varit nödvändigt för att säkerställa förnyelse av anläggningen vid den ekonomiska livslängdens slut".

Gm anförde ytterligare: "Det finns inte någon anledning att vara pessimistisk sedan konjunkturerna vänt. Man måste göra en framtidsbedömning. (M) vill använda de tidigare årsresultaten för framtidsresultat. Omständigheter som skall beaktas är vad man uppnått, vad man har idag och vilka mål man har grundad anledning att uppnå. Man måste då särskilt beakta de senaste årens resultat. I bedömningen av framtiden bör man ha en uppfattning om vad svensk industri förmår. Vi tror på svensk industri och (denna bransch) framför allt. Vi har fått den uppfattningen att trenden är positiv. Aktieägarna är i en tvångssituation. De skall ha full betalning för aktiernas verkliga värde. Vid tvekan skall utslaget tala till exploatens fördel."

*Skiljemännen* fann, att då D drev en vinstgivande rörelse, lösenbeloppet i princip borde bestämmas på grundval av avkastningsvärdet. Värderingen bör göras så aktuell som möjligt och därför bör  $T_{+1}$  medräknas. I likhet med gode mannen fann skiljemännen att  $T_{-10}$ — $T_{-6}$  då fabriken ännu inte var utbyggd, bör lämnas utanför beräkningen.  $T_{-5}$ — $T_{+1}$ , alltså sju år, får anses tillräckligt representativt och överensstämmer med vad som är vanligt vid prognoser av detta slag. Skiljemännen godtar den av M anlitate revisorns beräkning av justerade årsresultat och val av diskonteringsfaktor. Avkastningsvärdet blir då 70.

Skiljemännen har ytterligare övervägt gode mannens argument för höjning av det framräknade avkastningsvärdet, nämligen att M betalat mer än nominella värdet vid aktieköp under hand, dels att prognosen för framtiden är ljus. Att M påtagit sig kostnader utöver det nominella belopp som betalats till säljarna, är utan betydelse vid bestämmande av "det verkliga värdet" enligt avkastningsmetoden. Det är icke möjligt att med säkerhet bedöma huruvida den framräknade genomsnittliga årsav-

kastningen kan påräknas för framtiden. Skiljemännen har emellertid bemärkt att vinsten för  $T_{+2}$  enligt senaste prognos pekar på en betydligt lägre vinst än för år  $T_0$ . Trenden för  $T_{+3}$  pekar knappast heller uppåt. ”Det är möjligt att företaget framdeles kan öka sina vinster men det är inte möjligt att nu veta något därom.” Skiljemännen kom därför fram till att avkastningsvärderingen ledde till tidigare framräknat värde av 70. Men då M erbjudit sig att inlösa resterande aktier för 100 bestämdes lösenbeloppet härtill.

#### Fall 32.<sup>27</sup>

M:s yrkande	125
Gm:s yrkande	400
Skiljemännen	225
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr?

*Moderbolaget* anförde att D var ett rörelsedrivande bolag som varken direkt eller indirekt ägde väsentliga tillgångar som inte var erforderliga i rörelsen. Det verkliga värdet av en aktie i D var uteslutande avhängigt av den avkastning bolaget kunde ge. Årsvinsterna före bokslutsdispositioner och skatt för åren  $T_{-4}$ — $T_0$  uppgick till 54, 74, 76, 49 resp. 25. Preliminära beräkningar för  $T_{+1}$  tyder på ett motsvarande resultat om högst 26. Resultatutvecklingen har varit vikande. En mera markant vändning till det bättre kan inte påräknas för de närmaste ett à två åren. Exporten kan försvåras av EG-avtalet. Med hänsyn härtill kan genomsnittsresultatet för senare år ej utan vidare läggas till grund för en avkastningsvärdering. Större betydelse måste tilläggas resultat  $T_0$  och förväntat resultat  $T_{+1}$  och  $T_{+2}$ . Ett årligt resultat före skatt om 25—27,5 syntes M vara representativt. Om hänsyn inte tas till önskemål om konsolidering, vilket i och för sig vore rimligt, bör vinstmultiplikatorn före skatt sättas till  $4$ — $4\frac{1}{2}$ . Avkastningsvärdet per aktie blir då 100—123,75. Värdet av en aktie i D kan knappast överstiga 123,75 som avrundas till 125.

*Gode mannen* framhöll extraordinära omständigheter som anledning till det dåliga resultatet  $T_{+1}$ . Ett normalresultat kan beräknas till genomsnittet av resultaten för  $T_{-4}$ — $T_{-1}$ , dvs. 63. Ett förräntningskrav av 20 % måste anses fullt tillräckligt, motsvarande ett aktievärde av 315.

*Gode mannen* åberopade som jämförelse en preliminär beräkning av D:s avvecklingsvärde per  $T_0$ . Denna beräkning, som inte belastats med

<sup>27</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.8.

avdrag för utskiftningsskatt, slutade på 370. Gm framhöll, att det yrkade beloppet ganska nära överensstämde med värdet av M:s erbjudande till aktieägarna i D att under  $T_{-3}$  byta sina aktier i D mot aktier i M.

M genmälde i fråga om avkastningsvärdet, att detta måste grunda sig på den aktuella avkastningen resp. den som på rimliga grunder kunde förväntas i framtiden. Resultaten  $T_{-4}$ — $T_{-1}$  hade inte på långt när kunnat redovisas åren därefter.

I fråga om avvecklingsvärdet anförde M, att en avveckling av D inte var aktuell. M beräknade avvecklingsvärdet med hänsyn tagen bl.a. till full utskiftningsskatteskuld till 201.

I fråga om jämförelsen med erbjudandet till aktieägarna i D framhöll M, att kursen på aktierna i M vid tiden för aktieutbytet var ovanligt hög och därefter hade sjunkit väsentligt. Utbyteserbjudandet "saknar i princip relevans i förevarande inlösningsärende, och värderingen bör ske under beaktande av vad som nu kan konstateras resp. bedömas".

Gm påstod, att EG-avtalet enligt uppgift skulle medföra fördelar för D som översteg nackdelarna. Han menade också, att de investeringar som gjorts måste medföra en avsevärd resultatförbättring. Vid beräkning av avvecklingsvärdet kunde Gm icke acceptera, att fastigheterna åsattes ett lägre värde än taxeringsvärdet.

Maskiner och inventarier borde icke beräknas ha ett lägre värde än det bokförda. Skatter på obeskattade reserver borde icke beräknas högre än till 52—53 %. M upplyste att räkenskapsåret för D lagts om för att överensstämma med räkenskapsåret för M. För två tolv månadersperioder omkr.  $T_0$  och  $T_{+1}$  uppgick D:s rörelseresultat efter finansiella intäkter och kostnader till 32 resp. 38. Vid jämförelse med av M tidigare lämnade uppgifter måste man beakta effekten av omläggningen av räkenskapsår. För perioden omkring  $T_{+2}$  hade budgeterats ett resultat av 40. På längre sikt borde man kunna räkna med en viss förbättring i förhållande till de svaga åren  $T_0$  och  $T_{+1}$ . Inom D trodde man sig vara i stånd att åstadkomma en rimlig förräntning av det i bolaget investerade kapitalet. M hade begagnat en vinstmultiplikator av 4—4 $\frac{1}{2}$  men även vinstmultiplikatorn 5 kunde diskuteras.

M uppgav i fråga om avvecklingsvärdet, att det var uppenbart att utskiftningsskatteskulden måste beaktas. Bl.a. med hänsyn till att M icke var ett rörelsedrivande bolag var det otänkbart att vid en avveckling av D erhålla befrielse från eller uppskov med erläggande av denna skatt.

*Skiljemännen* fann, att lösenbeloppet skulle grundas på D:s avkastningsvärde, då D drev vinstgivande rörelse och inte ägde väsentliga rörelsefrämmande tillgångar.

D:s årsvinst före bokslutsdispositioner och skatt är ostridiga för  $T_{-4}$ — $T_{-1}$  vilket ger ett genomsnitt av 63. Ostridigt var också vinsten för  $T_0$  25. På grund av omläggningen av räkenskapsår saknas fasta hållpunkter för en exakt beräkning av vinsten under  $T_{+1}$  men skiljemännen saknar anledning ifrågasätta M:s uppgift om att denna uppgick till högst 26. Enligt årsredovisningar för M uppgick D:s resultat efter finansiella poster för påföljande tolv månadersperioderna till 32 resp. 38. Budgeterat resultat för följande period uppgick till 40.

Att endast utgå från genomsnittsavkastningen  $T_{-4}$ — $T_{-1}$  kan inte vara riktigt, enär man då skulle gå alltför långt tillbaka i tiden och helt bortse från omständigheter som inträffat därefter och haft en negativ inverkan på årsresultaten. Å andra sidan kan man inte heller endast utgå från de svaga åren  $T_0$  och  $T_{+1}$ . Med hänsyn härtill fann skiljemännen det icke skäligt att utgå från antagande om en lägre avkastning än den för innevarande räkenskapsår eller 40.

Skiljemännen erinrade om att båda parter framlagt utredning om D:s avvecklingsvärde. Uppenbarligen var det icke realistiskt att räkna med en avveckling av D, varför en beräkning av avvecklingsvärdet var av mindre betydelse. Oavsett hur man beräknade detta — parternas uppfattning skilde sig väsentligt åt — indikerade dock det framlagda siffermaterialet att det av D disponerade kapitalet var högre än nyss beräknade förräntningsvärde.

”Under sådana omständigheter anser sig skiljemännen böra utgå från att (D:s) ledning, då den icke avser att överväga en avveckling, räknar med praktisk möjlighet att på sikt bringa upp avkastningen till en nivå som medger någorlunda rimlig förräntning av kapitalet. Då man emellertid bör räkna med att det kan dröja, innan sådan avkastning uppnås, blir givetvis nuvärdet därav reducerat.”

På sikt ansåg skiljemännen dock att en genomsnittlig årsavkastning i storleksordningen 50 borde kunna uppnås. Med begagnande av vinstmultiplikatorn  $4\frac{1}{2}$  blev avkastningsvärdet 225.

### Fall 33.<sup>28</sup>

M:s yrkande	124
Gm:s yrkande	328
Övriga yrkanden	330, 200
Skiljemännen	215
Tvisteföremålets storlek	uppgift saknas

<sup>28</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.13.

Bland D:s tillgångar finns fastigheter som varken ger normal avkastning eller är bundna i dess rörelser. Enligt av M ingiven värdering uppskattas saluvärdet av dessa fastigheter efter avdrag för beräknad skatt och försäljningskostnader till 121. För att de angivna saluvärdena skall kunna uppnås måste man räkna med en avvecklingsperiod av minst 2—5 år eller i genomsnitt  $3\frac{1}{2}$  år. Fastigheternas nuvärde kan därför inte beräknas högre än till 108. Intäkterna vid fastighetsförsäljningarna anser sig M kunna förränta efter cirka 5 % efter skatt.

*Gode mannen* kunde icke godtaga lägre belopp såsom försäljningspris för fastigheterna utom rörelsen än det av den sakkunnige angivna 121. Förräntningsvärdet är emellertid med hänsyn till avvecklingsvärdet tämligen ointressant. I den mån avvecklingsvärdet är högre bör aktievärderingen ske med detta som grund.

*En minoritetsaktieägare* åberopade, att M:s erbjudande till aktieägarna i D bl.a. innebar kontant betalning med 200, att D:s årsredovisning för  $T_0$  utvisade ett eget kapital motsvarande 270, samt att eget kapital  $T_{+1}$  var cirka 330. Denne aktieägare anförde slutligen att M i sin årsredovisning upptagit aktierna i D till 200.

M vitsordade de av den sistnämnde aktieägaren lämnade uppgifterna men bestred att dessa omständigheter kunde tillmätas någon betydelse vid fastställande av lösenbeloppet.

*Skiljemännen* ansåg, att avkastningsvärdet skulle ligga till grund för fastställande av lösenbeloppet för bolag som drev vinstgivande rörelse. Av utredningen framgick, att D inte drev någon industriell rörelse själv men däremot genom dotterbolag. Resultatet härav hade för  $T_0$  varit viss vinst och för  $T_{+1}$  förlust. Av de betydande tillgångar som D direkt eller indirekt ägde utgjorde emellertid de värden som rörelserna representerade en förhållandevis ringa del. Huvuddelen utgjordes av en fordran hos M och ett antal fastigheter som icke var erforderliga för rörelserna och som lämnade ingen eller ringa avkastning. På grund härav borde lösenbeloppet inte grundas på en beräkning av rörelsernas avkastningsvärde, kompletterad med "en enligt sakens natur tämligen osäker uppskattning av den avkastningsökning som skulle kunna ernås, därest de i rörelserna icke erforderliga fastigheterna försålles och inflytande likvider placerades på annat sätt, t.ex. genom investering i rörelse av något slag". Säkrare hållpunkter för bestämmande av aktiernas verkliga värde skulle enligt skiljemännen ernås genom en beräkning av D:s avvecklingsvärde.

Beträffande de enskilda posterna i avvecklingsvärdeberäkningen antecknade skiljemännen i huvudsak följande:

M hade på anförda skäl hävdad att någon varulagerreserv icke borde

medräknas, vilken ståndpunkt Gm med viss tvekan godtagit. — Vid fastighetsvärderingen hade den sakkunnige gjort avdrag med 16 före skatt. M hade vitsordat, att skatt i betydande utsträckning skulle kunna kvittas mot avvecklingsförluster. Med hänsyn härtill och till att skatten genom indexuppräknings skulle bli mindre för varje år, ansåg skiljemännen att man kunde bortse från denna. — M hade med hänsyn till den tid en realisation av fastigheterna skulle ta, hävdade att fastighetsvärdet skulle diskonteras. Skiljemännen ansåg denna bedömning i och för sig realistisk men ansåg att diskonteringen inte borde avse enstaka poster utan slutresultatet. — Avvecklingskostnader hade M beräknat till 19 och Gm till 8. Skiljemännen godtog det av M angivna beloppet. — Skiljemännen fann det uppenbart, att man vid en beräkning av avvecklingsvärdet måste reducera kapitalvärdet med beräknad utskiftningskatt.

Det av skiljemännen beräknade kapitalvärdet kunde icke omedelbart bli föremål för utskiftning. En avvecklingstid av i genomsnitt  $3\frac{1}{2}$  år skulle vara rimlig. Diskontering till nuvärde borde ske efter 7 %. Den del av D:s tillgångar som består av fordran hos M, som löper med 7 % ränta, behöver emellertid inte diskonteras. Avvecklingsvärdet efter diskontering blir då 215.

#### Fall 34.<sup>29</sup>

M:s yrkande	120
Gm:s yrkande	325
Övriga yrkanden	555 + värdestegringstillägg
Skiljemännen	200
Tvisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr.

D fullgjorde en viss allmännyttig funktion och syftet med dess verksamhet var icke endast att söka ernå så stor vinst som möjligt till fromma för bolagets aktieägare. D skulle dock driva sin rörelse på ett från företagekonomisk synpunkt så rationellt sätt som möjligt. Skiljemännen fann därför icke skäl att bedöma D såsom i princip utgörande något annat än ett rörelsedrivande bolag. Däremot innebar D:s skyldighet att upprätthålla viss allmännyttig funktion en inskränkning i bolagsledningens handlingsfrihet som på grund därav icke hade möjlighet att efter eget fritt skön vidtaga åtgärder som den må bedöma som företageekonomiskt önskvärda.

Skiljemännen anförde i domen:

<sup>29</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.14.



”Det nu påpekade förhållandet kan icke fränkännas betydelse, när det gäller att fastställa aktiernas ’verkliga värde’.”

Lösenbeloppet för aktier i rörelsedrivande bolag bör enligt skiljemännens mening principiellt i första hand grundas på en beräkning av avkastningsvärdet, dvs. kapitalvärdet av den årliga avkastning som bolagets rörelser ger och kan beräknas komma att ge.

Skiljemännen anförde vidare:

”Stundom göres gällande att aktierna i ett aktiebolag aldrig kan ha lägre värde än slaktvärdet (avvecklingsvärdet, likvidationsvärdet), och detta har i förevarande ärende hävdats från minoritetsaktieägarnas sida.

Som skäl för denna uppfattning kan — åtminstone teoretiskt — sägas att aktierna alltid måste vara värda minst så mycket som aktieägarna kan få ut, om de låter bolaget träda i likvidation, avvecklar rörelsen, avyttrar tillgångarna, betalar skulderna och — efter erläggande av utskiftningskatt — utskiftar det behållna överskottet till aktieägarna.

Skiljemännen anser emellertid att ett sådant resonemang icke kan föras i alla lägen, utan hänsyn till hur osannolikt det än må vara att bolaget verkligen kan komma att likvideras och avvecklas. Fasthåller man teorin att bolagets aktier alltid har ett värde, som lägst motsvarar avvecklingsvärdet, även om det i det speciella fallet icke finns anledning att inom överskådlig tid räkna med en frivillig avveckling av bolaget såsom ett praktiskt handlingsalternativ, bortser man i alltför hög grad från realiteterna. Det är svårt att se något skäl varför man skulle böra beräkna det ’verkliga’ värdet av aktierna till det värde de skulle ha i en situation, som med största sannolikhet i verkligheten icke kommer att inträffa, så långt man nu kan förutse framtiden.

Alldeles särskilt möter betänkligheter mot att tillämpa teorin om avvecklingsvärdet såsom ett minimivärde i ett fall som det nu aktuella, där bolaget fram till och med ( $T_{+14}$ ) är skyldigt att uppfylla sina allmännyttiga förpliktelser. Även om rörelsen skulle utveckla sig på ett sådant sätt att aktieägarna skulle vilja befria bolaget från dessa förpliktelser, kan detta icke ske på ett så enkelt sätt som genom ett beslut om att avveckla rörelsen och låta bolaget träda i likvidation. Vilka civilrättsliga konsekvenser som skulle drabba bolaget (och därmed indirekt aktieägarna), om det bryter mot avtalet, är väl svårt att bedöma, men det måste enligt skiljemännens uppfattning i varje fall anses uteslutet att bolagsledningen och aktieägarna skulle kunna — så länge avtalet — — — gäller — betrakta en likvidation såsom ett praktiskt alternativ till ett fortsättande av rörelsen. Att bestämma lösenbeloppet till ett beräknat avvecklingsvärde synes i princip böra komma i fråga endast i sådana fall där en avveckling framstår som ett ungefär lika praktiskt tänkbart alternativ som ett fortsättande av rörelsen.

Såsom ett skäl för att lägga ett beräknat avvecklingsvärde till grund kan icke heller hävdas att man därigenom skulle komma fram till en ’säkrare’ värdering. En beräkning av avkastningsvärdet är naturligtvis

alltid så till vida osäker som ingen kan förutsäga hur framtiden kommer att gestalta sig, men detsamma kan sägas om beräkningen av ett avvecklingsvärde. Om man skall tala om avvecklingsvärdet av en aktie vid en viss tidpunkt, innan någon avveckling påbörjats, måste man därmed mena nuvärdet av det belopp som, sedan likvidationen slutförts, kan komma att utskiftas på varje aktie. Men här råder ovisshet i två avseenden. Dels kan man icke med någon grad av säkerhet i förväg beräkna vad realisationen av bolagets tillgångar kommer att inbringa, dels är det ytterligt svårt att beräkna hur lång tid som kommer att förflyta innan likvidationsresultatet genom utskiftning kommer aktieägarna till godo, och ju längre det dröjer innan utskiftningsbeloppet får lyftas, desto lägre är dess nuvärde.

Av nu anförda skäl anser sig skiljemännen icke böra grunda avgörandet på en avvecklingsvärdeberäkning. Skiljemännen anser lösenbeloppet böra bestämmas till det avkastningsvärde som aktierna kan anses ha.

Vid beräkningen av avkastningsvärdet måste man emellertid i enlighet med vad ovan utvecklats taga hänsyn till att (D) visserligen i princip är att beteckna såsom ett rörelsedrivande bolag men att dess verksamhet i icke oväsentlig mån bedrivs i syfte att tillgodose ett allmännyttigt ändamål och alltså icke uteslutande i vinstsyfte. Därav följer nämligen att enskilda aktieägare icke rimligen kan ställa samma avkastningskrav som enligt vedertagna företagsekonomiska principer brukar ställas på rörelsedrivande bolag i allmänhet. Å andra sidan kräver skälig hänsyn till minoritetsaktieägarna att man vid fastställande av lösenbeloppet utgår ifrån att bolagsledningen inom ramen för dess handlingsfrihet driver rörelsen på ett sådant sätt att avkastningen därav innebär en någorlunda rimlig förräntning av det i rörelsen investerade kapitalet.

De beräkningar av avvecklingsvärdet som åberopats av parterna skiljer sig från varandra i olika hänseenden men ger i varje fall vid handen att, därest hänsyn ej tages till avvecklingskostnader och latent skatteskulder, i rörelsen arbetar ett kapital, som enligt skiljemännens bedömning kan skattas till ett belopp i storleksordningen omkring (500). Den avkastning som detta kapital för närvarande ger måste betecknas som utomordentligt låg. Om man kräver att kapitalet skall ge en årsavkastning före skatt av 10 %, eller alltså (50), ställer man enligt skiljemännens mening ett blygsamt avkastningskrav och tar tillbörlig hänsyn till den speciella karaktären av bolagets verksamhet.”

Efter skatt, beräknad till 54 %, och med vinstmultiplikatorn 10, blir aktievärdet 230.

”Mot bakgrunden av vad som i ärendet upplysts om den faktiska avkastningen under räkenskapsåren ( $T_{-4}$ — $T_{+2}$ ) kan naturligtvis ifrågasättas om det är realistiskt att räkna med att bolagsledningen skall kunna bringa upp årsavkastningen före skatt till (50). Den genomsnittliga justerade årsavkastningen under nämnda sju räkenskapsår uppgår till en-

dast omkring (10), vilket innebär en uppenbart otillfredsställande förräntning av det i rörelsen investerade kapitalet. Skiljemännen anser emellertid att man icke tar skälig hänsyn till aktieägarminoriteten, om man utgår ifrån att räntabiliteten på sikt skall förbli så utomordentligt svag.”

Med hänsyn till en rad angivna förhållanden fann skiljemännen det rimligt att vid fastställande av lösenbeloppet räkna med att bolagsledningen på sikt skulle kunna bringa upp årsavkastningen före skatt till omkring 50.

”Emellertid måste beaktas att det kan komma att dröja avsevärd tid innan årsavkastningen kan bringas upp till ett belopp, som innebär en någorlunda rimlig förräntning av det i rörelsen arbetande kapitalet. Det vore därför icke riktigt att beräkna det nuvarande aktievärdet med utgångspunkt från en årsavkastning, som först på sikt kan vara att påräkna. En reduktion måste sålunda ske. Skiljemännen finner sig skäligen böra beräkna denna så, att lösenbeloppet fastställes till (200).”

#### Fall 35.<sup>30</sup>

M:s yrkande	204
Gm:s yrkande	204
Övriga yrkanden	1.000
Skiljemännen	204
Tvisteföremålets storlek	0 kr.

*Moderbolaget* anförde: När M framförde sitt erbjudande att övertaga aktierna i D, hade man den uppfattningen hos M att värdet av en aktie i M översteg värdet av en aktie i D. Inför utsikten till framtida integrationsvinster beslöts emellertid att erbjuda aktieägarna i D vederlag i form av 1 aktie i M jämte ett kontantbelopp. Den faktiska samordningen mellan bolagen hade visat sig bli kostsammare än beräknat. D:s förlust för innevarande år beräknades till omkring 60 sedan betydande extraordinära flyttningskostnader samt fusions- och omstruktureringskostnader belastat resultatet. M:s värderingsnormer vid upprättande av balansräkning är strängare än de D tillämpat, varför M efter övertagande gjort betydande nedskrivningar. Mot denna bakgrund och med hänsyn både till svårigheterna att framräkna det verkliga värdet på en aktie i D och till att M vidhåller sin uppfattning om framtida integra-

<sup>30</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12.

tionsfördelar, synes det M naturligt att i skiljeärendet räkna med ett värde av 204 per aktie i D. M utgår härvid från börsvärdet vid anbuds-tillfället med tillägg för kontantbelopp och avdrag för utdelning. M finner det uppenbart att det verkliga värdet av en aktie i D i vart fall inte överstiger 204.

M åberopade D:s årsredovisningar för de sex åren  $T_6$ — $T_{-1}$ .

*En minoritetsaktieägare* förmenade att det utredningsmaterial som ställts till förfogande inte var tillräckligt för en korrekt värdering. Långtgående snabba fusionsåtgärder försvårade i hög grad utredningsarbetet. Denne aktieägare utvecklade vissa synpunkter på ett avkastningsvärde och ett substansvärde. I sistnämnda hänseende uppgavs, att enligt uppgifter i pressen skulle de båda samgående företagens ledare ha räknat med ett substansvärde på aktierna i D av 500. Som anmärkningsvärt framhölls att D:s till 83 bokförda fastigheter kunnat in-teckningsbelånas för 157 varför det verkliga värdet av fastigheterna torde ligga bra mycket över belåningsvärdet. Uppgifter efterlystes särskilt om den totala investeringskostnaden för en ny stor anläggning och om D:s aktier och andelar, särskilt beträffande rörelsen i ett utländskt dotterbolag.

*Moderbolaget* genmälde, att D:s resultat av rörelsen för del av  $T_0$  efter finansiella poster var negativt. De av den refererade minoritetsaktieägaren uppgivna posterna hade därvid icke belastat resultatet. Den negativa trenden har fortsatt under  $T_{+1}$ . Att diskontera ev. framtida vinster av en i och för sig riktig investering torde vara alltför optimistiskt. Idag är anläggningen överdimensionerad. D hade vidare börjat exploatera viss ny teknik i Sverige och utomlands, hittills dock med förluster som följd.

I fråga om värderingstidpunkten hävdade M med instämmande av Gm att lösenbeloppet i princip borde motsvara det verkliga värdet av en aktie i D vid den tidpunkt då M påkallade inlösen av minoritetsaktierna i D. En minoritetsaktieägare hävdade att värderingen borde hänföra sig till den dag då sista förhandlingen inför skiljemännen ägde rum. Övriga minoritetsaktieägare förklarade sig icke vilja ta ställning till frågan.

*Skiljemännen* hade den uppfattningen att lösenbeloppet för aktier i ett rörelsedrivande bolag principiellt i första hand borde grundas på en beräkning av avkastningsvärdet, "dvs. kapitalvärdet av den årliga avkastning som bolaget ger och kan beräknas komma att ge." En substansvärdeberäkning hade i regel icke någon självständig betydelse i vidare mån än därmed åsyftades att få fram ett slaktvärde. Eftersom en avveckling av D icke är avsedd och eftersom annat skäl till beräkning av

slaktvärdet saknas, föreligger icke någon anledning att göra en slaktvärdeberäkning. Även om en exakt beräkning inte är möjlig på grundval av det förebragta materialet hade skiljemännen gjort en approximativ beräkning och kommit fram till att man oavsett vilken värderingstidpunkt som valdes kom fram till ett lösenbelopp som var väsentligt lägre än vad M erbjudit.

En beräkning av avkastningsvärdet per  $T_{-1}$ , väsentligen baserad på resultaten  $T_{-6}$ — $T_{-1}$  och med beaktande av att framtida årsvinster icke kan antagas inom överskådlig tid överstiga genomsnittresultatet under sagda period, ger också till resultat att avkastningsvärdet understiger det av M erbjudna lösenbeloppet. Skäl föreligger till antagande att avkastningsvärdet beräknat på grundval av D:s bokslut för  $T_0$  är än lägre. Lösenbeloppet fastställdes därför till 204.

### Fall 36.

M:s yrkande	124
Gm:s yrkande	160
Skiljemännen	147
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

Parterna enades först om att hänföra värderingen till den dag då M påkallade inlösen av aktierna i D och senare om att värderingen skulle hänföras till ultimo  $T_0$ . M:s revisor framlade en analys av D:s resultaträkning för  $T_{-2}$ — $T_0$  utvisande resultat efter extraordinära intäkter och kostnader men före bokslutsdispositioner och skatter av  $-1$ ,  $+7$  resp.  $+13$ . Tendensen var alltså klart positiv. Den vikande konjunkturen i branschen gav ej anledning att förvänta en fortsatt uppgång. Å andra sidan tydde allting på att man kommit ur den extremt dåliga lönsamheten åren  $T_{-4}$ — $T_{-1}$ . Revisorn bedömde därför resultatet  $T_0$  som normalt. Efter avdrag av 53 % skatt och med ett så lågt avkastningskrav som 6 % innebar detta ett avkastningsvärde av 108. Höjdes avkastningskravet till 10 % blev avkastningsvärdet 65. Revisorn hade också beräknat D:s substansvärde. Vid sammanvägning av ett substansvärde å 210 med ett avkastningsvärde å 108 alternativt 65, fick man ett genomsnitt av 159 eller 138. Oftast tillmäter man avkastningsvärdet större vikt, varvid exempelvis  $\frac{2}{3}$  av avkastningsvärdet plus  $\frac{1}{3}$  av substansvärdet ger ett vägt medeltal av 142 alternativt 113.

M ansåg ett avkastningskrav av 6 % orealistiskt lågt och ett avkastningsvärde av 108 alltför högt. Då revisorn redan vid beräkningen av

avkastningen per aktie stannat för ett mycket högt belopp i förhållande till genomsnittresultatet för senaste perioder, ansåg M 65 vara ett riktigare avkastningsvärde. Vid sammanvägning av avkastningsvärde och substansvärde bör avkastningsvärdet tillmätas avgörande betydelse. M ansåg att  $\frac{2}{3}$  av avkastningsvärdet 65 och  $\frac{1}{3}$  av substansvärdet 210, dvs. 113 gav ett resultat som kunde godkännas.

*Gode mannen* framhöll att industriella anläggningar och andra fastigheter enligt balansräkningen  $T_0$  hade ett bokfört värde av 57 med ett taxeringsvärde av 88. Maskiner och inventarier hade ett bokfört värde av 7 i vilket belopp ingick maskiner som åsatts särskilt maskinvärde med 41. Dessa förhållanden tydde på betydande "övervärden". M framhöll beträffande värderingen av industriella anläggningar och andra fastigheter, att större delen av de upptagna beloppen avsåg D:s anläggningar på en mindre ort, som bestod av en för tillverkningsändamålet specialbyggd fabrik med tvivelaktig möjlighet till alternativ användning. Det upptagna värdet är försvarbart som ett "bruksvärde" men det är tvivelaktigt om det skulle kunna uppnås vid en försäljning. Något övervärde kan icke antagas. — Revisorn hade i sin utredning inte beaktat att vissa av D:s inkomster var skattefria aktieutdelningar. Resultatet efter skatt per aktie bör därför upptagas till ett högre belopp. I fråga om värderingsmetod hade M visserligen godtagit revisorns förslag om en sammanvägning av  $\frac{2}{3}$  av avkastningsvärdet med  $\frac{1}{3}$  av substansvärdet. I själva verket hävdade M att substansvärdet icke utgör något riktigt mått på värdet av ett företag.

Detta skall bestämmas efter den avkastning som företaget lämnar. Substansvärdet är hållbart endast om nettovinsterna förmår att tillfredsställande förränta detsamma. Substansvärdet är icke heller ett mått på vilket kapital, som kan återbäras till aktieägarna, utan detta motsvaras av företagets likvidationsvärde, som utgör det minimivärde som företaget har.

*Gode mannen* accepterade att avkastningsvärdet beräknades med utgångspunkt från M:s senast lämnade uppgift. Då D:s utvecklingstrend har varit och skulle ha blivit positiv, då bolagets karaktär av börsnoterat föranleder till ett lägre avkastningskrav<sup>31</sup> än därest sådan börsnotering icke förekommit och då rent allmänt bör gälla att osäkerhet kring s.k. värderingsfaktorer bör gå ut över den inlösande parten, ansåg gode

<sup>31</sup> Gm blandar samman rimliga avkastningskrav på börsnoterade aktier med motsvarande krav på företag. Enligt RSV:s anvisningar sätts avkastningskravet högre på icke börsnoterade aktier med hänsyn bl.a. till att de är svårare att omsätta.

mannen att ett avkastningskrav på 6 % borde vara tillräckligt.

I fråga om substansvärdet godtog gode mannen revisorns beräkning med justering endast så att bokförda värden på industriella anläggningar och andra fastigheter, på maskiner och inventarier och på aktier och andelar skrevs upp med 10 %. Substansvärdet borde enligt gode mannen beräknas till 225 i stället för 210. Genom sammanvägning av  $\frac{2}{3}$  av ett avkastningsvärde på 127 och  $\frac{1}{3}$  av ett substansvärde på 225 erhöles ett belopp av 159 som borde motsvara lösenbeloppet.

Vid sammanträde inför skiljemännen upplyste M bl.a. att utdelning till aktieägarna för  $T_{+1}$  beslutats med 20.

*Skiljemännen* ansåg sig sakna anledning att ifrågasätta den värderingsmetod som parterna enast om, som innebar att verkliga värdet ansågs motsvara  $\frac{2}{3}$  av avkastningsvärdet plus  $\frac{1}{3}$  av substansvärdet per  $T_0$ . Parterna hade enats om att avkastningsvärdet borde baseras på en avkastning efter skatt av 8. Med beaktande av vad som anförts om konjunkturerna i branschen och med hänsyn till övriga omständigheter fann skiljemännen ett avkastningskrav på 7 % vara motiverat. I fråga om substansvärdet hade M medgivit den av gode mannen påfordrade ökningen av värdet på aktier och andelar i dotterbolag med 10 % av bokförda värdet. Då M — av i och för sig beaktansvärda skäl — icke förebragt någon värdering av fastigheter, maskiner och inventarier fann skiljemännen det skäligt att skriva upp även dessa poster med 10 %. Detta ledde till ett avkastningsvärde av 108 och ett substansvärde av 225. Den överenskomna värderingsmetoden innebar följaktligen ett verkligt värde av 147 vartill lösenbeloppet bestämdes.

#### Fall 37.<sup>32</sup>

M:s yrkande	120
Gm:s yrkande	150
Övriga yrkanden	160
Skiljemännen	150
Tvisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

En av M anlitad revisor har i utlåtande anført: D tillverkar en produkt samt säljer motsvarande av M tillverkade produkter. Egenproduktionen utgör 27 %. D har åsamkats betydande valutaförluster som icke kunnat

<sup>32</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.5, 8 och 14.

kompenieras på försäljningssidan eftersom konkurrenterna importerar från andra länder som ej berörs av kursförändringar på samma sätt. För att kompensera för valutaförlusterna har D fått koncernbidrag med betydande belopp. Korrigerade resultat för  $T_5$ — $T_{-1}$  visar i genomsnitt en förlust av 23 per år. Avkastningsvärdet är således negativt. Likvidationsvärdet under antagande om bl.a. 30 % förlust på varulager och med försiktig värdering av fabriksfastigheter, samt med beaktande av uppsägningslöner och avvecklingskostnader motsvarar ungefär 100.

M kompletterade revisorsutredningen med att framhålla, att trots att likvidationsvärdet bara uppgick till 100 vidhöll man 120 som lösenbelopp eftersom man under senare år förvärvat aktier till denna kurs.

*Gode mannen* anförde att bara åren fr.o.m.  $T_3$  kunde anses som representativa. Valutaförlusterna måste betraktas som exceptionella och tilläggas årsresultaten. Årsresultaten blir då i genomsnitt avrundat 25 före skatt och 13 efter skatt. Med ett förräntningskrav av 8 % efter skatt motsvarar detta ett kapitalvärde av cirka 150. Emellertid bör resultatet för  $T_0$  avvaktas och korrigeras med hänsyn till eventuella valutaförluster.

M genmälde att valutaförluster traditionellt ansetts böra bedömas som exceptionella företeelser, men till följd av utvecklingen på den internationella valutamarknaden under senare år synes man i den företagekonomiska teorin ha börjat betrakta valutaförluster såsom ordinära kostnader.

Gode mannen anförde senare att erhållna koncernbidrag visat sig för  $T_0$  utgöra "en prisrabatt som (M) lämnat genom att hålla oförändrade å-priser under ( $T_0$ ) i stället för att taga ut en aviserad prishöjning baserad på ökningen av produktionskostnaderna i (-land)". En sådan prisrabatt kan inte betecknas som ett koncernbidrag i egentlig mening och bör icke avräknas från årsvinsten.

Revisorn upplyste att koncernbidraget  $T_{-1}$  grundat sig på en kreditnota som tillställts D medan bidraget  $T_0$  utgjorts av 3 % rabatt på vissa produkter.

M förklarade att ett avkastningskrav av 8 % efter skatt, motsvarande en vinstmultiplikator av 12,5, vara "lite högt".

*Skiljemännen* konstaterade att avkastningsvärdemetoden sannolikt leder till ett värde understigande det nominella värdet. Likvidationsvärdet beräknat på sedvanligt sätt överstiger endast obetydligt aktiernas nominella värde. "Emellertid måste en total avveckling och likvidation av (D) betraktas såsom föga sannolik. Under sådana omständigheter kan (D:s) beräknade saluvärde icke fränkännas betydelse. Utredningen ger



enligt skiljemännens bedömande vid handen att (D) har ett saluvärde icke understigande (150)". Lösenbeloppet bestämdes därför till 150.<sup>33</sup>

#### Fall 38.<sup>34</sup>

M:s yrkande	146 + 10 % ränta*
Gm:s yrkande	160 + 10 % avkastning*
Skiljemännen	180 inkl. avkastning*
	* med viss korrigering för lyfta utdelningar.
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr

En revisionsbyrå hade beräknat värdet av D per  $T_0$  till 146, vilket värde godtagits av M. Gode mannen ansåg värderingen böra korrigeras sålunda, att en av revisionsbyrån icke beaktad möjlighet till integrationsvinst, som måste antagas ha uppkommit vid D:s införlivande med M, skulle föranleda en skönsmässig höjning av aktievärdet med 10 %. M bestred att någon dylik integrationsvinst uppkommit. Skiljemännen fann icke att tillräckliga skäl hade anförts till stöd för Gm:s påstående att en icke beaktad integrationsvinst uppkommit.

Löseskillingen skulle därför beräknas med utgångspunkt från ett värde av 146. Detta värde skulle emellertid, som Gm i första hand yrkat, "framräknas med 10 % årlig avkastning" till den tidpunkt då en månad förflutit från det skiljedomen under antagande att den ej överklagas vunnit laga kraft. Löseskillingen kom därigenom att utgöra 180. Härifrån skulle uppbyren utdelning avgå enligt principer varom parterna var eniga.

#### Fall 39.<sup>35</sup>

M:s yrkande	155 jämte 10 % årlig ränta
Gm:s yrkande	170 jämte 10 % årlig ränta
Skiljemännen	165 jämte 10 % årlig ränta
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

I domskälen anförde skiljemännen, att parterna var eniga om att värderingen med hänsyn till D:s karaktär skulle avse ett avkastningsvärde.

<sup>33</sup> Av domen framgår inte hur värdet 150 beräknats.

<sup>34</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12 och 13.

<sup>35</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.13.

M hade godtagit en revisorsutredning som angav avkastningsvärdet  $T_{-1}$  till 137 och substansvärdet till 155 eller 90. Med utgångspunkt från det beräknade avkastningsvärdet hade M gjort viss uppräknning till 155. Gode mannen hade godtagit denna utgångspunkt men krävt vissa justeringar för en fastighet och för vissa aktier. Fastigheten som icke erfordrades för rörelsen, ansågs ha ett avkastningsvärde om 5 motsvarande dess beräknade försäljningsvärde. Då fastigheten icke resultatmässigt påverkat avkastningsvärdet borde detta värde i sin helhet tilläggas avkastningsvärdet. Aktierna i ett av D ursprungligen hälftenägt dotterbolag borde upptagas till det marknadsvärde som framkom då D förvärvade andra hälften av ifrågavarande aktier, eller med andra ord till köpeskillingen för denna hälft efter justering för antagen avkastning under perioden från utredningstidpunkten till den dag då D övertog andra hälften av dotterbolagsaktierna.

Skiljemännen godtog i princip Gm:s yrkande i fråga om fastigheten men fann med hänsyn till vad M upplyst om dess beskaffenhet att dess värde icke borde sättas högre än 3. Argumentationen av gode mannen i fråga om dotterbolagsaktierna borde enligt skiljemännen godtagas.

Detta ledde till att avkastningsvärdet per aktie ansågs utgöra 165.

Härtill skulle enligt parternas samstämmiga uppfattning läggas 10 % årlig ränta från utredningstidpunkten till dess betalning sker.

#### Fall 40.<sup>36</sup>

M:s yrkande	150 + ränta
Gm:s yrkande	494
Skiljemännen	275 + ränta
Twisteföremålets storlek	1 000—99 999 kr.

M:s ränteyrkande avsåg årlig ränta som icke skulle läggas till kapitalet och som skulle utgå efter 10 % till dess lagakraftägande dom förelåg. Gm:s yrkande byggde på ett beräknat värde en viss utredningstidpunkt vartill hade lagts beräknad avkastning för tiden till den förväntade tidpunkten för äganderättens övergång.

Skiljemännen förklarade, att aktierna i princip borde värderas med utgångspunkt från den tid då inlösen påkallades. Emellertid medgav inte det material som stod till skiljemännens förfogande att beräkna ett värde per nämnda dag utan skiljemännen nödgades utgå från upp-

<sup>36</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.5, 12 och 13.

gifter avseende slutet av år  $T_{+2}$ . Från värdet  $T_{+2}$  måste "för att förskjutningen av värderingstidpunkten inte skall ge ett helt felaktigt resultat, avdrag göras för beloppet av de koncernbidrag som i boksluten för åren ( $T_0$  och  $T_{+1}$ ) tillförts (D) från (M)".

Skiljemännen utgick från ett angivet bokfört värde i en av Gm anlitaad revisors utredning, på bolagets nettoförmögenhet per ultimo  $T_{+2}$ . Justering av utgångsvärdet är endast erforderlig beträffande fastigheter. Deras bokförda värde uppgår till 114. För att få fram fastigheternas avkastningsvärde utgick skiljemännen från en genomsnittsavkastning om 25 som beräknats av den av Gm anlitatead revisorn. Denne revisor hade emellertid bara beräknat avskrivningar på byggnadernas anskaffningskostnad, medan de i princip bort grundas på marknadsvärdet. Efter korrigerig härför bedömde skiljemännen den årliga avkastningen till 22. Kapitalisering efter faktorn 8 gav ett avkastningsvärde om 179, som skulle sättas i stället för det bokförda värdet 114.

Avdrag skulle därefter göras för erhållna koncernbidrag 51, varefter D:s avkastningsvärde framkom.

"Med hänsyn till det sätt, på vilket skiljemännen nödgats genomföra beräkningen av värdet av bolagets aktier, skall avkastning på aktierna tillgodoföras aktieägarna endast på så sätt, att löseskillingen fastställes till (275) och därtill lägges 10 % ränta från och med ( $T_{+3}$ ) till den dag lösenbeloppet blir tillgängligt för lyftning."

#### Fall 41.<sup>37</sup>

M:s yrkande	167
Gm:s yrkande	570
Skiljemännen	280
Twisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr.

Parterna hade i samråd uppdragit åt en revisionsfirma, att till ledning för skiljemännen avge utlåtande rörande värdet av aktierna i D. I utlåtandet hade 215 angivits som ett "riktvärde" till ledning för en värdebestämning av aktierna. Beloppet var av de sakkunniga framräknat såsom ett beräknat ekonomiskt resultat av en tänkt likvidation av bolaget, ett likvidationsvärde, vari dock några av rörelsegrenarna ingick med sina beräknade avkastningsvärden med utgångspunkt från anta-

<sup>37</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12 och 13.

gandet att dessa rörelsegrenar hade ett saluvärde i samband med likvidation av bolaget i övrigt, som motsvarade nämnda avkastningsvärden. Parterna hade godtagit principerna i utlåtandet. M hade därutöver anfört, att vid fastställandet av värdet en diskontering till nuvärde borde företagas, emedan en tänkt avveckling genom likvidation borde beräknas ta omkring två år i anspråk. Gm gjorde gällande, att lösenbeloppet borde hänföras till den tidpunkt när dom i målet vinner laga kraft, vilket skulle uppnås genom att värdeförändringen från utredningstidpunkten till förutnämnda tidpunkt uträknas genom en ränteberäkning efter en föreslagen räntesats om 10 % per år.

Beträffande en rörelsegren hade Gm utgått från ett avkastningskrav om 20 % före skatt. Skiljemännen tillämpade 25 %.

Beträffande ett utländskt dotterbolag hade inom koncernen uppställts en resultatprognos för perioden  $T_{+1}$ — $T_{+5}$ . M och revisorerna hade ansett prognosen mindre väl underbyggd och att värdet i stället borde beräknas med utgångspunkt från resultatet  $T_0$  efter ett avkastningskrav om 25 %. Gm gjorde gällande att resultatprognosen skulle läggas till grund för beräkningen men att den påtalade osäkerheten skulle beaktas genom att ett avkastningskrav om 25 % accepterades. Skiljemännen ansåg icke att M anfört tillräckliga skäl för att åsidosätta prognosen men justerade den med hänsyn till omräkningskurs för valuta. De farhågor som uttalats beträffande ökande konkurrens, osäkerhet ifråga om kostnadsutveckling samt ovisshet om teknisk utveckling borde föranleda ett förhöjt avkastningskrav till 33  $\frac{1}{3}$  %.

Avkastningsvärdet för ett dotterbolag till D utgjorde vid ett avkastningskrav om 25 % 2 men M hävdade att bokfört värde 1 borde tillämpas eftersom det avvek så föga från avkastningsvärdet. Gm hävdade att avkastningskravet borde bestämmas till 20 % vilket ledde till ett högre avkastningsvärde vilket överensstämde med en substansvärdeberäkning om hänsyn togs till att brandförsäkringsvärdet på fastighetsinnehavet översteg de bokförda fastighetsvärdena. Skiljemännen ansåg icke att brandförsäkringsvärdena gav säker ledning för en bedömning av fastigheternas saluvärde men fann det skäligt att avkastningsvärdet beräknades på grundval av ett avkastningskrav om 25 % varför värdet blev 2.

M hävdade att antaganden om kundförluster i samband med två försäljningar av anläggningstillgångar borde föranleda avdrag med 48. Gm bestred avdraget under åberopande av att någon reservation för sådana kundförluster inte gjorts i bokslutet, att balansräkningen fastställts av bolagsstämman och att revisionsberättelsen inte innefattade

någon erinran, varför det måste antas att förlustrisken sorgfälligt övervägts och inte bedömts vara av sådan natur att den enligt god bokföringssed borde beaktas i bokslutet. Skiljemännen ansåg inte tillräckliga skäl hade påvisats föreligga för att beakta den påstådda förlustrisken och upptog den därför till 0.

Revisorerna hade beräknat statlig och kommunal inkomstskatt till sammanlagt 59,2 %. M instämde häri. Gm hävdade att man i denna bransch, bl.a. på grund av gällande avskrivningsregler, kunde räkna med en effektiv skattebelastning som avsevärt understeg nämnda siffra. Han åberopade en utredning rörande ett annat stort företag i samma bransch som under en längre tidsperiod haft en skattebelastning uppgående till drygt 14 % av rörelsevinsten. Gm yrkade därför att avdrag för skatter skulle ske med 15 %. Skiljemännen ansåg, att Gm:s resonemang inte kunde äga tillämpning i det aktuella fallet som förutsatte en antagen avveckling under en tidsperiod av omkring 2 år varunder de dolda reserverna helt upplöstes och framtogs till beskattning. Hypotesen att i någon form överföra exempelvis realisationsvinst vid försäljning av anläggningstillgångar till M att där avräknas mot M:s avskrivningsutrymme skulle medföra en belastning för M till förmån för aktieägarna i D som skiljemännen icke fann skälig.

Skiljemännen ansåg emellertid rimligt att dels utgå från att likvidationen tidsmässigt genomfördes så att större del av kommunalskatteavdraget kunde utnyttjas än som antagits i revisorernas beräkning, dels ta hänsyn till att skatter förfaller vid framtida tidpunkt. Skiljemännen räknade därför med en total inkomstskatt om 52,5 %.

M yrkade att utskiftningsskatt borde avräknas med 40 %. Gode mannen gjorde gällande att det vid avveckling av dotterbolag inom en koncern fanns möjligheter att sådan avveckling kunde ske utan att utskiftningsskatt behövde utgivas och att därför avräkning för utskiftningsskatt inte skulle företagas. Skiljemännen gjorde följande övervägande:

”Är huvudparten av aktieägarna privatpersoner finns det anledning räkna med att betalning av utskiftningsskatt aktualiseras. I så fall bör emellertid en diskontering till nuvärde göras med hänsyn till kalkylräntekrav och den tidpunkt då utskiftningsskatten skall erläggas. Vid 15 % internräntekrav och 4 resp. 5 års tidsförskjutning skall cirka 57 % resp. cirka 50 % av utskiftningsskatten beaktas, vid 10 % internräntekrav cirka 68 % resp. cirka 62 %. Är emellertid majoritetsaktieägaren och det värderade företaget rörelsedrivande bolag torde all erfarenhet visa att någon utskiftningsskatt ej behöver erläggas under överskådlig framtid på grund av fusionering eller förändring av verksamheten i det bolag som avvecklas. Skulle man emellertid behöva befara att det för-

vande bolaget (majoritetsaktieägaren) kommer att likvideras, blir sannolikt utskiftningsskatten vid detta tillfälle större än om förvärvet ej genomförts. Om en sådan likvidation av det förvärvande bolaget skulle inträffa, bör vid 10 % internräntekrav 39 % av utskiftningsskatten beaktas, om den erlägges efter 10 år, och 24 %, om den erlägges efter 15 år. — De privatpersoner som förvärvat aktier i dotterbolaget bör ha haft anledning förmoda att en eventuell avveckling av detta bolag skulle ske genom den störste aktieägarens försorg. Å andra sidan bör inte aktieägarna i (M) belastas av en förmögensreduktion genom en ökad latent utskiftningsskatteskuld för (M). — Med hänsyn till svårigheten att med säkerhet avgöra om utskiftningsskatt skall erläggas samt vid vilken tidpunkt detta i så fall kommer att äga rum, har skiljemännen funnit det skäligt att vid värderingen beakta  $\frac{1}{3}$  av den latent utskiftningsskatten. Detta överensstämmer även med den schablonregel som tillämpas vid förmögenhetsbeskattning av vissa aktier.”

Fördelat på samtliga aktier motsvarade det på angivna grunder beräknade företagsvärdet 291. M hade yrkat att nuvärdeberäkning skulle ske med hänsyn till antagande om en avvecklingsperiod om cirka 2 år. Gm yrkade tillägg till det värde som beräknats med hänsyn till när utbetalning kunde beräknas ske till aktieägarna. Skiljemännen fann skäligt att verkställa sålunda yrkade avdrag och tillägg vilka sammanräknat enligt normer som skiljemännen fann skäliga ledde till ett avdrag från ovan angivet belopp med 11.

Skiljemännens bedömning ledde alltså till ett aktievärde av 280.

#### Fall 42.<sup>38</sup>

M:s yrkande	164
Gm:s yrkande	830
Skiljemännen	272
Tvisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr.

Parterna hade i samråd uppdragit åt en revisionsfirma, att till ledning för skiljemännen avge utlåtande rörande värdet av aktierna i D. I utlåtandet hade 121 angivits som ett ”riktvärde” till ledning för en värdebestämning av aktierna. Beloppet var av de sakkunniga framräknat såsom ett beräknat ekonomiskt resultat av en tänkt likvidation av bolaget, ett likvidationsvärde, vari dock några av rörelsegrenarna ingick med sina beräknade avkastningsvärden med utgångspunkt från antagandet att dessa rörelsegrenar hade ett saluvärde i samband med likvi-

<sup>38</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.5, 12 och 13.

dation av bolaget i övrigt, som motsvarade nämnda avkastningsvärden. Parterna hade godtagit principerna i utlåtandet. M hade därutöver anfört, att vid fastställandet av värdet en diskontering till nuvärde borde företagas, emedan en tänkt avveckling genom likvidation borde beräknas ta omkring två år i anspråk. Gm gjorde gällande, att lösenbeloppet borde hänföras till den tidpunkt när dom i målet vann laga kraft, vilket skulle uppnås genom att värdeförändringen från utredningstidpunkten till förutnämnda tidpunkt uträknades genom en ränteberäkning efter en föreslagen räntesats om 10 % per år.

Värderingsmännen hade angivit ett värde för D:s aktier i ett bolag till ett värde som framkommit genom kapitalisering efter en räntesats om 12 ½ % av utdelningsinkomster för  $T_0$  från bolaget. Utredning lämnades i form av årsredovisning för bolaget och för ett annat bolag vari nämnda bolag ägde 25 %. D ägde 7,1 % av aktiekapitalet i bolaget i fråga. På grundval av denna utredning ansåg skiljemännen att värdet på D:s ifrågavarande aktieinnehav borde sättas till 2 i stället för 1.

Värderingsmännen hade angivit ett värde för D:s aktier i ett annat bolag till 4 vilket framkommit genom kapitalisering efter 12 ½ % av utdelningsinkomsterna för  $T_0$  från bolaget. Utredning lämnades i form av årsredovisningar för  $T_{-2}$ — $T_0$ . Bolaget ägdes till hälften av D och till hälften av M. Skiljemännen ansåg förutsättningar saknas att beräkna ett avkastningsvärde för detta bolag. Likvidationsvärdet för bolaget kunde dock uppskattas varav hälften (8) tillkom D.

Beträffande ett utländskt dotterbolag hade inom koncernen uppställts en resultatprognos för perioden  $T_{+1}$ — $T_{+5}$ . M och revisorerna hade ansett prognosen mindre väl underbyggd och att värdet i stället borde beräknas med utgångspunkt från resultat  $T_0$  efter ett avkastningskrav om 25 %. Gm gjorde gällande, att resultatprognosen skulle läggas till grund för beräkningen men att den påtalade osäkerheten beaktades genom att ett avkastningskrav om 25 % accepterades. Skiljemännen ansåg icke att M anfört tillräckliga skäl för att åsidosätta prognosen men justerade den med hänsyn till omräkningskurs för valuta. De farhågor som uttalats beträffande ökande konkurrens, osäkerhet ifråga om kostnadsutveckling, samt ovisshet om teknisk utveckling borde föranleda ett förhöjt avkastningskrav till 33 ⅓ %.

Utredningsmännen hade i sin beräkning utgått från att ett av M till D för  $T_0$  lämnat koncernbidrag skulle avdragas i beräkningen. M yrkade att koncernbidraget skulle avdragas. Gm anförde att koncernbidraget inte borde avdragas, enär bidraget icke gav upphov till någon skuld till M och att varje rättslig grund saknades att avdraga beloppet.

Skiljemännen ansåg det skäligt att medge avdrag med koncernbidraget med hänsyn till det förhållandet att koncernbidraget lämnats efter det att inlösen av minoritetsaktierna påkallats och att den valda metoden för fastställande av inlösenvärdet av aktierna byggde på ett hypotetiskt antagande om en avveckling av D:s verksamhet under en period av cirka två år. Skiljemännen ansåg sig kunna utgå från att koncernbidraget icke skulle ha varit erforderligt om M skulle ha valt att planera och genomföra en sådan avveckling.

M yrkade att förutom en av värderingsmännen antagen avvecklingskostnad hänsyn även skulle tas till att den faktiska förlusten i D under  $T_{+1}$  kunde beräknas komma att uppgå till 54. Skiljemännen ansåg visserligen att den för värdeberäkningen valda metoden grundad på en hypotetisk cirka tvåårig avveckling icke logiskt motiverade någon rätt för M att i avräkningen få avdraga en förlust, som i vart fall till stor del uppstod på grund av att M icke i praktiken genomförde en avveckling enligt den här antagna modellen. Å andra sidan ansåg skiljemännen det antagligt att förluster utöver vad värderingsmännen beräknat som avvecklingskostnader icke hade kunnat undvikas och ville för sin del — särskilt med hänsyn till det med cirka 108 reducerade saluvärde för vissa anläggningstillgångar som skiljemännen godtagit — anse det skäligt att beräkna avvecklingskostnaderna inklusive eventuella förluster vid en avveckling enligt den valda likvidationsmodellen till 54.

Revisorerna hade beräknat statlig och kommunal inkomstskatt till sammanlagt 59,2 %. M instämde däri. Gm hävdade att man i denna bransch, bl.a. på grund av gällande avskrivningsregler, kunde räkna med en effektiv skattebelastning som avsevärt understeg nämnda siffra. Han åberopade en utredning rörande ett annat stort företag i samma bransch som under en längre tidsperiod haft en skattebelastning uppgående till drygt 14 % av rörelsevinsten. Gm yrkade därför att avdrag för skatter skulle ske med 15 %. Skiljemännen ansåg, att Gm:s resonemang inte kunde äga tillämpning i det aktuella fallet som förutsatte en antagen avveckling under en tidsperiod av omkring 2 år varunder de dolda reserverna helt upplöstes och framtogs till beskattning. Hypotesen att i någon form överföra exempelvis realisationsvinst vid försäljning av anläggningstillgångar till M att där avräknas mot M:s avskrivningsutrymme skulle medföra en belastning för M till förmån för aktieägarna i D som skiljemännen icke fann skälig. Skiljemännen ansåg emellertid rimligt att dels utgå från att likvidationen tidsmässigt genomfördes så att större del av kommunalskatteavdraget kunde utnyttjas än som antagits i revisorernas beräkning, dels ta hänsyn till att skatter



förfaller vid framtida tidpunkt. Skiljemännen räknade därför med en total inkomstskatt om 52,5 %.

M yrkade att utskiftningskatt borde avräknas med 40 %. Gode mannen gjorde gällande att det vid avveckling av dotterbolag inom en koncern fanns möjligheter att sådan avveckling kunde ske utan att utskiftningskatt behövde utgivas och att därför avräkning för utskiftningskatt inte skulle företagas. Skiljemännen gjorde samma övervägande som i fall 41 och gjorde alltså avdrag för  $\frac{1}{3}$  av utskiftningskatten. Detta avdrag hade dock inte beräknats efter en schablon utan efter vissa bestämda ekonomiska resonemang.

Fördelat på samtliga aktier motsvarade det på angivna grunder beräknade företagsvärdet 141. M hade yrkat att nuvärdesberäkning skulle ske med hänsyn till antagande om en avvecklingsperiod om cirka 2 år. Gm hade yrkat tillägg till det värde som beräknats med hänsyn till när utbetalning kunde beräknas ske till aktieägarna. Skiljemännen fann skäligt att verkställa sålunda yrkade avdrag och tillägg vilka sammanräknat enligt normer som skiljemännen fann skäliga ledde till ett avdrag från ovan angivet belopp med 5.

Skiljemännens bedömning ledde alltså till ett aktievärde av 136.

#### Fall 43.<sup>39</sup>

M:s yrkande	460/400 eller 300
Gm:s yrkande	540
Övriga yrkanden	600
Skiljemännen	470
Tvisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr.

M yrkade att lösenbeloppet i första hand skulle motsvara värdet av den bytesvaluta som M lämnat vid offentligt erbjudande att förvärva aktierna i D, dvs. 460. I andra hand, om skiljemännen önskade grunda lösenbeloppet på börskursen på aktierna i D, yrkades 400, motsvarande kursen de båda månader som föregick det offentliga erbjudandet. I tredje hand yrkades, att lösenbeloppet skulle grundas på avkastningsvärdet, 300.

Gm yrkade att lösenbeloppet skulle utgöra värdet av vederlaget vid

<sup>39</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4 och 13.

det offentliga erbjudandet dagen efter det inlösenärendet hänskjutits till avgörande av skiljemän med viss justering för utdelningar, sammanlagt 540. I andra hand yrkade Gm att lösenbeloppet icke skulle understiga 460 som M yrkat i första hand.

En minoritetsaktieägare yrkade att lösenbeloppet skulle utgöra 600, motsvarande ett på visst sätt uträknat avkastningsvärde.

*Skiljemännen* ansåg, att lösenbeloppet skulle bestämmas med utgångspunkt från värdet av bytesvalutan, som bestod av aktier i M, med hänsyn till att den tillgängliga offentliga informationen om M varit av tillfredsställande beskaffenhet. Detta värde skulle bestämmas på grundval av förhållandena under utbytestiden utan korrigering för därefter inträffade värdeförändringar. Detta ledde till 460.

Nämnda belopp borde dock konfronteras med ett beräknat avkastningsvärde. Gm och den andre minoritetsrepresentanten hade använt orealistiskt låga kapitaliseringsfaktorer, ej minst under beaktande av att resultatberäkningar belastats endast med avskrivningar på historiska anskaffningsvärden. En minoritetsaktieägare hade byggt på en "effektiv" skattesats om 22 % men kapitaliserat vinsten efter denna skatt med utgångspunkt från ett avkastningskrav av 10 %, vilket icke kunde anses tillämpligt på en så beräknad vinst. Skiljemännen kom fram till att avkastningsvärdet inte låg högre än 460. På utestående aktier i D hade lämnats utdelning t.o.m. för  $T_{+1}$ . För återstående tid fram till inlösen borde kompensation för avkastning utgå med 10. (Lösenbeloppet kunde beräknas bli tillgängligt för lyftning i mitten av  $T_{+3}$ .)

Lösenbeloppet bestämdes därför till  $460 + 10 = 470$ .

#### Fall 44.<sup>40</sup>

M:s yrkande	199
Gm:s yrkande	600
Skiljemännen	290
Tvisteföremålets storlek	$> 1\ 000\ 000$ kr.

M var ett börsnoterat bolag, som genom ett offentligt erbjudande mot vederlag som bestod av aktier och konvertibla skuldebrev i M, erbjöd sig förvärva samtliga aktier i D. M:s yrkande om 199 byggde på värdet av bytesvalutan med justering för utdelningar tills lösenbeloppet blev

<sup>40</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4 och 13.

tillgängligt för minoritetsaktieägarna.

Gm:s yrkande byggde på D:s avkastningsvärde, likaså med justering för utdelningar och inklusive tillägg för beräknad avkastning efter 10 % per år å avkastningsvärdet för tiden från värderingstidpunkten tills lösenbeloppet utbetalades.

*Skiljemännen* konstaterade att den beträffande både M och D tillgängliga offentliga informationen hade varit av tillfredsställande beskaffenhet. Lösenbeloppet kunde därför bestämmas med utgångspunkt från värdet av bytesvalutan. Eftersom "en icke obetydlig tidrymd" förflöt från utbytestiden tills inlösen påkallades, 10 månader efter utbytestidens början, 5 ½ månad efter utbytestidens slut, måste dock vissa korrigeringar göras. Värdet av bytesvalutan mot slutet av utbytesperioden beräknades till 333 vartill lades beräknad avkastning därå efter 10 % per år. Ytterligare beaktades värdeförändringar i den börsportfölj som D innehade. Värdet när inlösen påkallades uppgick på dessa grunder enligt skiljemännen till 360.

Nyssnämnda värde borde dock konfronteras med andra värden. En av M anlitaad revisor hade beräknat värdet av D till 568—584 och en av Gm anlitaad revisor till 600. I båda dessa beräkningar hade D:s rörelsedrivande dotterbolag upptagits till sina avkastningsvärden och D:s övriga tillgångar, huvudsakligen börsnoterade och icke-börsnoterade aktier samt likvida medel och fordringar, till "substansvärde" med vissa avdrag för latent skatteskulder, dock inte för utskiftningsskatt. Beräkningarna skilde sig åt främst i avkastningsvärderingen av de rörelsedrivande dotterbolagen. M:s revisor räknade med en skattesats av 55 % och Gm:s revisor med 50 %.

"Av dessa alternativ finner vi det senare vara mera realistiskt med hänsyn till de möjligheter till investeringsavdrag och andra deklarationsmässiga avdrag som under senare år förelegat. Även lägre skattesatser än 50 % kan vara motiverade, ehuru tillgängligt utredningsmaterial ej möjliggör ett definitivt ställningstagande härtill i föreliggande fall och inget yrkande härom föreligger. Båda beräkningarna bygger emellertid på ett förräntningsanspråk av 10 % efter skatt. Den inflationstakt som rått under 1970-talet synes emellertid göra det mera rimligt att räkna med ett förräntningsanspråk av 15 % efter skatt."

En sådan förändring av förräntningsanspråket skulle reducera avkastningsvärdet och därmed värdet av D med cirka 40. D var väsentligen ett investmentbolag som dock skilde sig från det vanliga genom att D hade en mycket stor andel likvida medel och medel som tillfälligt ut-

lånats. Dessa tillgångar gav efter skatt en förhållandevis blygsam avkastning. Det skulle inte ha funnits några praktiska möjligheter att på kortare tid utvinna den avkastning av denna del av D:s tillgångar, som skulle svara mot det förmögenhetsvärde som beräknats i de återopade utredningarna.

I målet hade diskuterats den s.k. "investmentbolagsrabatt", som består däri att börskursen på investmentbolags aktier ofta understiger börsvärdet av de aktier som investmentbolaget äger. Denna "rabatt" brukar i Sverige röra sig om 20—30 %. Oavsett orsakerna till denna "rabatt", ansåg skiljemännen det rimligt att räkna härmed.

Efter justering av avkastningsvärdet med ovan nämnda 40 och efter avdrag för "investmentbolagsrabatt" med 30 % skulle värdet enligt de båda revisorsutredningarna uppgå till cirka 390 eller 370. Med detta synsätt förelåg inte något större gap till det av skiljemännen på annat sätt beräknade värdet 360.

Skiljemännen stärktes i sin uppfattning om riktigheten av värdet 360 av att ett antal institutionella placerare vid professionell bedömning funnit sig böra acceptera M:s erbjudande.

Värdet 360 hänförde sig till tiden för påkallande av inlösen. Avdrag skulle därefter göras för de utdelningar som minoritetsaktieägarna i D hade erhållit. Vidare gjorde skiljemännen tillägg med 10 % per år. Lösenbeloppet bestämdes så till 290.

#### Fall 45.<sup>41</sup>

M:s yrkande	66
Gm:s yrkande	187
Skiljemännen	110
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr.

M hade framställt ett offentligt erbjudande till aktieägarna i D varvid vederlaget bestått av aktier i M. Både D och M var börsnoterade företag. M yrkade att lösenbeloppet skulle baseras på värdet av bytesvalutan efter justering för utdelningar.

Gm yrkade att lösenbeloppet skulle bestämmas på grundval av en revisorsutredning vartill skulle läggas beräknad avkastning med 10 % per år från utredningstidpunkten till den tidpunkt då blivande skiljedom kunde beräknas ha vunnit laga kraft.

<sup>41</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4 och 13.

*Skiljemännen* tog i skiljedomen först ställning till den revisorsutredning som M låtit göra på begäran av Gm. Korrigerig gjordes bl.a. för vissa avräkningar med ett dotterbolag till D. Gm hade låtit göra en värdering av D:s fastigheter. Skiljemännen reducerade det värde som den sakkunnige kommit fram till med hänsyn till D:s svårigheter att förränta fastigheter. Med hänsyn till att det beräknade företagsvärdet i väsentliga delar var ett avvecklingsvärde, fann skiljemännen det skäligt att påföra beräkningen en utskiftningskatteskuld med hälften av det belopp som skulle utgå om hela bolagets nettoförmögenhet belades med sådan skatt.

Avvecklingsärendet  $T_{+1}$  beräknades sålunda till 86.

Oavsett hur avkastningsvärdet beräknades, bedömdes detta ligga väsentligt under 86.

Skiljemännen övergick därefter till att konfrontera nämnda värde med värdet på bytesvalutan, som angavs till 60.

”Den marknadens bedömning av aktierna i (D), som kommit till uttryck i att den offentligen erbjudna bytesvalutan accepterats av ett stort antal ägare av aktier i (D), skall principiellt väga tungt när löseskillingen för återstående aktier bestämmes. Emellertid var den information, som (M  $T_0$ ) lämnade marknaden vid det offentliga erbjudandet, i väsentliga hänseenden bristfällig och den måste ha försvärat för aktieägarna att taga ställning till erbjudandet. Skiljemännen finner därför anledning att i föreliggande fall frångå huvudprincipen att värdering skall ske med utgångspunkt från bytesvalutan och att låta en bedömning av (D:s) avvecklingsvärde fälla det avgörande utslaget.”

Till det beräknade avvecklingsvärdet skulle göras ett tillägg för tiden fram till övergången av äganderätten till aktierna. Detta belopp beräknades med beaktande av D:s verkliga avkastning efter 8 % per år.

Lösenbeloppet bestämdes på dessa grunder till 110.

#### Fall 46.

M:s yrkande	420
Gm:s yrkande	600
Skiljemännen	420
Tvisteföremålets storlek	10 000—99 999 kr.

M redovisade en utredning av bolagets revisor, som utmynnade i att avkastningsvärdet för D  $T_{-1}$  icke översteg 350. M erbjöd sig dock att

även i inlösenärendet erlægga 420, motsvarande värdet av den bytesvaluta som utgått till de aktieägare i D som godtagit M:s ursprungliga erbjudande.

Gm yrkade, att lösenbeloppet skulle grundas på ett substansvärde. Revisorerna hade beräknat detta till 559. Gm vidtog vissa justeringar och beräknade substansvärdet till 600.

*Skiljemännen* beräknade att D:s avkastningsvärde understeg 420. En substansvärdering kunde bara ifrågakomma som ett led i beräkningen av ett avvecklingsvärde. Det hade inte ens gjorts sannolikt, att detta skulle överstiga 420. Lösenbeloppet skulle därför utgöra 420.

Fall 47.<sup>42</sup>

M:s yrkande	350
Gm:s yrkande	350
Skiljemännen	350
Tvisteföremålets storlek	0

M hade förvärvat aktierna i D efter ett offentligt erbjudande. I målet företeddes av båda parter genom revisorer gjorda värderingar av D samt värderingar genom särskilda sakkunniga av vissa tillgångar.

*Skiljemännen* hade inte "något att erinra mot parternas ståndpunkt att värdet på de med inlösenförfarandet avsedda aktierna bör fastställas per (ultimo  $T_0$ )". *Skiljemännen* fann såväl M:s inlösenerbjudande som aktiekursen på aktier i D under  $T_0$  vara av intresse för värdesättningen på aktierna i D men ansåg dem varken var för sig eller tillhoppa kunna läggas till uteslutande grund för värdesättningen. Börsvärdet hade uppenbarligen starkt påverkats av inlösenerbjudandet och den till grund därför liggande värdesättningen som hänförde sig till en tidpunkt som låg flera månader före den i skiljeförfarandet avgörande tidpunkten ultimo  $T_0$ , då aktierna för övrigt sedan tre månader tillbaka ej längre var föremål för börsnotering.

"Allmänt sett gäller vid företagsvärdering att man i första hand söker fastställa värdet med utgångspunkt från vilken framtida avkastning man kan påräkna å investerat kapital eller, annorlunda uttryckt med ledning av nuvärdet av företagets framtida uthålliga vinster."

<sup>42</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2. 4.

Årsvinster enligt offentliga årsredovisningar för  $T_{-1}$  och  $T_{-2}$  kunde i stort sett ligga till grund för bedömningen av avkastningsvärdet. Resultaten dessa år var positiva. För åren därefter måste man anse att D gått med förlust. Skiljemännen konstaterade att avkastningsvärdet uppenbarligen understeg 350.

”Värdering enligt substansvärdeметoden brukar i vinstgivande företag i regel leda till lägre värden än värdering enligt avkastningsметoden. I här aktuellt fall torde dock substansvärdering ge högre värde”, fortsatte skiljemännen. Vid substansvärdering borde det dock vara motiverat att utgå från att värdeförstöringen vid en tänkt avveckling inte behöver bli större än som brukar antas vid en lugn och systematiskt genomförd avveckling. Slutresultatet av en avveckling efter avdrag för inkomstskatt och utskiftningskatt kunde inte rimligen komma att uppgå till 350.

Skiljemännen fastställde därför lösenbeloppet 350, varom parterna enats.

#### Fall 48.<sup>43</sup>

M:s yrkande	200
Gm:s yrkande	750 + ränta
Skiljemännen	424
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr.

M hade i ett offentligt erbjudande under  $T_{-1}$  förklarat sig villigt förvärva aktier i D för 320.

Parterna utgick vid sina bedömningar från en utredning som verkställdes av en oberoende revisor på båda parters uppdrag. Båda parter genomförde i huvudsak en avvecklingsvärdering.

Aktier i ett rörelsedrivande dotterbolag värderade M till  $2\frac{1}{2}$  gånger vinsten före dispositioner och skatt och Gm till 5 gånger vinsten, dvs. parterna tillämpade avkastningskraven 40 % resp. 20 %. Skiljemännen fann att avkastningskravet skäligen borde sättas till  $27\frac{1}{2}$  %.

M hävdade att avveckling av varulager i en avvecklingssituation skulle ge ett resultat av högst 50 % av inventerat lagervärde. Eftersom en del av lagret täcktes av ineliggande orderstock kunde inkuransreserven dock sättas lägre, dock inte lägre än 30 %. Gm förmenade, att generell inkuransavsättning på 5 % var tillräcklig. Skiljemännen fann det rimligt att

<sup>43</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4 och 13.

räkna med en ökad inkuransavsättning men endast med 17 att jämföras med 64, som M gjort gällande. Maskiner och inventarier skulle enligt M värderas till bokfört värde med hänsyn till rådande överkapacitet inom branschen och till kostnader för nedmontering, transport och uppmontering hos en tänkt köpare. Gm ville upptaga maskiner och inventarier till hälften av brandförsäkringsvärdet. Skiljemännen upptog dem med hänsyn till kostnader för nedmontering, transport och uppmontering hos en köpare till ett värde som med 17 översteg det bokförda värdet. Parterna var ense om värderingen av vissa fastigheter men hade delade meningar om värdet av bostads- och fabriksfastigheter på en mindre ort. Enligt M skulle fabriksfastigheterna endast kunna säljas till kommunen och då för en formell köpeskilling. Bostadsfastigheterna måste i en sådan situation, varvid antogs att företaget lades ned och att någon ersättningsindustri inte förlades till orten, betraktas som nästan helt osäljbara. Fabriks- och bostadsfastigheterna kunde därför inte upptagas till högre belopp än 25 % av bokfört värde. Gm ville värdera fabriksfastigheterna till bokfört värde och bostadsfastigheterna till taxeringsvärdet schablonmässigt omräknat till marknadsvärdet  $T_0$ . Skiljemännen värderade fabriksfastigheterna till ett värde som understeg bokfört värde och bostadsfastigheterna till ett värde som översteg bokfört värde.

Parterna hade olika uppfattning om vilka avvecklingskostnader som kunde beräknas uppkomma.

Med M:s värdering av olika delposter skulle någon latent inkomstskatteskuld inte föreligga. Däremot borde man räkna med full utskiftningsskatt. Gm ansåg det oriktigt att räkna med 10 % strafftillägg vid återföring av investeringsfond, eftersom fonden skulle kunna utnyttjas i den lönsamma delen av D:s rörelse. Vad beträffar den skattepliktiga vinsten vid försäljning av bostadsfastigheter, skulle någon sådan inte utgå vid de av Gm antagna värdena, medan det beskattningsbara beloppet på övriga fastigheter skulle kunna begränsas till 40 %. Vid skatteberäkningen borde enligt Gm beaktas att inkomstskatten skulle komma att erläggas lång tid efter utredningstidpunkten ultimo  $T_0$ , varför en beräkning av dess nuvärde borde göras. Någon skuld för utskiftningsskatt behövde enligt Gm inte beaktas eftersom en avvecklingsvärdering inte nödvändigtvis förutsatte en faktisk avveckling. Eftersom en avveckling inte var förestående och inte heller sannolik kunde nuvärdet av den latent utskiftningsskatten enligt Gm beräknas till 0.

Skiljemännen räknade med att återföring av investeringsfond inte kunde ske utan ett skattepliktigt tillägg av 10 %. Skiljemännen ansåg, ”att den tänkta skattebetalningen skulle komma att ske (x) år senare och



räknat med 9 % ränta och 55 % skatt på denna ränta” bestämdes skatteskuldens nuvärde. Ifråga om utskiftningskatteskulden gjorde skiljemännen följande bedömning:

”Vid en beräkning av (D:s) värde efter en tänkt avveckling är det i och för sig inte nödvändigt att tänka sig en avveckling som slutar med en likvidation. I praktiken är det relativt sällsynt att en avveckling av företag med negativ vinstutveckling sker på detta sätt. I normalfallet försöker man istället intressera en köpare för att övertaga den värdefullaste substansen . . . som en del i det i övrigt från förlustbringande rörelsegrenar befriade företaget, något som i praktiken innebär att köparen även övertager den latent utskiftningskatteskulden. Eftersom denna i regel inte aktualiseras förrän på mycket lång sikt — om ens någonsin — bör den beräknas till ett reducerat belopp. Skiljemännen finner det skäligt att härvid räkna med att den latent utskiftningskatteskulden halveras från 40 % till 20 %, en princip som för övrigt stämmer överens med den som vid taxeringen gäller vid värderingen av icke rörelsedrivande fåmansbolag.”

I fråga om det av Gm framställda och av M bestridda ränteyrkandet konstaterade skiljemännen, ”att 1944 års aktiebolagslag inte innehåller någon föreskrift om ränta på lösenbeloppet. Emellertid har tidpunkten för värderingen av praktiska skäl bestämts till ( $T_0$ ). Skiljemännen utgår från att aktien, så snart det är klart att inlösningsrätt föreligger, ekonomiskt sett huvudsakligen bör betraktas som en fordran på utfående av lösenbeloppet. Från denna utgångspunkt bör minoritetsaktieägarna i förevarande fall redan fr.o.m. (tiden för påkallande av tvångsinlösen) rimligen kompenseras för avsaknaden av avkastning på det belopp som deras anspråk på lösen för aktierna representerar, i all synnerhet som tidpunkten för en övergång av äganderätten till aktierna och betalningen beror på förhållanden — t.ex. en långt utdragen process efter överklagande av skiljedomen till domstol — som minoritetsaktieägarna inte kan påverka. En sådan princip är förenlig med 14 kap. 11 § expropriationslagen samt med 2 §, andra stycket, räntelagen, vilka lagrum emellertid inte är direkt tillämpliga i förekommande fall.

Vid en prövning efter skälighet finner skiljemännen att ränta visserligen inte kan utdömas på det sätt som yrkats, men att lösenbeloppet för aktie bör höjas med ett belopp som ger minoritetsaktieägarna rimlig kompensation för utebliven avkastning på kapitalet. Med hänsyn till att en sådan avkastning skulle ha blivit skattepliktig om den utgått som ränta, finner skiljemännen skäligt att endast räkna upp lösenbeloppet per aktie med 4 % per år . . .”

Parternas och skiljemännens uppfattningar i olika frågor sammanfattas i följande tablå:

	M	Gm	Skiljemännen
Redovisat eget kapital	99	99	99
<i>Över- resp. undervärden</i>			
Investeringsfonder o. dyl.	95	95	95
Rörelsedrivande dotterbolag	53	160	99
Bostadsfastigheter	} —72	10	8
Fabriksfastigheter		0	—33
Övriga fastigheter	465	465	465
Maskiner, inventarier	0	134	17
Viss förlustrisk	—24	—24	—24
Ökad inkuransreserv	—64	0	—17
Avvecklingskostnader	—217	—10	—150
Latent inkomstskatt	0	—166	—70
Latent utskiftningsskatt	—130	0	—97
Värde $T_0$	205	763	392
”ränta”	0	152	32
Yrkande resp. lösenbelopp	200	915	424

Lösenbeloppet bestämdes till 424.

#### Fall 49.<sup>44</sup>

M:s yrkande	190
Gm:s yrkande	1 230
Skiljemännen	681
Tvisteföremålets storlek > 1 000 000 kr.	

D innehade cirka en tredjedel av samtliga aktier i två bolag, vari M dessutom ägde aktier, så att D och M tillsammans innehade 45 % resp. 49,7 %. I det senare bolaget innehade M dessutom ett skuldebrev, som M kunde konvertera till aktier varvid detta bolag skulle bli dotterbolag inom M-koncernen. Samme person var ordförande i styrelserna för M, D och de båda andra bolagen. Beträffande det ena av de båda bolagen fanns ett konsortialavtal som i väsentliga hänseenden gjorde beslut i bolagets angelägenheter beroende av alla aktieägares samtycke.

<sup>44</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.4. och 14.

”Med beaktande av dessa omständigheter tillsammanantagna finner skiljemännen — utan att därmed taga ställning till om en mindre grad av samordning mellan bolaget skulle kunnat ha samma effekt — att det inflytande, som (M) med begagnande av (D) såsom mellanled utövar över (de ifrågavarande bolagen) i så hög grad närmar sig det inflytande ett moderbolag utövar över ett dotterbolag, att en värdering av aktierna i (D) i detta mål skall ske med beaktande av all den avkastning i dessa bolag, som faller på de av (D) innehavda aktierna, vare sig den kan förväntas bli utdelad eller ej, i den mån inte värdet av vissa delar av bolagen bör fastställas på annat sätt än som ett avkastningsvärde.”<sup>45</sup>

Till utgångspunkt för värdering skulle enligt skiljemännen läggas förhållandena den dag då skiljedom påkallades.

Vad till en början angick D:s egen rörelse hade M beräknat ett framtida förväntat uthålligt resultat på industrirörelsen om — 12,5 och kapitaliserat detta efter  $33\frac{1}{3}\%$  till —  $37\frac{1}{2}$ . Kraftverks- och skogs rörelser beräknades ge ett motsvarande resultat om 4 före skatt som kapitaliserades efter 15 % vilket innebar ett värde av 25. Med detta beräkningssätt utgjorde D:s egen rörelse en belastning på koncernens kapital om 12,5. Minoriteten å andra sidan beräknade värdet av D:s egen rörelse till 246, varav industrirörelsen svarade för 15. I parternas beräkningar hade D:s skulder beaktats genom att räntorna belastat rörelseresultatet. Härvid hade även medtagits räntorna på lån som upptagits för finansiering av aktieinnehaven i de inledningsvis berörda bolagen. Enligt skiljemännens uppfattning borde räntorna på dessa lån inte belasta resultatet av D:s egen rörelse. I stället borde dessa skulder beaktas därigenom att deras kapitalbelopp avdrogs från värdet av aktieinnehaven.

Efter denna korrigerig av parternas beräkningar och efter viss omfördelning av avskrivningar fann skiljemännen att det fortfarande kunde finnas fog för en negativ värdering av industrirörelsen. Det skulle dock inte vara rimligt att belasta bolagets kapital med en kapitalisering av en ”evig” förlust på denna rörelse. Skiljemännen upptog därför industrirörelsen till värdet 0.

Årsresultaten för kraftverks- och skogs rörelserna för åren  $T_2$ — $T_4$  visade en stark stegring från det första året till det sista, vilken inte helt kunde förklaras på grundval av det föreliggande materialet. Det syntes skiljemännen rimligt att bedöma den framtida resultatutvecklingen med utgångspunkt från de tre senaste årens resultat. Kapitaliserade man denna efter 10 %, vilket skiljemännen fann skäligt med hänsyn till de avkast-

<sup>45</sup> Jfr SOU 1979:46 s. 79.

ningskrav man brukar ställa på rörelser av detta slag, fick man ett kapitalvärde av 53. Det fanns emellertid tecken som tydde på att detta värde var alltför lågt. Minoriteten hade åberopat värderingar av kraftstationerna, vari resultatet före skatt hade kapitaliserats efter 10 %, och av skogsrörelsen, som dock inte direkt kunde jämföras med den avkastningsvärdering, som skulle göras i målet, ”främst därför att den baseras på en diskonteringsfaktor av endast 5 %”. Vid en jämförelse mellan det framräknade avkastningsvärdet och de särskilda värderingarna måste observeras, att avkastningsvärdet hade framräknats från resultatbelopp belastade med en räntekostnad, vilken gav uttryck för den skuld som beräknades belasta rörelsegrenarna ifråga. Värderingarna avsåg däremot endast tillgångsvärdet. Dessa tillgångsvärden måste minskas med 13—25 för att bli jämförbara med avkastningsvärdet. ”Även efter en sådan justering utgör emellertid värderingarna ett visst indicium på att ett avkastningsvärde på kraftverks- och skogsrörelserna om (53) är för lågt.” En möjlig förklaring kunde vara att gemensamma kostnader fördelats felaktigt. Skiljemännen gjorde slutligen en skälighetsbedömning och bestämde värdet av kraftverks- och skogsrörelserna till 75.

Beträffande aktierna i ett av de bolag, som skulle värderas som om de var dotterbolag i M-koncernen, hade minoriteten yrkat, att värdet skulle grundas på det pris, som erhållits för en stor post aktier i detta bolag under T<sub>3</sub> vilket motsvarade 591 för D:s andel. M gjorde gällande att denna prissättning inte var representativ och yrkade att värdet skulle bestämmas till 155, baserat på ett ”framtida förväntat uthålligt resultat” kapitaliserat efter 33 $\frac{1}{3}$  %. Skiljemännen framhöll, att det pris som erhöles för aktierna kunde synas vara högt i förhållande till de resultat som bolaget under senare år kunnat redovisa. Emellertid syntes förtusättningarna för affären och dess genomförande vara sådana, att priset kunde anses representera avkastningsvärdet, sådant det kunde bedömas vid tidpunkten för affären av parter som var väl insatta i bolagets ställning. Priset skulle därför ligga till grund för värderingen av D:s andel i detta bolag. Emellertid skulle detta pris tillbakaräknas till värderingstidpunkten. Denna justering gjordes med utgångspunkt från faktiska resultat som belastades med 25 % skatt av den justerade vinsten före skatt, ett procenttal som motiverades

”dels av hänsyn till att den skatt bolaget betalat på redovisad vinst före skatt varit låg, emedan bolaget utnyttjat möjligheten att göra avsättning till obeskattade reserver, dels av hänsyn till att den latent skatteskuld, som faller på ökningen av obeskattade reserver, rimligen bör diskonteras.”

Det värde som framkom reducerades ytterligare med hänsyn till den allmänna prisutvecklingen under den diskuterade perioden. Detta avdrag bestämdes skönsmässigt till drygt 25 %. D:s andel av aktierna i detta bolag värderades därför till 370.

För aktierna i det andra bolaget fanns en börskurs, som värderingsdagen skulle ge de av D ägda aktierna ett värde om 118. Detta värde borde dock, enligt skiljemännen, konfronteras med ett på bolagets verksamhet beräknat avkastningsvärde. Parternas ståndpunkter avvek starkt från varandra. Parterna var visserligen i stort sett ense om de belopp, till vilka avkastningen före skatt hade uppgått under åren  $T_{-2}$ — $T_{+2}$ . Dessa belopp varierade kraftigt mellan åren. Minoriteten hade beräknat ett genomsnitt och kapitaliserat detta efter 20 % till cirka 223. M hade kapitaliserat en beräknad framtida vinstkapacitet efter  $33\frac{1}{3}$  % och kommit till ett värde på aktierna av 53. Skiljemännen kapitaliserade genomsnittsavkastningen åren  $T_0$ — $T_{+2}$ . Ett av dessa tre år var ett extremt högkonjunkturår och ett var ett lågkonjunkturår. Detta genomsnittsresultat kapitaliserades efter 25 %. Det sålunda beräknade värdet låg så nära det tidigare angivna börsvärdet på bolagets aktier, att det inte fanns rimlig anledning att frångå aktiernas börsvärde såsom ett rimligt uttryck för deras avkastningsvärde.

Värdet av D beräknades som summan av ovan angivna delvärden. Härtill lades en beräknad avkastning under tiden fram till övergången av äganderätten av de tvångsinlösta aktierna, som sattes till 10 % per år. Avdrag gjordes för den utdelning som utfallit å aktierna.

Lösenbeloppet bestämdes till 681.

#### Fall 50.<sup>45a</sup>

M:s yrkande	567
Gm:s yrkande	3 700
Övriga yrkanden	10 000
Skiljemännen	654 (majoriteten)
Skiljemännen	1 024 (minoriteten)
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr.

<sup>45a</sup> Denna skiljedom har avkunnats sedan manuskriptet till avhandlingen lämnats till tryckning. Denna och följande skiljedom har därför inte kunnat beaktas vid analysen av skiljedoms materialet. Slutsatserna av analysen skulle dock inte ha påverkats. Däremot skulle diskussionen i avsnitt 5.2.4 ha blivit utförligare. Skiljedomen kommer att klandras.

M yrkade att lösenbeloppet skulle motsvara den valuta som aktieägarna i D erhållit när M genom ett till allmänheten riktat erbjudande övertagit D.

Gm yrkade att lösenbeloppet skulle bestämmas på grundval av D:s avkastningsvärde. M beräknade också ett avkastningsvärde som avsevärt skilde sig från det av Gm beräknade.

Skiljemännen beräknade avkastningsvärdet per  $T_0$  till 1 368. (Härtill skulle läggas "en beräknad ränta" efter 10 % per år för tiden från  $T_0$  till dess lösenbeloppet kunde antagas bli tillgängligt för minoritetsaktieägarna samt avdragas lämnad utdelning, varför ett lösenbelopp på denna beräkningsgrund skulle komma att uppgå till 1 765.)

Två av skiljemännen ansåg, att lösenbeloppet skulle grundas på värdet av bytesvalutan av följande skäl:

Aktierna såväl i M och D som i det bolag, vars aktier jämväl ingick i bytesvalutan, hade under avsevärd tid före erbjudandet varit föremål för en börshandel, som inte varit av ringa omfattning. Med den öppna redovisning som svenska börsföretag numera tillämpar kan man i regel utgå från att alla för bedömning av aktiernas värde relevanta fakta är kända för utomstående och därmed kan påverka börskurserna. Det har inte i målet gjorts gällande, att de tre bolagens offentliga redovisningar skulle ha varit mindre informativa än vad som är gängse standard. Inte heller när någon anmärkning riktats mot innehållet i den information, som lämnades i samband med det offentliga erbjudandet. Vi finner oss inte för vår del ha skäl för en annan bedömning.

Det är, på grundval av företagens offentliga redovisning, allmänt känt att börsvärdet av aktier i bolag med stora skogsinnehav i allmänhet avsevärt understiger ett matematiskt värde av bolagets aktier, vari beaktats dold reserv i innehavet av skog och kraft. Vad detta förhållande beror på kan här lämnas därefter; det räcker för vårt resonemang att konstatera faktum.

Ett teoretiskt beräknat övervärde av nu angivet slag är under normala förhållanden åtkomligt för den enskilde aktieägaren endast i den formen att marknaden accepterar att i aktiekursen beakta den framtida utdelningstillväxt, som detta avkastningsvärde rimligen bör ge upphov till. Det skulle därför vara orimligt, att vid tvångsinlösen av nu föreliggande slag låta en liten grupp av aktieägare få del i detta teoretiska övervärde i form av ett plötsligt frigjort kontantbelopp, ett värde som det stora flertalet aktieägare i samma bolag inte ansett relevant när de accepterade det offentliga erbjudandet. Det orimliga häri framstår än tydligare om man betänker, att ett sådant frigjort övervärde omedelbart skulle kunna place-

ras i aktier i andra bolag av liknande karaktär, till kurser som står i en motsvarande relation till ett teoretiskt beräknat värde på tillgångarna i dessa bolag.

Det av skiljemännen i detta mål beräknade avkastningsvärdet utgör drygt två och en halv gång bytesvalutans värde. En differens av denna storlek är ingalunda exceptionell inom den grupp av bolag som det här är fråga om.”

Skiljenämndens majoritet fortsatte med att konstatera, att M beräknat värdet av bytesvalutan till 524. Tillräckliga skäl hade inte anförts för att frångå denna beräkning. Till detta belopp skulle dock läggas å ena sidan en beräknad ränta efter 10 % per år från  $T_0$  till dess lösenbeloppet kunde beräknas bli tillgängligt för minoritetsaktieägarna och å andra sidan avdragas den utdelning som minoritetsaktieägarna uppburit. Lösenbeloppet skulle därför enligt majoriteten bestämmas till 654.

Den tredje skiljemannen fäste stort men inte avgörande avseende vid att börshandel av icke ringa omfattning förekommit under lång tid i de tre aktuella aktierna liksom också vid att någon anmärkning inte kunde riktas mot den information som varit tillgängligt beträffande de tre bolagen. Han framhöll att det också är allmänt känt, att börsvärdet av aktier i bolag med stora skogs- och kraftinnehav i allmänhet understiger eller avsevärt understiger det avkastningsvärde, som framkommer vid tillämpning av de principer skiljemännen använt vid framräkning av ett avkastningsvärde för D. ”Huruvida detta beror på aktiemarknadens val av annan diskonteringsfaktor eller på olika uppfattning om dessa reallgångars förväntade avkastning är omöjligt att fastställa.

Mot ovan redovisad bakgrund är det tveksamt om en liten grupp aktieägare till fullo skall få del av ett teoretiskt framräknat avkastningsvärde. Jag delar härvidlag majoritetens betänkligheter. Däremot är jag inte lika avvisande som majoriteten utan är benägen att under de omständigheter, som föreligger i detta mål, lämna utrymme för beaktande av det av skiljemännen framräknade avkastningsvärdet. — — — Med tanke på (D:s) i förhållande till övriga skogsbolag mycket stora innehav av skogs- och krafttillgångar räknat per aktie och på att jag icke kan utesluta att aktiemarknaden ej i tillräckligt hög grad har beaktat de framtidsvärden, som främst ligger i kraftinnehav, har jag för min del funnit mig böra välja ett värde mellan bytesvalutans värde och avkastningsvärdet. Detta har fastställts genom vägning, där bytesvalutans värde får dubbelt så stort genomslag som det tidigare av skiljemännen framräknade avkastningsvärdet.”

Sedan den tredje skiljemannen gjort tillägg och avdrag efter samma princip som majoriteten bestämde han lösenbeloppet till 1 024.

Fall 51.<sup>45b</sup>

M:s yrkande	204
Gm:s yrkande	669
Övriga yrkanden	1 504 jämte viss ränta
Skiljemännen	258 (majoriteten)
Skiljemännen	333 (minoriteten)
Twistemålets storlek	> 1 000 000 kr.

M yrkade, att lösenbeloppet skulle motsvara den valuta som aktieägarna i D erhållit, när M genom ett till allmänheten riktat erbjudande övertagit D.

Gm yrkade, att lösenbeloppet skulle bestämmas på grundval av D:s avvecklingsvärde.

Skiljemännen beräknade avkastningsvärdet per  $T_0$  till mellan 178 och 246 beroende på val av kapitaliseringsprocent. Avvecklingsvärdet efter avräkning av latent inkomstskatteskuld utvisade ett värde av mellan 293 och 345. Skiljemännen diskuterade om avdrag vid denna teoretiska beräkning skulle göras för latent utskiftningsskatteskuld och menade att det varken fanns underlag för att påstå att det skulle vara riktigare att räkna med full utskiftningsskatteskuld eller att räkna med ett nedräknat belopp. Skiljemännen gjorde några beräkningar baserade på olika alternativ för kapitalisering av skogsavkastning och hel respektive halv utskiftningsskatteskuld och fann därvid avvecklingsvärden mellan 181 och 279.

Två av skiljemännen ansåg att lösenbeloppet skulle grundas på bytesvalutans värde.

De anförde därvid likartade skäl som i fall 50.

En skiljeman hade avvikande mening och motiverade denna sålunda: "Majoriteten av skiljemännen har fastställt löseskillingen med utgångspunkt från bytesvalutans värde. Jag är för min del ej främmande för att använda denna bedömningsgrund, vilken överensstämmer med presumptionsregeln i 14 kap. 9 § tredje stycket aktiebolagslagen av år 1975, även i inlösningsfall som skall avgöras enligt 1944 års lag om aktiebolag. Jag

<sup>45b</sup> Vad som angivits i not 45a gäller även denna dom. Även denna skiljedom kommer att klandras.

De två skiljemän som utgjorde majoritet i detta mål var samma som utgjorde majoriteten i fall 50.



vill dock icke göra det, om det finns anledning att betvivla att bytesvalutans värde, enligt den beräkning som kan göras, är ett användbart och objektivi t mått på företagens värde. I detta fall anser jag att den uträknade bytesvalutan av flera skäl icke är helt relevant.

Redan det förhållandet att den likvid, som accepterades av majoriteten av aktieägarna i (D), utgjordes av aktier i det övertagande bolaget ger anledning till tvekan. Den bedömning som måste göras i ett sådant fall — och som också görs av större aktieägare — måste helt bygga på en relativ värdering av de båda enheterna, det övertagande och det övertagna bolaget. Vid vilken absolut nivå kurserna på de båda bolagens aktier befinner sig vid tillfället har ingen reell betydelse.

I detta fall förstärkes detta av att det var det mindre av bolagen som övertog det större. Av aktiekapitalet i (M) ägdes efter övertagandet av majoriteten av aktierna i (D) ca 60 % av de f.d. aktieägarna i (D). Detta innebär att av det ”nya” (M:s) värde 60 % tillförts genom (D). För aktieägarna i (D) kan alltså aktiebytet, i större utsträckning än i de flesta andra fall, ha setts som en formalitet: man behöll sitt (D) med endast en relativt mindre utvidgning av bolaget. Detta skjuter frågan om aktiekurserna vid bytestillfället ännu mer i bakgrunden.

Slutligen kan noteras, dels att betydande aktieägare i (M) och (D) före sammanslagningen synes ha varit antingen identiska eller tillhörande samma intressekrets, dels att (M)-aktierna vid bytestillfället icke var börsnoterade utan endast upptagna på Svenska Fondhandlareföreningens noteringslista, vilket kan ha gjort deras kursnotering mindre effektiv.

Majoriteten av skiljemännen har anfört att en värdering högre än bytesvalutan skulle innebära en orimligt gynnsam behandling av minoritetsaktieägarna. Jag vill å andra sidan anföra en omständighet som i stället kan tyda på att en fastlåsning till bytesvalutans värde kan innebära en orättvist ogynnsam behandling av dessa aktieägare. Av de olika värderingarna av (D) som redovisas i domen framgår att den klart större delen av bolagets värde ligger i skogsinnehavet.

I (M)-koncernen före sammanslagningen fanns däremot endast förhållandevis obetydliga skogsvärden, vilket visas av att taxeringsvärdet för jordbruks- och skogsfastigheter i (M)-koncernen under det räkenskapsår, då (D)-koncernen tillfördes gruppen, steg (med 1 500 %). I nuvarande inflationstider har många investerare sökt en placering av sitt kapital i skogsvärden. För aktieägare, som valt att placera i (D) av denna orsak, kan sammanslagningen med det nästan skoglösa (M) ha tett sig som särdeles ogynnsam. Det är icke visat att dessa aktieägare kunde ha sålt sina aktier i (D) — eller, efter utbyte, aktierna i (M) — till gällande kurs vid

utbytet och kunnat omplacera i andra aktier med bakomliggande skogsvärden till — ur deras synvinkel — lika fördelaktiga villkor (Proportion mellan skogsvärde per aktie och börskurs) som placeringen i (D) innebar. För dem kan det ha varit naturligt att behålla sina aktier och inför skiljemännen framlägga sin syn på skogsvärdena. Detta överensstämmer med att minoritetsrepresentanterna i detta mål nedlagt särskilt intresse på utredning om och argumentering för skogens substansvärde.”

Den tredje skiljemannen bestämde så avkastningsvärdet till 250. Han kapitaliserade därvid industrirörelser efter 25 % och skog efter 8 %. Avvecklingsvärdet bestämde han till 262, varvid han byggde på en räntefot för skogsavkastning av 5 % och gjorde avdrag för halv utskiftningsskatt. Eftersom avvecklingsvärdet var högre, skulle lösenbeloppet grundas härpå.

Samtliga skiljemän ansåg att det per  $T_0$  beräknade värdet skulle justeras så att tillägg gjordes med 10 % för tiden fram till dess lösenbeloppet kunde förväntas bli tillgängligt för minoritetsaktieägarna samtidigt som avdrag gjordes för av minoritetsaktieägarna lyft utdelning.

Majoriteten av skiljemännen bestämde därför lösenbeloppet till 258 och minoriteten till 333.

## Skiljedomar beträffande Addo, Facit och Götaverken

I tre fall har skiljedomar klandrats vid allmän domstol. I och med att domarna åberopats som bevisning har de blivit offentliga handlingar. Dessa domar återges därför här i transumt.

### Fall Addo.

M:s yrkande	$\frac{5}{16}$ -delar av betalkurs för 1 B-aktie i Electrolux den dag skiljedom meddelas
Minoritetsaktieägarnas yrkande	336 kr.
Skiljemännen	115 kr.
Twisteföremålets storlek	100 000—999 999 kr

Aktiebolaget Addo, nedan kallat Addo, har ett aktiekapital på 11 250 000 kronor, fördelat på 112 500 aktier å vardera nominellt 100 kronor.

Av aktierna i Addo ägs 111 573 aktier av Facit Aktiebolag, Åtvidaberg, nedan kallat Facit, 780 aktier av Winberg & Högstedt Kommanditbolag, Malmö, nedan kallat kommanditbolaget, 137 aktier av professorn Magnus von Platen, Umeå, samt 10 aktier av fru Inga-Britt Henrikson, Kungsängen.

— — —

Kommanditbolaget har yrkat att skiljemännen måtte förklara Facit skyldigt att inlösa de kommanditbolaget tillhöriga aktierna i Addo.

Facit har medgivit detta yrkande och har yrkat att skiljemännen måtte förklara Facit berättigat att lösa de aktier i Addo som ägs av von Platen och fru Henrikson.

von Platen och fru Henrikson har medgivit detta yrkande.

Kommanditbolaget, von Platen och fru Henrikson har yrkat att lösenbeloppet för varje aktie i Addo måtte av skiljemännen bestämmas till 355 kronor.

Facit, som från början yrkat att lösenbeloppet för varje aktie i Addo måtte fastställas till ett belopp motsvarande betalningskursen för en aktie i Facit på Stockholms fondbörs den dag skiljemännen meddelar sitt beslut angående lösens belopp, har vid sammanträdet den 26 mars 1973 förklarat sig icke vidhålla detta yrkande och i stället yrkat att lösenbeloppet för varje aktie i Addo måtte fastställas till ett belopp motsvarande fem sextondelar av betalkursen för en B-aktie i Aktiebolaget Electrolux på Stockholms fondbörs den dag skiljemännen meddelar sitt beslut angående lösens belopp.

Kommanditbolaget, von Platen och fru Henrikson har yrkat att Facit måtte åläggas att ensamt gälda ersättningen till skiljemännen.

Facit har medgivit detta yrkande.

---

Till stöd för sin talan i fråga om lösenbeloppet för varje aktie har parterna under skriftväxlingen anfört och åberopat i huvudsak följande.

*Facit* har i skrift den 14 juli 1972 i sak anfört bl.a.: Till skillnad från vad som skedde i rättsfallet NJA 1957:1 (det s.k. Gimofallet) är det enligt *Facits* mening uteslutet att till grund för fastställande av värdet på aktierna i Addo lägga en substansvärdeberäkning av Addos behållna tillgångar. Addo utgör icke "en yttre form för den av aktieägarna innehavda förmögenhetsmassan" utan är ett i högsta grad rörelsedrivande bolag. Addokoncernens tillgångar utgöres huvudsakligen av produktionsanläggningar med fastigheter och maskiner för mekanisk verkstadsindustri, lager, kundfordringar etc. Några säkra hållpunkter för värdering av dessa tillgångar finns icke. De är utan den bedrivna rörelsen svårsålda och i vart fall synnerligen svåra att värdera. Varje värdering måste bli mycket subjektiv och bli beroende av samma faktorer som slutligen är avgörande för avkastningsvärderingen, nämligen vilken satsning som kan förväntas för lokaler och maskiner för sådan industri. En beräkning av substansvärdet skulle, om den överhuvud lät sig göra, därför icke leda till ett rättvisande resultat. — Den närmast till hands liggande värderingsmetoden är att värdera aktierna med hänsyn till den avkastning som företagets rörelse kan beräknas ge för framtiden. I föreliggande fall är emellertid även denna metod förenad med betydande svårigheter. Av Addokoncernens årsredovisningar för åren 1969—1971 framgår att koncernens verksamhet efter kalkylmässiga avskrivningar men före bokslutsdispositioner och skatt under år 1969 givit en vinst av ca 9 995 tkr och år 1970 en vinst av ca 19 054 tkr men under år 1971 en förlust av ca 12 171 tkr. För år 1972 har enligt budget, uppgjord den 20 december 1971, beräknats en förlust av ca 8 570 tkr, vilken förlust enligt prognos, uppgjord den 5 juni 1972, beräknas öka till ca 15 985 tkr. De framtida årsvinsterna för Addokoncernen kan sålunda icke bedömas med utgångspunkt från årsvinsterna under de gångna åren. Såsom huvudorsaker till *Facit*koncernens resultatförsämring under 1971 har koncernledningen i årsredovisningen för detta år framhållit den allmänna konjunktturnedgången, japansk överproduktion av elektroniska räknare, datorindustrins strukturförändringar, som försämrat avsettningsmöjligheterna för *Facit*koncernens dataprodukt, de

osäkra valutaförhållandena, som orsakat kursförluster på 5,6 milj. kronor, samt extraordinära avskrivningar på 6 milj. kronor. Av dessa orsaker torde särskilt överproduktionen av elektroniska räknare och dataindustrins strukturförändring vara av den arten, att de gör Facitkoncernens och Addokoncernens framtida avkastningsförmåga synnerligen svårbedömd, och strukturomvandlingen är ett nytt moment, som gör de gångna årens resultat föga relevanta för bedömning av den framtida avkastningsförmågan. Det sagda gäller visserligen i första hand Facitkoncernen, men svårigheterna är minst lika accentuerade inom Addokoncernen. De kraftiga förlusterna under åren 1971 och 1972 kommer, även om resultatet senare förbättras, att medföra ett stort konsolideringsbehov, och någon utdelning på aktierna i Addo kommer under lång tid framåt icke att kunna påräknas. — Av angivna skäl bör aktievärderingen i förevarande fall icke grundas på beräkning av vare sig substansvärde eller avkastningsvärde utan på Addoaktiernas försäljningsvärde, vilket värde i detta fall går att fastställa. Det förhåller sig nämligen så, att när styrelserna för Facit och Addo i augusti 1966 till aktieägarna i Addo riktade ett erbjudande att utbyta sina aktier i Addo mot aktier i Facit, så innebar detta erbjudande att varje aktie i Addo berättigade till en aktie i Facit, och detta erbjudande byggde på en genomgång av värdet av Facit-aktierna och Addo-aktierna och en överenskommelse mellan Facit och en grupp aktieägare i Addo, som innehade rösträttsmajoriteten i sistnämnda bolag. Riksskattenämnden uttalade den 14 december 1966 att de aktier i Addo som i enlighet med erbjudandet överlätits på Facit skulle anses vara avyttrade den 29 november 1966 samt att avyttringen i fråga om varje aktie i Addo skulle anses ha skett till det pris som motsvarade den på Stockholms fondbörs den 29 november 1966 noterade betalkursen på aktier i Facit, 327 kronor för varje aktie. Erbjudandet utnyttjades beträffande ca 97 % av antalet aktier i Addo, och för att få övertaga återstående aktier erbjöd sig Facit dels genom brev i december 1967, dels genom brev från Skånska Banken i november 1968 att fortfarande utbyta en aktie i Addo mot en aktie i Facit. Även senare har enstaka aktier i Addo inköpts till kurs ungefärligen motsvarande den för aktierna i Facit gällande. Ända sedan 1966 har det sålunda ansetts föreligga en direkt korrelation mellan Facitaktiernas och Addoaktiernas försäljningsvärde. Eftersom Facitaktiernas värde, då dessa aktier noteras på Stockholms fondbörs, låter sig fastställas från dag till dag, finns ett objektivt fastställbart försäljningsvärde även på aktierna i Addo, under förutsättning att den nyssnämnda relationen alltjämt kan anses föreligga. Facit åberopar en av Facits styrelse

den 9 december 1971 utfärdad kommuniké, i vilken styrelsen framhållit bl.a. att den negativa utvecklingen är likartad inom såväl Facit- som Addogruppen liksom för övrigt inom kontorsmaskinsbranschen världen över. Denna bedömning är alltså aktuell och gäller sålunda även för 1972 års resultatutveckling. Lösenbeloppet för varje aktie bör sålunda fastställas till ett belopp motsvarande betalkursen för en aktie i Facit på Stockholms fondbörs den dag skiljemännen meddelar sitt beslut angående lösens belopp.

*Kommanditbolaget, von Platen och fru Henrikson* har åberopat ett av auktoriserade revisorn Arne Holmgren, Malmö, den 8 januari 1973 avgivet utlåtande, i vilket Holmgren gjort dels en beräkning av Addos avkastningsvärde i slutet av år 1971, dels en beräkning av "aktuellt" substansvärde. Vid beräkningen av avkastningsvärdet har Holmgren lagt verksamhetsåren 1969, 1970 och 1971 till grund och, med utgångspunkt från årsresultaten under dessa år före skatt, 9 995 tkr + 19 053 tkr — 12 171 tkr, räknat med en genomsnittlig årsvinst av ca 5 626 tkr före skatt. Med begagnande av vinstmultiplikatorn fyra, motsvarande ett avkastningskrav av 25 % före skatt, har Holmgren beräknat avkastningens kapitalvärde (avkastningsvärdet) till ca 22 504 tkr, motsvarande i runt tal 200 kronor per aktie. Vid beräkningen av substansvärdet har Holmgren utgått från Addos (moderbolagets) balansräkning per den 31 december 1971, varefter han upprättat en justerad balansräkning, i vilken bolagets tillgångar, enligt balansräkningen uppgående till 128 792 tkr, upptagits till ett sammanlagt värde av 185 517 tkr, en ökning som väsentligen ligger däri att Addo tillhöriga aktier, bokförda till 8 322 tkr, värderats till 33 444 tkr och bolagets maskiner och inventarier m.m., bokförda till 2 309 tkr, beräknats ha ett värde av 27 587 tkr, varjämte såsom ny tillgång upptagits en post på 7 090 tkr, motsvarande aktiverade konstruktions- och patentkostnader. Efter viss mindre justering även av skulderna utvisar den justerade balansräkningen ett eget kapital av 21 897 tkr (= balansräkningen) samt övervärden och obeskattade reserver på tillhoppa 83 229 tkr (enligt balansräkningen 26 528 tkr), sammanlagt alltså 105 126 tkr. Sedan avdrag gjorts för latent inkomstskatteskulder, beräknade till 30 256 tkr, slutar Holmgrens substansvärdeberäkning på en summa av 74 870 tkr, beräknat per den 31 december 1971. Under hänvisning bl.a. till de förluster som Addo gjort under åren 1971 och 1972 och till att förlust kan befaras även under 1973, anser Holmgren det kunna rimligen antagas att därefter möjligen endast återstår 60 % av substansvärdet eller alltså 45 milj. kronor. Med sistnämnda belopp som grund beräknar Holmgren substansvärdet av varje aktie till, om hänsyn

icke tages till utskiftningsskatt, 400 kronor och, om man räknar med full utskiftningsskatt, 266 kronor.

*Kommanditbolaget, von Platen och fru Henrikson* har i skrift den 26 januari 1973 anfört bl.a.: Uttrycket aktiens verkliga värde får förståelig mening, om man i det lägger in en anvisning om att vid värderingen alla kända fakta skall beaktas. Man får inte nöja sig med att godtaga efter mer eller mindre bestämt styrande normer framkomna värden såsom nominellt värde, värde enligt balansräkning eller vid förmögenhetstaxering godkänt värde. Värderingen kan inte göras så enkel att man anknyter den till börsnoteringar. Hänsyn måste tagas till alla fakta och motiv som det är rationellt att räkna med vid val mellan placeringar, såsom tilltro till en företagsledning, farhågor för inflation och benägenhet att föredra värdestegringsvinster framför löpande avkastning och önskan att avvakta utvecklingen på längre sikt hellre än att göra täta omplaceringar. Olika omständigheters betydelse kan inbördes avvägas på olika sätt. Tillfälligheter som att ett företag råkat ut för dålig publicitet och överdrivna nedvärderingar på grund av enstaka misslyckanden måste tillmätas mindre vikt än vad som har varaktigare grund. Värderingen bör ske med en viss generositet mot minoriteten. Risken för felvärdering på grund av svårigheter att överblicka förutsättningarna och förutse framtiden bör läggas på moderbolaget. Osäkerheten i gissningar om framtida avkastning ger skäl för att i första hand grunda värderingen på de fakta som inverkar på beräkning av s.k. substansvärde. Kommanditbolaget och dess medparter ansluter sig därvid till Holmgrens antaganden men medger att det är rimligt att vid dessa taga någon hänsyn till utskiftningsskatteskuld, trots att debitering av utskiftningsskatt i bolaget inte torde bli aktuell inom överskådlig tid, varför utskiftningsskatteskuldens nuvärde är minimalt. Om man räknar med en tredjedel av utskiftningsskatteskulden, blir substansvärdet på en aktie i Addo under Holmgrens förutsättningar det yrkade beloppet 355 kronor. Om man på grundval av Holmgrens utredning gör en beräkning av avkastningsvärde, närmar man sig beloppet 355 kronor, om man låter de säregna omständigheterna i det aktuella fallet och av dem följande ovisshet föranleda till att man beräknar avkastningsvärdet till sju gånger vinsten i stället för av Holmgren antagna fyra.

*Facit* har i skrift den 6 mars 1973 genmält bl.a.: Praxis i fråga om värdering av aktier i rörelsedrivande bolag är att dessa skall värderas med utgångspunkt från avkastningsvärdet. Numera måste även 1972 års resultat beaktas. Det preliminära koncernbokslutet före bokslutsdispositioner och skatt utvisar för 1972 en förlust på 32 800 tkr. Räknar man

med de tre senaste årens resultat, framkommer ett negativt genomsnittresultat av 8 639 tkr, och användes samtliga fyra år, erhålles fortfarande ett negativt genomsnittligt resultat av 3 980 tkr. Icke heller genom en förlängning av perspektivet omfattande även 1973 erhålles ett positivt genomsnittresultat. Facit åberopar en substansvärdeberäkning upprättad enligt Holmgrens modell men med 1972 års bokslutssiffror som grund samt framhåller att substansvärdet sjunkit från ca 75 milj. kronor till ca 51 milj. kronor. — Om trots Facits bestridande substansvärdet skulle läggas till grund för värderingen, innebär detta att man utgår ifrån det resultat en likvidation skulle ge, och i så fall måste full hänsyn tagas till utskiftningsskatten. Vidare måste i sådant fall hänsyn tagas till att en mycket betydande del av bolagets tillgångar måste realiseras till värden, som ligger väsentligt under bokförda värden, och då tjänar knappast bolagets balansräkning såsom ett tillfredsställande underlag. Bokföringsvärdena på anläggningstillgångarna är representativa endast om tillgångarna kan lämna en avkastning som svarar mot värdena, och detta är i sin tur beroende av den sysselsättning som kan finnas för dem. Som exempel kan nämnas att bolaget nyligen sålt fabriken i Örkelljunga, vilken drives av dotterbolaget AB Multo, till ABU, Svängsta, och därvid ej ens lyckats få ut de bokförda värdena på de överlätna tillgångarna, trots att ABU fått betydande subventioner från staten för förvärvet. — Då ett tillförlitligt värde på aktierna knappast kan erhållas vare sig genom avkastningsvärdering eller substansvärdering, vidhåller Facit att lösenbeloppet bör fastställas på det sätt som tidigare angivits. Facit finner ej skäl föreligga för särskild generositet mot minoriteten, enär detta skulle innebära en diskriminering av dem som tidigare godtagit bolagets erbjudanden.

Vid sammanträdet den 26 mars 1973 har *Facit* anfört bl.a.: Sedan Facit i sin skrift av den 14 juli 1972 framställt sitt yrkande i skiljeärendet, har Aktiebolaget Electrolux, nedan benämnt Electrolux, förvärvat omkring 97 % av aktierna i Facit, varvid likvid för Facit-aktierna erlagts på så sätt att vederbörande överlätare för 16 aktier i Facit erhållit fem B-aktier i Electrolux. Ansökan har gjorts om Facit-aktiernas avförande från fondbörsen, och beslut härom kan förväntas redan under morgondagen. Vad som under de två senaste åren förekommit i Facit resp. Addo ger visserligen vid handen att Addo-aktierna sjunkit i värde mer än Facitaktierna, men Facit anser att man likväl alltså kan beräkna värdet av en aktie i Addo lika med värdet av en aktie i Facit. Facit-aktiernas marknadsvärde framgår av vad Electrolux betalt för 97 % av dessa aktier. Detta innebär att 16 aktier i Facit har



ett värde motsvarande fem B-aktier i Electrolux, dvs. varje aktie i Facit — och därmed också varje aktie i Addo — ett värde motsvarande fem sextondelar av den varje dag på börsen noterade betalkursen för B-aktier i Electrolux. Facit ändrar därför sitt yrkande i enlighet härmed. Däremot kan man enligt Facits mening vid fastställande av lösenbeloppet för aktierna i Addo inte ta hänsyn till den sakligt omotiverade höjning av betalkursen för Facit-aktier som på senare tid noterats på fondbörsen, eftersom denna höjning uteslutande måste ha sin grund i orealistiska spekulationer om det lösenbelopp som kan komma att fastställas vid en blivande inlösen av minoritetsaktierna i Facit.

*Facit* har vid sammanträdet den 26 mars 1973 till skiljemännen ingivit Addos förvaltningsberättelse för år 1972, koncept till koncernresultaträkning för Addokoncernen samma år, utvisande en förlust av ca 34 925 tkr efter bokföringsmässiga avskrivningar men före bokslutsdispositioner och skatt, ävensom en den 21 mars 1973 av Facits verkställande direktör utfärdad kommuniké, enligt vilken Facitkoncernens rörelse under 1972 efter bokföringsmässiga avskrivningar men före bokslutsdispositioner och skatt resulterat i en förlust av 120,7 milj. kronor, varav dock ca 45 milj. kronor utgör kostnader av engångsnatur till följd av omstrukturering av koncernens verksamhet.

*Facit*, som vid ingivandet av dessa handlingar särskilt framhållit att Addos förvaltningsberättelse för år 1972 ännu icke granskats av bolagets revisorer och att koncernresultaträkningen för Addokoncernen samma år endast utgör ett koncept, har slutligen anfört bl.a.: Den omräkning av Holmgrens substansvärdeberäkning som Facit låtit göra har endast avsett att visa hur beräkningen skulle se ut med en preliminär balansräkning per den 31 december 1972 såsom grund och innebär icke något godtagande av Holmgrens värderingsprinciper. Vid en avveckling av Addo skulle de av Holmgren beräknade värdena inte på långt när kunna erhållas. Substansvärderingen kan av förut angivna skäl inte tjäna som grund för fastställande av lösenbeloppet. Den enda hållbara grunden utgör det marknadsvärde på Facit-aktierna — och därmed på Addo-aktierna — som framkommit vid Electrolux' förvärv av aktiemajoriteten i Facit. Det finns ingenting som indikerar att överlåterna av Facit-aktier därvid "trampats på tårna". Addo har den 30 december 1972 överlåtit lager, maskiner och inventarier m.m. till Electrolux för bokförda värden, därvid Electrolux övertagit skulder till motsvarande belopp. Addo kommer i fortsättningen att driva rörelsen i kommission för Electrolux. För 1973 räknar man med en förlust av 5 à 10 milj. kronor.

*Kommanditbolaget, von Platen och fru Henrikson* har genmält bl.a.: Redan vid Facits förvärv av aktiemajoriteten i Addo blev aktierna i Addo undervärderade. Med hänsyn till de omdispositioner som numera gjorts är det svårt att säga om det är riktigt att beräkna värdet av en aktie i Addo till samma belopp som värdet av en aktie i Facit. Under alla omständigheter saknas anledning att åsätta Addo-aktierna lägre värde än det substansvärde som revisor Holmgren beräknat. De av Holmgren beräknade värdena av Addos tillgångar utgör naturligtvis inte de slaktvärden som skulle erhållas vid en brådstörtad försäljning av olika tillgångar var för sig, men det sammanlagda substansvärde som Holmgren kommit fram till är ett riktigt uttryck för värdet av Addos produktionsapparat och ett värde som kan realiseras. Även om man skulle helt bortse från de övervärden och obeskattade reserver som enligt Holmgrens utredning föreligger, har Addo även enligt balansräkningarna per den 31 december 1971 och den 31 december 1972 ett eget kapital på nära 22 milj. kronor, motsvarande omkring 200 kronor per aktie. Då det måste förutsättas att balansräkningarna upprättats i enlighet med gällande lagregler och god köpmannased, är detta det lägsta värde som bör komma i fråga vid fastställande av lösenbeloppet för aktierna i Addo.

### *Domskäl*

Facit äger ostridigt mer än nio tiondelar av aktierna i Addo. Facit har medgivit kommanditbolagets yrkande om skyldighet för Facit att inlösa kommanditbolagets aktier i Addo. von Platen och fru Henrikson har medgivit Facits yrkande om inlösningsrätt. Facit skall förty förklaras skyldigt att inlösa de aktier i Addo som ägs av kommanditbolaget och berättigat att inlösa de aktier i Addo som ägs av von Platen och fru Henrikson.

Lösenbeloppet för aktier i rörelsedrivande bolag bör, såvitt detta är möjligt, enligt skiljemännens mening i första hand grundas på en beräkning av avkastningsvärdet, dvs. kapitalvärdet av den framtida årliga avkastningen av bolagets rörelse. Detta är emellertid möjligt endast under förutsättning att man kan göra något så när säkra antaganden i fråga om den framtida utvecklingen.

I förevarande fall finner skiljemännen en sådan bedömning ogörlig. Av den utredning som förebragts i skiljeärendet framgår att Addokoncernens rörelse efter kalkylmässiga avskrivningar men före bokslutsdispositioner och skatt under år 1969 givit en vinst av nära 10 milj. kronor och under år 1970 en vinst av något över 19 milj. kronor, medan rörel-

sen under år 1971 resulterat i en förlust av drygt 12 milj. kronor. Enligt den utredning Facit förebragt har Addokoncernens rörelse under år 1972 efter bokföringsmässiga avskrivningar men före bokslutsdispositioner och skatt resulterat i en förlust av nära 35 milj. kronor, därav i moderbolaget Addo ca 31,7 milj. kronor, vilken sistnämnda förlust dock täckts genom koncernbidrag från Facit med drygt 6 milj. kronor, återbäring av lagerinvesteringskonto å ca 885 000 kronor och upplösning av varulagerreserv å ca 24,9 milj. kronor. Facit har uppgivit att man räknar med förlust även under år 1973, dock med väsentligt lägre belopp än nästföregående år.

Även om det måhända kan hållas för troligt att den omstrukturering av Facitkoncernens — och därmed Addokoncernens — verksamhet som inletts och som fortsatt efter det att Electrolux förvärvat aktiemajoriteten i Facit lett till att bottenläget passerats och att resultatförbättring är att förvänta, saknas hållpunkter för beräkning av när sådan förbättring kan tänkas inträda och hur stor den kan tänkas bli. Antaganden därom skulle icke bli annat än gissningar. Vid sådant förhållande är det omöjligt att beräkna ett avkastningsvärde, som skulle kunna läggas till grund vid fastställande av lösenbeloppet för aktierna i Addo.

En substansvärdeberäkning enligt den metod som auktoriserade revisorn Arne Holmgren i sitt utlåtande tillämpat kan enligt skiljemännens mening icke heller tjäna som tillförlitligt underlag vid lösenbeloppets fastställande. Såsom framhållits i utlåtandet har Addokoncernens tillgångar direkt samband med rörelsen, och värdena är beroende av resultatutvecklingen. Att räkna med ett substansvärde, som skulle vara oberoende av substansens avkastning, är icke realistiskt.

Kommanditbolaget och dess medparter har hävdats att det lägsta värde som bör komma i fråga vid fastställande av lösenbeloppet för aktierna i Addo är den på varje aktie belöpande delen av bolagets egna kapital enligt bolagets balansräkning. Denna ståndpunkt är emellertid enligt skiljemännens mening principiellt icke godtagbar, dels därför att aktiebolagslagens regler om upptagandet i balansräkning av anläggningstillgångar icke innebär hinder för att sådana tillgångar i vissa fall upptages till belopp överstigande det aktuella försäljningsvärdet, dels också därför att det i balansräkningen redovisade egna kapitalet icke utgör något värde som utan vidare kan tillföras bolagets aktieägare. Det värde som bolagets kapital representerar för aktieägarna ligger antingen i den avkastning som kapitalet kan ge eller ock i det behållna kapital som efter avveckling av bolaget och erläggande av utskiftningskatt kan utskiftas till aktieägarna.

Facit har gjort gällande att lösenbeloppet i förevarande fall bör grundas på ett fastställande av Addo-aktiernas försäljningsvärde och att man därvid kan utgå ifrån att en aktie i Addo har samma försäljningsvärde som en aktie i Facit, vilket sistnämnda värde enligt Facit i sin tur kan objektivt fastställas i enlighet med av Facit angivna grunder.

Vad som förekommit i samband med Facits förvärv av aktiemajoriteten i Addo ger otvivelaktigt vid handen att de personer som därvid företrädde Facit och de aktieägare i Addo som innehade rösträttsmajoriteten i sistnämnda bolag varit ense om att bedöma aktierna i de två bolagen såsom likvärdiga. Då man kan utgå ifrån att dessa personer varit de som varit bäst insatta i de två bolagens förhållanden och då det icke förebragts någon omständighet som visar eller gör sannolikt att denna bedömning varit felaktig, är det även enligt skiljemännens mening befogat att utgå ifrån att varje aktie i Addo vid ifrågavarande tidpunkt haft ungefär samma värde som en aktie i Facit.

Vanskligare är att bedöma i vad mån den utveckling som därefter ägt rum i fråga om Addos och Facits rörelser har medfört att aktierna i de två bolagen icke längre kan anses likvärdiga. Någon enstämmig uppfattning i denna fråga har parterna icke uttalat. I en kommuniké från Facits styrelse den 9 december 1971 har den negativa utvecklingen inom såväl Facit-gruppen som Addo-gruppen betecknats som "likartad", men av detta uttalande kan icke dragas några säkra slutsatser. Den i skiljeärendet förebragta utredningen ger icke erforderliga hållpunkter för ett säkert bedömande av frågan. Viss ledning för bedömandet ger dock de uppgifter som i skiljeärendet lämnats om årsresultaten åren 1969—1972 i Addokoncernen resp. Facitkoncernen exkl. Addokoncernen. Ehuru siffrorna för år 1972 på grund av att kalkylmässiga avskrivningar ersatts av bokföringsmässiga sådana icke är helt jämförbara med siffrorna för åren 1969—1971, indikerar de lämnade uppgifterna dock att den genomsnittliga årsförlusten under åren 1969—1972 per aktie räknat varit större inom Addokoncernen än inom Facitkoncernen i övrigt. Då det sålunda får antagas att man genom att fortfarande beräkna värdet av en aktie i Addo till samma värde som en aktie i Facit i varje fall icke träder minoritetsaktieägarnas i Addo rätt för när, finner sig skiljemännen kunna godtaga Facits ståndpunkt, enligt vilken aktierna i Addo värdemässigt likställes med aktierna i Facit.

I förevarande skiljeärende har icke förebragts utredning, som gör det möjligt för skiljemännen att beakta alla de faktorer som måste inverka vid en värdering av aktierna i Facit. Det enda material som i detta avseende står till skiljemännens förfogande är uppgifter om vad som under

senare tid faktiskt betalats vid köp och försäljning av aktier i Facit. Då andra hållbara grunder för värdering av aktierna i Addo saknas, finner sig skiljemännen hänvisade till att — i enlighet med den ståndpunkt som Facit i princip hävdar — bestämma lösenbeloppet för varje aktie i Addo till vad som kan betecknas som det nuvarande marknadsvärdet av en aktie i Facit.

I detta hänseende är till en början att beakta att Electrolux förvärvat omkring 97 % av aktierna i Facit på villkor som inneburit att för varje sextontal aktier i Facit lämnats fem B-aktier i Electrolux. Med de betal-kurser som under den senaste tiden noterats för sistnämnda aktier på Stockholms fondbörs innebär överlåtelsevillkoren en likvid av omkring 95 à 100 kronor per Facitaktie, och trenden har varit klart stigande. Skiljemännen anser sig emellertid icke heller kunna bortse ifrån att aktier i Facit, låt vara till förhållandevis ringa antal, sålts på Stockholms fondbörs ända till dess att dessa aktier den 27 mars 1973 avförts från börslistan och att därvid betalats kurser, som varit icke oväsentligt högre. Skiljemännen, som saknar möjlighet att på grundval av den förebragta utredningen bedöma i vad mån Electrolux förvärvat sina aktier i Facit till lägre pris än verkliga värdet eller i vad mån de priser som betalats på börsen överstiger detta värde, finner det skäligt att räkna med ett försäljningsvärde av 115 kronor per aktie.

På anförda skäl finner skiljemännen lösenbeloppet för varje aktie i Addo böra bestämmas till 115 kronor.

### *Domslut*

Skiljemännen förklarar Facit skyldigt att lösa de aktier i Addo som ägs av kommanditbolaget och berättigat att lösa de aktier i Addo som ägs av von Platen och fru Henrikson.

Lösenbeloppet för varje aktie i Addo bestämmas av skiljemännen till 115 kronor.

### Fall Götaverken.<sup>46</sup>

M:s yrkande	10 kr.
Gm:s yrkande	60 kr.
Skiljemännen	25 kr.
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr.

— — —

<sup>46</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.12.

Den s.k. Suezkrisen medförde för Götaverken — liksom för andra varv — god lönsamhet på grund av orderstock som räckte fram till 1962—1963. Emellertid blev ingången av nya order till Götaverken snart obetydlig. Av sysselsättningsskäl måste därför order tagas som inte skulle ge självkostnadstäckning. Svårigheterna för Götaverken ökades genom den starkt växande internationella konkurrensen. Inte minst den japanska varvsindustriens utveckling skapade ett kapacitetsöverskott som höll nere priserna på låg nivå. Andra länder än Sverige införde kreditlättnader och subventioner av annat slag för varvsindustrien. Varvens kreditgivning till beställarna ökade i Sverige, 80 % kredit över åtta år till 5½ % ränta blev norm, medan de svenska varven måste låna pengar till 8½—9 % ränta. Utvecklingen mot allt större fartygstyper medförde behov av varvsutbyggnad om de aktuella båttyperna skulle kunna byggas. Arbetskraftssituationen och den inflatoriska kostnadsutvecklingen ökade ytterligare svårigheterna för bolaget. Den 1967 tillsatta varvsutredningen ledde ej till generell stöd åt varvsindustrien men öppnade möjlighet till selektiva åtgärder från statens sida. Under 1969 togs kontakt mellan Götaverken och industridepartementet för förhandlingar rörande den finansiella kris vari bolaget då befann sig. I februari 1971 tillkallade chefen för industridepartementet efter vederbörligt bemyndigande den s.k. 1971 års varvskommission med uppdrag att undersöka förutsättningarna för en rekonstruktion av Götaverken. I sitt arbete hade kommissionen tillgång till utredningar som Götaverken själv gjort eller tagit initiativet till ("The Gotaverken Group: Peat, Marwick, Mitchell & Co., 12th Jan., 1971", och Götaverkens egen prognos daterad den 29 januari 1971) samt sådana som utförts på uppdrag av industridepartementet eller kommissionen själv (av Elvstad, av Svensson och Trogen samt av Price Waterhouse & Co). Dessa tre sistnämnda utredningar är hemligstämplade enligt 21 § sekretesslagen, men har efter vederbörligt medgivande tillhandahållits skiljemännen och auktoriserade revisorn Sten Karlgren, vars revisionsbyrå enligt vad nedan närmare anges utarbetat ett i skiljemannaförfarandet framlagt utlåtande. Kommissionen konstaterade att alla analyser som utförts av andra än Götaverkens egna bedömare visade att Götaverkens aktiekapital helt eller så gott som helt var förlorat. Utan vissa "överbrygningskrediter" av banker kunde ifrågasättas, säger kommissionen, om Götaverken skulle kunnat annat än på sin höjd några veckor undgå betalningsinställelse och konkurs.

Förhandlingarna resulterade i ett rekonstruktionsförslag med bland annat följande bestämmelser: Götaverken nyemitterar aktiekapital om 150 milj. kr. Salénrederierna och Rederi AB Salenia, i förslaget be-

nämnda Salén, tecknar hela detta aktiekapital mot apportegendom. Staten lämnar till Götaverken ett ränte- och amorteringsfritt lån om 75 milj. kr och ikläder sig full garanti för ett efter rekonstruktionen av Götaverken emitterat obligationslån på likaledes 75 milj. kr. Götaverkens största kunder accepterar 140 milj. kr som pristillägg på fartygskontrakt samt 35 milj. kr som ränte- och amorteringsfritt lån till Götaverken. Aktiekapitalet i Götaverken om 77 milj. kr skrivs ned till 1/10, dvs. till 7,7 milj. kr. Efter rekonstruktionen blir alltså aktiekapitalet 150+7,7 milj. kr, tillsammans 157,7 milj. kr fördelat på 15 770 000 aktier. Salén erbjuder, i samband med förslag om nedskrivningen av aktiekapitalet, aktieägarna i Götaverken att förvärva deras aktier för 25 kr per aktie. Det belopp Salén därvid utbetalar skall tillskjutas av Salén utöver aktiekapitaltillskottet på 150 milj. kr.

Rörande den sålunda föreslagna nedskrivningen av aktiekapitalet uttalade kommissionen att tillgängligt material och kommissionens egna överväganden närmast indicerat att bolagets behållna förmögenhet var negativ och att aktiekapitalet borde nedskrivas till lägsta av lagen då medgivna belopp 5 000 kr. Förslaget om nedskrivning till 10 % av nominella värdet motsvarade sålunda "icke nödvändigtvis" en uppfattning från kommissionens sida att aktiernas verkliga värde skulle motsvara dessa 10 %. När det under förhandlingarna visade sig vara möjligt att med nedskrivningen förena inlösen till något högre pris är det, säger kommissionen, dess bestämda mening att förslaget representerar en för de gamla aktieägarna icke endast acceptabel utan under förhandenvarande omständigheter gynnsam lösning av frågan, som rimligtvis borde trygga deras medverkan till den föreslagna rekonstruktionens genomförande.

I anslutning till rekonstruktionens genomförande efter de sålunda föreslagna linjerna erbjöd sig Salénrederierna i skrivelse den 5 maj 1971 till Götaverkens styrelse att köpa då utelöpande aktier i Götaverken till en kurs av 25 kr per aktie. Erbjudandet gällde till den 1 juni 1971 men utsträcktes senare till den 15 november 1971.

Götaverkens styrelse rekommenderade enhälligt aktieägarna att ställa sig positiva till detta bud med förklaring att ett nej till budet skulle kunna innebära att det överhängande hotet om konkurs övergick i en akut konkurssituation.

Sven Salén AB, dotterbolag till Salénrederierna, ansökte i skrivelse till styrelsen för Götaverken den 1 februari 1972, med uppgift att Sven Salén AB ägde mer än 9/10 av aktierna i Götaverken, om inlösen av övriga aktieägares aktier enligt 174 § 2 mom. första stycket aktiebolagslagen. Enligt 223 § 2 mom. första stycket samma lag sammankallades aktie-

ägarna till förhandling med Sven Salén AB om inlösningen. I protokollet för sammankomsten antecknades att Sven Salén AB ägde 15 000 000 av de 15 770 000 aktierna i Götaverken och att 3 610 minoritetsaktier var representerade vid sammankomsten, till följd varav överenskommelse om lösens belopp ej kunde träffas med samtliga minoritetsaktieägare. Från Sven Salén AB:s sida meddelades att Salénkoncernen utom nämnda 15 000 000 aktier ägde 700 000 aktier och att sålunda lösensförfarandet direkt berörde cirka 70 000 aktier.

— — —

Salénrederierna har yrkat att skiljemännen skall förklara Salénrederierna äga rätt att inlösa de aktier i Götaverken som ej redan tillhör Salénrederierna samt fastställa inlösningspriset till tio kronor per aktie.

Salénrederiernas lagliga rätt att inlösa aktierna har i ärendet lämnats ostridig. Flodhammar har yrkat att inlösningsbeloppet per aktie fastställs till 60 kronor. Något därifrån avvikande yrkande har ej framställts av övriga aktieägare.

— — —

Salénrederierna och Flodhammar har till stöd för sina yrkanden rörande inlösningsbeloppet i sina skrifter och vid de muntliga förhandlingarna inför skiljenämnden anfört i huvudsak följande.

*Salénrederierna.* Aktiernas värdering bör hänföra sig till tiden omedelbart före Salénrederiernas engagement i Götaverken, dvs. i början av 1971. Minoritetsaktieägarna bör inte få tillgodoräkna sig favör av Salénrederiernas insats för rekonstruktionen och de därmed sammanhängande tillskotten från staten och från Götaverkens större kunder. Ej heller bör minoritetsaktieägarna kunna diskontera en eventuell värdeökning på grund av den nya företagsledningens förmodade bättre förmåga att leda Götaverkens verksamhet. Av samtliga utredningar upprättade i anslutning till krissituationen före rekonstruktionen och av varvskommisionens utlåtande framgår att Götaverkens aktier då inte hade något positivt värde.

I andra hand bör värderingstidpunkten vara den då Salénrederierna i föreskriven ordning framställde lösningsanspråk, februari 1972. Då utredningar i ärendet ej verkställdes per denna tid men per 30 juni 1972 och tidsskillnaden i värderingshänseende är oväsentlig, godtar Salénrederierna i sitt andrahandsyrkande att värderingen baseras på sistnämnda dag. Den i ärendet ingivna av Bertil Olssons revisionsbyrå verkställda överslagsmässiga beräkningen av avvecklingsvärdet per den dagen utvisar negativt



värde. Värderingen bör emellertid avse avkastningsvärdet och ej substansvärdet. Men vilketdera värde och vilkendera av de nämnda värderingstidpunkterna man väljer, kan det rätta värdet på aktierna inte sättas till mer än tio kronor per aktie.

*Flodhammar* åberopar Karlgrens utlåtande, som bl.a. innehåller följande.

Substansvärdet på aktierna per 30 juni 1962 beräknas till cirka 25 kr för aktie. Beträffande avkastningsvärdet har från Salénrederiernas sida endast tillhandahållits en summarisk prognos för åren 1973—1975. Den visar för 1973 förlust på 113,7 milj. kr och för de följande åren vinst på 4 resp. 0,1 milj. kr. Härtill anmärks att valutakursernas och produktivitetens utveckling, samt den samlade effekten av rationaliseringsvinster och inläringseffekter vid långa serier — Götaverkens produktionsprogram är så gott som helt seriebyggen — i prognosen beräknats efter pessimistiska antaganden, särskilt med hänsyn till att man under prognosperioden räknar med att helt kunna eliminera de s.k. entreprenadarbetarna. Det förefaller troligt att Götaverkens lönsamhet under de närmaste åren kommer att förbättras. I brist på detaljerade uppgifter angående inläggande orderstock och andra budgetförutsättningar kan emellertid denna bedömning ej kläs i siffror. Karlgren nödgas därför som underlag för avkastningsvärderingen bedöma tidigare prognosers rimlighet. Den i och för rekonstruktionsförhandlingarna av Price Waterhouse utarbetade rapporten, som är en sista och sammanfattande utredning, behandlande även övriga då föreliggande rapporter, sträcker sig t.o.m. 1976 och redovisar följande resultat i milj. kr efter avskrivningar men före inkomstskatt: år 1972 förlust 125,7, år 1973 förlust 28,7, år 1974 vinst 173,7, år 1975 vinst 199,6, år 1976 vinst 188,6. Denan rapport synes auktoritativ. Förutsättningarna för prognosen har varit försiktigt beräknade. Att den inte är alltför optimistisk belyses av det verkliga utfallet 1972. Genom ökad omsättning begränsades den *kalkylmässiga* förlusten efter avskrivningar till 61 milj. kr (ehuru den *redovisade* förlusten var 109,2 milj. kr.) De av Price Waterhouse beräknade resultaten för prognosperioden ger, med en diskonteringsränta av 20 %, ett värde per 30/6 1972 av 275,6 milj. kr, motsvarande omkring 17:50 per aktie. Starka skäl finns — eftersom de vinster som diskonteras begränsas till fyra år — att använda en lägre räntesats på 15 eller 10 %, vilket skulle ge ett avkastningsvärde per aktie på omkring 20:50 resp. 24 kr. Enligt Price Waterhouse-prognosen tenderar vinsten att nå en viss stabilitet under åren 1974—1976. Den genomsnittliga vinsten för dessa år uppgår till omkring 190 milj. kr per år. ”Med hänsyn till de goda framtidsutsikter för varvsindustrien som all-

mänt bedömes föreligga, finns inget som motsäger ett antagande om en stabil avkastning, motsvarande de resultat som beräknats för de närmaste åren." En årlig vinstkapacitet på 190 milj. kr och en diskonteringsränta på 20 % skulle betyda ett värde på bolaget av 950 milj. kr. Om man för att markera osäkerheten i detta mera långsiktiga perspektiv begagnar en diskonteringsränta av 25 % blir avkastningsvärdet 760 milj. kr dvs. mellan 50 och 60 kr per aktie.

*Salénrederierna.* Karlgrens substansvärdeberäkning är behäftad med allvarliga fel. Han delar godtyckligt upp koncernens varvsrörelse i en vinstgivande och en förlustbringande del trots att varvsrörelserna i Göteborg och Landskrona har en i praktiken oupplöslig gemensamhet. Öresundsvarvet i Landskrona kan inte avyttras utan ödesdigert ekonomiskt avbräck för både denna enhet och Göteborgsenheten. Samma felsyn har applicerats på Götaverkens Ångtekniska AB, som är helt sammanvävd med varvsrörelsen bland annat genom att jämn sysselsättning för personalen endast kan uppnås i samplanering med varvsrörelsen. Det finns därför inte saklig grund för Karlgrens metod att i sin substansvärdering ta upp dessa delar av Götaverkskoncernen till beräknat avkastningsvärde. Oavsett det principiellt felaktiga i Karlgrens värderingsmetod är hans värdering av Öresundsvarvet och Ångtekniska AB — 155 milj. kr resp. 12,5 milj. kr på intet sätt motiverad av historiska resultatsiffror eller realistiska framtidsprognoser. För Öresundsvarvets del bygger Karlgren bl.a. på en direkt felaktig förutsättning, nämligen att det beräknade underskottet för 1975 (27,4 milj. kr) baserats på inte fullt produktionsprogram. Ytterligare produktion skulle enligt Karlgren ge ökad täckning och ett genomsnittligt resultat 1973—1975 kunde bedömas bli lägst 30 och högst 40 milj. kr per år. Värderingen av Götaverken Byggaluminium till 5 milj. kr är uppenbart oralistisk: företaget har hittills inte givit något överskott och branschens konjunkturer är svårare än någonsin. Karlgren har i sin värdering av Götaverken gjort tillägg för lagerreserver med 38,6 milj. kr och med kursreservation 7 milj. kr. Dessa reserver har redan per 31 december 1972 konsumerats genom inträffade dokumenterade förluster, som ej beaktats i värderingen. Avdrag borde dessutom ha skett med avsevärda belopp för inträffade kursförluster å långfristiga fordringar och skulder som genom resultatsperiodisering förskjutits till framtiden. Dessa har i den av auktoriserade revisorerna Olsson och Ribers utarbetade i ärendet ingivna överslagsmässiga beräkningar av avvecklingsvärdet per 30.6 1972 uppskattats till cirka 40 milj. kr. Ytterligare bör beaktas beräknade räntemellanskillnader enligt Olsson-Ribers med 127 milj. kr istället för av Karlgren angivna 63 milj. kr. Karlgren har

bortsett från dels ränteskillnader på Öresundsvarvets utlåning och låneutfästelser cirka 24 milj. kr och dels motsvarande åtaganden för fartyg levererade efter den 30 juni 1972, cirka 40 milj. kr. Dock har Karlgren ej tagit hänsyn till förluster på ineliggande orderstock, som av Olsson-Ribers beräknats till 123 milj. kr.

Vid beräkning av avkastningsvärdet bör enligt Salénrederiernas mening i allt väsentligt tillämpas samma grunder som brukas vid värdering av börsföretag i allmänhet. Det historiska förloppet är den väsentliga grund varpå framtidsbedömningen baseras. I den mån man beaktar prognoser som avsevärt avviker från tidigare resultat måste synnerligen höga krav ställas på prognosernas säkerhet. Götaverken har alltsedan början av 1960-talet varje år haft förlust och icke kunnat täcka normala avskrivningar. Gamla reserver har förbrukats och erforderlig förnyelse av tillverkningsapparaten försumrats. Sedan Saléns tillträde har fram till den 31 december 1972 hela kapitaltillskottet på 150 milj. kr förbrukats och 1973 års rörelse har givit inte oansenliga förluster. Karlgrens utlåning stöder sig på den nu föråldrade Price-Waterhouseutredningen, vars siffror för de kommande åren är helt orealistiska. Av det tillräckliga färskare material som ingivits i ärendet framgår att svårigheterna att uppnå lönsamhet i rörelsen alltjämt består. Detta illustreras bland annat av stor negativ budgetavvikelse för 1973, av kvarstående olösta problem beträffande tillverkningsmetod och effektivitet på Arendalsvarvet samt av kraftiga kursförluster på grund av valutaoron, som ser ut att bli bestående och mot vilken inga garantier eller kurssäkringar är möjliga. På grund av dessa väl kända omständigheter har beslut om Götaverkens preliminära stora investeringsprogram, syftande till rationalisering av de större tillverkningsenheterna måst uppskjutas.

Hörd inför skiljenämnden har *Karlgren* i allt väsentligt vidhållit sina bedömningar i utlåning. Uppgiften om ej utnyttjad produktionskapacitet vid Öresundsvarvet för 1975 hade lämnats av revisor Ribers. Vid telefonsamtal med Ribers under en paus i huvudförhandlingen hade denne emellertid återtagit uppgiften. Bedömningen av Öresundsvarvets värde vore emellertid trots detta försvarlig på grund av att prognosen byggde på alltför pessimistiska antaganden om andra faktorer, bl.a. utvecklingen av valutakurserna. I övrigt berodde kritiken mot Karlgrens beräkning av substansvärdet på att kritiken utgick från värderingen vid en avveckling av Götaverken med de stora förluster och kostnader som därvid skulle uppstå.

*Flodhammar*: Karlgrens utlåning är fullt av reservationer beroende på brist på utredning från Saléns sida. Detta bör tolkas mot moderbolaget.

Man bör kunna antaga att Saléns offentliga bud på 25 kr gjorts efter moget övervägande.

Götaverkens värde bör ha ökat sedan 1970. Värdestegringen kan visserligen delvis ha motverkats av yttre omständigheter såsom oro på valutamarknaden men bör ha accentuerats av den gynnsamma konjunkturutvecklingen i branschen. Att Götaverkens värde betydligt överstiger 25 kr per aktie bestyrkes av den utredning Price Waterhouse gjorde 1970. Avkastningsvärdet baserat på denna ansedda revisionsfirmas prognoser uppgår till 50—60 kr per aktie. Prognosen hade visat sig vederhäftig: i verkligheten har t.o.m. bättre resultat uppnåtts. Att en stark värdestegring på aktierna ägt rum från rekonstruktionen är ej något abnormt. Som jämförelse kan nämnas att börskursen på aktierna i Kockums nu är sex gånger högre än i februari 1971. Götaverkens aktier kan ha ökat ännu mer. I årets statsverksproposition bil. 15, industridepartementet, beräknas, på grundval av en enkät bland de stora varven, för åren 1974—1977 "cash flow" på 2 500 milj. kr. Därav kan beräknas falla på Götaverken  $\frac{1}{3}$ , dvs. i genomsnitt 190 milj. kr per år. Om avskrivningarna beräknas till 45 milj. kr om året blir årsresultatet av Götaverkens varvsindustri 145 milj. kr. Därtill bör läggas dotterbolagens vinster, varvid summan kan beräknas till 160 milj. kr per år.

*Salénrederierna* har bestritt att Götaverken kan förvänta tillnärmelsevis sådana belopp.



Efter övervägande vad sålunda och i övrigt förekommit i ärendet meddelar skiljemännen följande skiljedom.

### *Domskäl*

Det är mellan parterna ostridigt att *Salénrederierna* har laglig rätt att inlösa de aktier som ägs av andra än *Salénrederierna*.

Det ankommer icke på skiljemännen att pröva Neumans vid den förberedande förhandlingen framställda yrkande rörande rätt för honom till aktier som tillkommit vid nyemissionen i samband med Götaverkens rekonstruktion.

Skiljemännen har därför endast att fastställa det belopp *Salénrederierna* skall betala för varje aktie som inlöses.

Lösenbeloppet per aktie skall enligt 223 § 2 mom. andra stycket aktiebolagslagen motsvara aktiens verkliga värde. Tidpunkten till vilken värdeberäkningen skall hänföra sig kan enligt skiljemännens mening inte sättas tidigare än till den dag då Sven Salén AB påkallade inlösen. Någon till den dagen hänförlig värderingsutredning föreligger inte i ärendet. Där-

emot har såväl Karlgrens som andra i ärendet framlagda beräkningar hänfört sig till den 30 juni 1972, per vilken dag föreligger fastställt bokslut för Götaverken som kunnat användas som utgångspunkt för värdeberäkningarna. Salénrederierna har i sitt andrahandsyrkande beträffande värderingstidpunkten godtagit den 30 juni 1972, eftersom tidsskillnaden mellan denna dag och den då lösningsanspråket framställdes är i värderingshänseende oväsentlig. Flodhammar har visserligen förklarat att värderingstidpunkten borde vara när skiljedomen vinner laga kraft. Sannolikt skulle värdet då ha stigit. Med hänsyn till svårigheten med alla värdeberäkningar är han dock beredd att acceptera att värdeförändringar fram till nämnda tid faller "inom den allmänna osäkerhetsmarginalen" och inte behöver ges något särskilt uttryck. Han godtager därför såsom lösenbelopp ett värde "baserat på förhållandena för några år sedan". Under dessa förhållanden anser sig skiljemännen böra i detta avseende utgå ifrån den 30 juni 1972.

Enligt de utredningar som i samband med rekonstruktionen på industridepartementets eller varvskommissionens uppdrag verkställdes var Götaverkens aktiekapital förlorat. I själva verket synes avvecklingsvärdet då ha varit negativt. Vid rekonstruktionen tillfördes Götaverken ett kapital av 150 milj. kronor genom det av Saléns tecknade nya aktiekapitalet, varjämte Götaverken dels erhöll de s.k. redarettillskotten på 140 milj. kronor och dels förmånen av vissa räntefria lån. Med hänsyn till att Götaverkens verksamhet fram till den 30 juni 1972 fortfarande medförde betydande förluster, kan det inte antagas att avvecklingsvärdet per nämnda dag var sådant att på en var av de då till ett antal av 15 770 000 uppgående aktierna skulle falla mer än det av Salénrederierna erbjudna lösenbeloppet tio kronor. Den av Bertil Olssons revisionsbyrå verkställda överslagsmässiga beräkningen av avvecklingsvärdet per 30 juni 1972 utvisar negativt värde "trots att effekterna av rekonstruktionen med tillskott från redare och aktieägare till fullo beaktats".

Eftersom Götaverken är ett företag i verksamhet, som beräknas fortsätta under överskådlig framtid, har emellertid avvecklingsvärdet endast den betydelsen att det utgör en nedersta gräns för det lösenbelopp som skall fastställas.

I ärendet har två andra värden diskuterats, substansvärde och avkastningsvärde å Götaverken per den 30 juni 1972 på 392 milj. kr, motsvarande cirka 25 kr per aktie (mera exakt 24:86 per aktie). Detta substansvärde är grundat på de i balansräkningen redovisade värdena med justeringar för över- och undervärden. Värderingen utgår ifrån att tillgångarna används i en pågående verksamhet. Det torde innebära att tillgångarna

anses fungera i en lönsam rörelse och att deras värde också är beroende av lönsamheten, dvs. att värdet influeras av förväntningar på rörelsens framtida avkastning. I fråga om värdet av aktierna i Götaverkens dotterbolag har Karlgren direkt beräknat avkastningsvärdet. Substansvärdeberäkningen kommer sålunda att till stor del sikta till samma resultat som avkastningsvärdering. Samtidigt möter den samma, nedan berörda, svårigheter som avkastningsvärderingen. I Karlgrens utlåtande sägs att substansvärderingsmetoden endast beaktar "den egentliga substansen. Värdet av företagets organisation, personal, kundkrets, know-how etc. faller helt utanför bilden". Då emellertid dessa faktorer onekligen är av stor betydelse för företagets lönsamhet kan ifrågasättas om de ej i högre eller lägre grad faktiskt påverkat substansvärderingen. Om och i den mån det ej skett skulle en särskild värdering av företagets "goodwill" behövas för att vinna överensstämmelse med avkastningsvärdet, jämför Johansson och Löfgren i SOU 1969:50 s. 263 ff.

Enligt skiljemännens mening är avkastningsvärderingsmetoden den principiellt riktiga. Parterna i ärendet har också vid huvudförhandlingen enats om att denna metod skall tillämpas primärt. En substansvärdering kan emellertid vara av intresse som ett komplement till avkastningsvärderingen och ge indikation på att ett beräknat avkastningsvärde kan vara för högt eller för lågt.

De anmärkningar mot Karlgrens substansvärdering som Salénrederierna framfört utgår i allmänhet från synpunkter som endast har betydelse om det skulle gälla avvecklingsvärdering. Beträffande Öresundsvarvet har emellertid Karlgren byggt på en prognos som för 1975 skulle ge underskott på 27,4 milj. kr men gjort en väsentlig korrigerings av denna prognos. Den skulle nämligen enligt Karlgrens antagande vara baserad på att produktionsprogrammet för 1975 ej var fullt. Det skulle därför finnas utrymme för ytterligare produktion, varigenom ett genomsnittligt resultat under 1973—1975 skulle kunna antagas bli lägst 30 och högst 40 milj. kr per år. Antagandet att ifrågavarande prognos skulle ha utgått ifrån att produktionsprogrammet för 1975 ej var fullt synes emellertid vara felaktigt. Den därav påkallade reduceringen av det beräknliga avkastningsvärdet motverkas i viss mån genom att enligt vad direktör Laurin vid förhandlingarna uppgivit att något bättre resultat för Öresundsvarvet än enligt prognosen bör kunna väntas samt att rederiaktiebolaget Zenits resultat kan antagas bli omkring 2 milj. kr i stället för av Karlgren antagna 1 milj. kr om året. Möjligen bör å andra sidan nuvärdet av ränteförluster på grund av kreditgivning till fartygsbeställare beräknas till högre belopp än Karlgren antagit. På grund av dessa omständigheter

finner skiljemännen, som ej anser en mera exakt bestämning av substansvärdet på aktierna i Götaverken påkallad, att detta värde bör beräknas till något lägre belopp än det av Karlgren angivna.

Det för lösenbeloppets fastställande viktigaste värdet är som sagt det som grundas på en beräkning av företagens framtida resultat. En sådan beräkning är självfallet mycket vansklig. Vanligen grundar man beräkningen på några av de gångna årens rörelseresultat med justeringar för bokslutsdispositioner samt extraordinära intäkter och kostnader. Man söker periodisera inkomster och utgifter så att på varje räkenskapsperiod faller de belopp som företagsekonomiskt är hänförliga till perioden. Från de sålunda justerade historiska resultaten drar man slutsatser rörande framtida resultat, varvid man naturligtvis söker beakta faktorer som med större eller mindre sannolikhet kan antagas påverka företagets lönsamhet. För Götaverkens del är en sådan historisk utgångspunkt knappast användbar. Götaverken har bakom sig en följd av förlustår, som ledde till en kris där företagets fortsatta existens var omedelbart hotad. Den rekonstruktion som räddade företaget tillförde det nytt kapital, vissa räntefria lån och en ny ledning. Företaget har visserligen fortfarande endast kunnat redovisa årsförluster. Men verkningarna av rekonstruktionen måste antagas medföra att rörelsen blir lönande. Hur goda resultat som kan uppnås kan inte med någon sannolikhet beräknas annat än för de närmaste åren under vilka produktionen är säkrad genom redan avslutade kontrakt. Även för den perioden kan antagandena slå fel på grund av sådana faktorer som stegrade kostnader, förändringar i tillgången på arbetskraft eller störningar på arbetsmarknaden, ändringar i valutakurserna, internationella konflikter. Och vid en resultatberäkning för en längre framtid blir dessa osäkerhetsfaktorer allt större. Andra av utomordentlig betydelse, som även berör intäktssidan, kommer till: den inhemska och utländska konkurrensen, konjunkturförändringarna, eventuella politiska ingrepp i eller belastningar på företagets verksamhet osv. Av betydelse vid avkastningsvärdering är också i vad mån avkastningen direkt kan tillföras aktieägarna. Måste avkastningen till väsentlig del fonderas för att upprätthålla räntabilitet, för att stärka svag likviditet eller liknande, förringas avkastningens värde för aktieägaren eftersom han först på lång sikt kan komma i åtnjutande därav.

Det synes för Götaverkens del uppenbart att avkastningen under de närmaste åren måste till väsentlig del innehållas i bolaget.

Å andra sidan bör beaktas den fördel i skatteavseende som Götaverken har under de kommande åren tack vare outnyttjade förlustavdrag och konsolideringsmöjligheter.

I ärendet föreligger från Salénrederiernas sida en summarisk prognos för åren 1973—1975. Den visar för 1973 en förlust på 113,7 milj. kr och för de följande åren vinst på 4 resp. 0,1 milj. kr. För åren efter 1975 har Salénrederierna förklarat sig ej önska framlägga några prognoser, eftersom sådana — enligt vad även Laurin vid huvudförhandlingen framhållit — skulle på grund av de många ovissa faktorerna vara alltför otillförlitliga.

Skiljemännen inser väl att Götaverken och Salénrederierna kan ha betänkligheter mot att framlägga prognoser rörande Götaverkens framtida rörelseresultat, vilka med nödvändighet måste vara mer eller mindre osäkra. Å andra sidan skulle sådana prognoser trots sin osäkerhet ha utgjort ett material som, konfronterat med de från minoritetsaktieägarna åberopade beräkningarna, hade varit av betydelse för bedömningen av Götaverkens avkastningsvärde. I avsaknad av detta material, och då Salénrederierna ej heller lämnat någon ingående, siffermässigt konkretiserad kritik av de på Price Waterhouse-rapporten baserade avkastningsberäkningarna, står skiljemännen inför mycket stora bedömningssvårigheter. Detta måste i viss mån verka till nackdel för Salénrederierna vid skiljemännens bedömning av parternas påståenden och yrkanden. Skiljemännen kan inte finna att Salénrederierna gjort sannolikt att aktiernas avkastningsvärde ej överstiger tio kronor per aktie. Det synes skiljemännen antagligt att Götaverkens rörelse efter rekonstruktionen och med sin nya ledning kommer att bli så lönande att aktiernas avkastningsvärde är avsevärt högre.

Å andra sidan kan skiljemännen ej anse att ett så högt värde som minoritetsaktieägarna påyrkat, 60 kr per aktie är motiverat. Detta belopp är i enlighet med Karlgrens utlåtande baserat på att Götaverken — efter stora förluster 1972 och 1973 — skulle komma att under åren 1974—1976 redovisa i Price Waterhouse-rapporten beräknad vinst med i genomsnitt omkring 190 milj. kr per år och att en sådan genomsnittsvinst skulle bli bestående för framtiden. I sin rapport framhåller Price Waterhouse uttryckligen att undersökningen inte haft den omfattningen att någon åsikt kan uttryckas om ”huruvida eller ej -- bifogade prognoser -- ger en rättvisande bild av Götaverkskoncernens -- förväntade rörelseresultat”. Den av Price Waterhouse gjorda prognosen fram till och med 1976 måste, även om den för de första åren visat sig ganska hållbar, bli osäkrare för senare år av prognostiden. Och att företaget för tiden därefter skulle kunna räkna med en konstant vinst av nämnda storlek — något som Price Waterhouse ej uttalat sig om — är ett antagande som skiljemännen inte anser sig kunna lägga till grund för värderingen av



aktierna. Varvsrörelse hör till de mest konjunkturkänsliga branscherna, och Götaverken måste räkna med starka resultatvariationer i framtiden. Med hänsyn till att utredningen i ärendet inte ger bättre hållpunkter för avkastningsvärderingen anser sig skiljemännen böra utgå från det siffermaterial som redovisats i Price-Waterhouserapporten. Men därvid bör medtagas siffrorna inte endast för åren 1974—1976 utan även för åren 1972 och 1973, varigenom man får en resultatserie omfattande såväl dåliga som goda år. För den angivna perioden redovisas en genomsnittlig årsvinst på 81,5 milj. kr. Vid beräkning av avkastningsvärdet kan enligt skiljemännens mening en genomsnittlig avkastning av sådan storlek läggas till grund för kapitalisering. Med hänsyn till alla ovan berörda på värderingen inverkan faktorer kan kapitaliseringen skäligen ske efter en räntesats av 10 %, räknat på nyss angivna genomsnittliga årsvinst efter avdrag för inkomstskatt. Vid en skattesats av 53 % blir då Götaverkens värde 383 milj. kr, vilket motsvarar 24:29 kr per aktie, lämpligen avrundat till 25 kronor.

Skiljemännen vill understryka, att det för deras bedömning ej varit avgörande, att det sålunda angivna beloppet per aktie motsvarar det som vid rekonstruktionen erbjöds aktieägarna vid frivillig överlåtelse. Ett moderbolag kan naturligtvis i ett dylikt erbjudande sätta ett pris understigande det avkastningsvärde som moderbolaget räknar med och som kanske är det mest realistiska. Men det kan också vara så att moderbolaget erbjuder ett något högre pris för aktierna än de beräknas vara värda. För moderbolaget kan det nämligen vara ett betydande intresse att förvärva aktierna på frivillig väg och därmed undgå de olägenheter i form av tidsförlust, kostnader m.m. som en tvångsinlösen innebär. Den extra premie som moderbolaget av sådan anledning bjuder dem som frivilligt överlåter sina aktier kan ej de aktieägare göra anspråk på som underlåter att begagna sig av erbjudandet och spekulerar i ett högre pris vid tvångsinlösen.

### *Domslut*

Skiljemännen, som ej till prövning upptar Neumans yrkande rörande antalet aktier som tillkommer honom, förklarar Salénrederierna äga rätt att inlösa andra aktier i Götaverken än sådana som redan ägs av Salénrederierna.

Inlösningspriset fastställes till 25 kronor per aktie.

## Fall Facit.<sup>47</sup>

M:s yrkande	102 kr
Gm:s yrkande	780 kr
Skiljemännen	140 kr
Tvisteföremålets storlek	> 1 000 000 kr

— — —

Facit Aktiebolag, i det följande kallat *Facit*, har ett aktiekapital på 80 Mkr fördelat på 800 000 aktier på vardera nominellt 100 kr. Alla aktier medför enligt bolagsordningen samma rätt till andel i bolagets tillgångar och vinst.

— — —

### *Yrkanden m.m.*

Parterna har, såsom de slutligen bestämt sin talan, yrkat och invänt enligt följande.

Electrolux har yrkat att bolaget förklaras berättigat att inlösa de aktier i Facit som ej tillhör moderbolaget samt att lösenbeloppet för varje Facit-aktie bestäms till 102 kr.

Flodhammar har medgivit rätt för moderbolaget att inlösa aktierna i fråga och yrkat att lösenbeloppet för varje aktie bestäms till i första hand 780 kr och i andra hand 611 kr, i sistnämnda fall med 10 procent ränta på beloppet från 27.7.1973 tills betalning sker eller beloppet ned-sätts i allmänt förvar.

Ingen aktieägare har framställt annat yrkande än Flodhammar.

Electrolux har bestritt motpartens yrkande om lösen till de angivna beloppen per aktie liksom även ränteyrkandet.

— — —

Till stöd för sin talan har parterna åberopat och anfört i huvudsak följande.

*Electrolux:* Bolaget gör i *första hand* gällande att det ekonomiska värdet av bolagets erbjudande 2.11.1972 till aktieägarna i Facit bör vara bestämmande för inlösenbeloppet samt att värderingstidpunkten bör förläggas till den dag då Electrolux påkallade skiljeförfarandet. I enlighet därmed kan det erbjudna lösenbeloppet bestämmas till 102 kr per Facit-aktie, vilket — efter justering för fondemission 1973 — svarar

<sup>47</sup> Fallet behandlas särskilt under avsnitt 5.2.1, 4, 5, 6, 12 och 13.

mot 6,25 sextondelar av den noterade betalkursen för en B-aktie i Electrolux per 17.9.1973. Baserat på betalkurserna för B-aktierna i Electrolux har det ekonomiska värdet av Electrolux' erbjudande legat vid lägst 79 kr och högst 132 kr per Facit-aktie under tiden från fondemissionen i januari 1973 till november 1976.

*I andra hand* gör Electrolux gällande att inte heller tillämpningen i förevarande fall av de i andra liknande sammanhang använda metoderna för beräkning av aktiernas värde efter avkastningen i den överlåtna rörelsen eller tillgångarna i denna leder till högre värde per aktie i Facit än det erbjudna beloppet om 102 kr. En avkastningsvärdeberäkning framstår emellertid som otjänlig eftersom Facit-koncernen under de senaste åren fått vidkännas omfattande förluster. Undantag härifrån utgör Överumgrenen, dvs i Facit-koncernen ingående Aktiebolaget Överums Bruk med dotterbolag. Bohlins har med utgångspunkt från en egen beräkning av de framtida årliga resultaten för Överum beräknat nuvärdet av detta företag till 35 Mkr, och Electrolux kan ansluta sig till den beräkningen. För den övriga delen av Facit-koncernen däremot kan endast beräknas ett avvecklingsvärde. Bohlins har utan att själv beloppsmässigt räkna fram ett avvecklingsvärde granskat beräkningar som i detta hänseende gjorts av Karlgrens. Medan Karlgrens kommit fram till ett avvecklingsvärde på 322 Mkr för Facit-koncernen minus Överum, har Bohlins menat att detta värde måste minskas med 240—270 Mkr i överensstämmelse med de invändningar Bohlins funnit kunna riktas mot skilda poster i den uppställning Karlgrens gjort över justerat eget kapital i Facit-koncernen. Ytterligare nedjusteringar i Karlgrens avvecklingsvärde skulle, såsom Bohlins vidare påpekat, följa av att man åsätter det inhemska fastighetsinnehavet lägre värden än Orrjes gjort och av att man tar i beräkning de avvecklingsförluster — i storleksordningen 140 Mkr — som drabbat Facit-verksamheten ("Facitgruppen") under 1973 och 1974 i Electrolux' nordamerikanska dotterbolag. Räknat per 31.12.1974 utgjordes sistnämnda bolag av Dometic Imp Corp USA, Facit-Addo Inc (fd Comperipherals Inc), Facit Chronometrics Inc och Facit-Addo Canada Ltd. Enligt Bohlins bör också tas i beräkning att aktieägarna i Facit vid en avveckling är skyldiga att betala utskiftningsskatt. Electrolux gör i nu angivna delar liksom i övriga värderingsfrågor samma bedömning som Bohlins. Om justeringar görs i enlighet med vad nu anförts resulterar det i ett avvecklingsvärde på aktierna som understiger det erbjudna beloppet. Electrolux gör dessutom för sin del gällande att ett belopp om 100 Mkr som Bohlins reserverat för effektivitets- och produktivitetsförluster i den inhemska

rörelsen under en tänkt avvecklingsperiod bör räknas upp betydligt, till storleksordningen 300 Mkr, som en följd av att moderbolaget gentemot myndigheterna i början av 1973 gick med på mera omfattande sysselsättningsåtaganden än vad Bohlins kunnat beakta. Av Electrolux i övrigt anförda synpunkter på avvecklingsvärdeberäkningen i Bohlins och Karlgrens utredningar framgår i allt väsentligt av vad som återges i det följande under domskälen.

*Flodhammar:* I allmänhet bör värdering av aktie, som skall inlösas, grundas på en beräkning av avkastningsvärdet, dvs kapitalvärdet av den framtida årliga avkastningen av bolagets rörelse, alternativt på en beräkning av ett avvecklingsvärde, rätteligen bolagets likvidationsvärde. I likhet med Electrolux anser emellertid de av Flodhammar företrädde aktieägarna (*minoriteten*) att det är otjänligt att söka fastställa ett avkastningsvärde för Facit-koncernen med undantag för Överum. Vad gäller Överum görs gällande att nuvärdet såsom Karlgrens funnit kan beräknas till avrundat 43 Mkr. Beträffande Facit-koncernen i övrigt har Karlgrens utgått från en justerad gruppbalansräkning som ställts samman av Bohlins. Karlgrens har liksom Bohlins återfört koncernbidrag i båda riktningarna, där sådana förekommit. Men till skillnad från Bohlins har Karlgrens beräknat avvecklingsvärdet exklusive de nordamerikanska bolagen. I fråga om utskiftningsskatt och andra skattekostnader har Karlgrens räknat med att avvecklingen sker inom Electroluxkoncernen, varigenom på olika sätt sådana kostnader kan elimineras. Enligt minoritetens mening bör Karlgrens beräkningar kunna godtas utom i fråga om tre poster, beträffande vilka Flodhammar på angivna skäl vill göra tillägg till avvecklingsvärdet så att det ökar med 141 Mkr till 506 Mkr, motsvarande 632: 50 per aktie. Minoriteten gör dessutom gällande att lösenbeloppet bör motsvara aktiens värde då äganderätten övergår till Electrolux. Till följd härav bör minoriteten kompenseras för Facit-koncernens värdeökning, beräknad till 10 procent per år räknat på beloppet 632: 50 kr, under tiden mellan utredningstidpunkten, 31.12.1974, och den dag äganderätten till aktien övergår till Electrolux. Om återlösenbeloppets beräkning som i andrahandsyrkandet förutsätts hänförs till den dag då inlösningsförfarandet inleddes, vilket enligt minoriteten saknar stöd i lag, bör minoritetsaktieägarna erhålla kompensation i form av ränta efter 10 procent från nämnda dag tills betalning sker eller beloppet nedsätts i allmänt förvar.

Av minoriteten framförda synpunkter i övrigt på avvecklingsvärdeberäkningen i Bohlins och Karlgrens utredningar framgår i allt väsentligt av de i det följande angivna domskälen.

## Domskäl

Vid tvist om lösenbeloppets storlek skall detta enligt 223 § 2 mom. 1944 års aktiebolagslag fastställas så att det motsvarar aktiens "verkliga värde". Om därmed menas "marknadsvärde" (som i expropriationslagen 4 kap. 1 §) eller "försäljningsvärde" (nämnda aktiebolagslag 100 § 4 mom. andra stycket) borde, när det gäller börsnoterade aktier, ligga närmast till hands att anknyta till börskursen. Även om denna kan påverkas av en mängd svåröverskådliga och kanske delvis irrationella faktorer är den ett uttryck för vad en aktieägare i allmänhet kan erhålla vid försäljning av aktien. Förutsättning för börskursens användbarhet i detta avseende är emellertid att den icke är påverkad av onormala omständigheter, jämför t ex lagen om statlig förmögenhetsskatt 4 § sjätte stycket, där det på börs noterade värdet skall gälla "såframt antagas kan att detta motsvarar vad som hava varit påräkneligt vid försäljning under normala förhållanden". Vad beträffar aktierna i Facit befann sig detta bolag vid tiden före Electrolux' offentliga erbjudande i en sådan kris att börskursen knappast kan anses återspegla "normala förhållanden", och den officiella noteringen av aktierna på Stockholms fondbörs upphörde i mars 1973. Börskursen kan därför inte läggas till grund för bestämmande av lösenbeloppet, vilket ej heller yrkats i skiljemannaförfarandet.

Electrolux har i första hand gjort gällande att lösens belopp bör fastställas med hänsyn till värdet i pengar av Electrolux' offentliga erbjudande 2.11.1972 till aktieägarna i Facit att överlåta sina aktier på villkor att för 16 aktier i Facit skulle erhållas 5 nytecknade aktier av serie B i Electrolux. Erbjudandets värde per 17.9.1973, då Electrolux begärde skiljeförfarande för fastställande av lösenbeloppet, har Electrolux angivit vara 102 kronor per Facitaktie. Till stöd för sitt yrkande att skiljemännen skall fastställa detta lösenbelopp har Electrolux åberopat bestämmelsen i 1975 års aktiebolagslag 14 kap 9 § tredje stycket. Där föreskrivs att om moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget på grund av inbjudan till en vidare krets att till moderbolaget överlåta sådana aktier mot visst vederlag, skall lösenbeloppet motsvara vederlaget, om ej särskilda skäl föranleder annat. Denna bestämmelse gäller visserligen formellt ej fall då inlösen av aktier påkallats före utgången av år 1976, men enligt Electrolux' mening talar starka skäl för att den princip som den nya lagstiftningen funnit riktig skall tillämpas i förevarande fall. Som skäl för den nya regeln sägs i proposition 1975:103 s. 533 följande. Ett bolag har "offentliggjort ett

erbjudande att köpa aktier i ett annat bolag för ett visst pris. Detta erbjudande har accepterats av så många aktieägare att bolaget ifråga fått mer än 90 % av aktierna i det av erbjudandet berörda bolaget. Det kan då te sig egendomligt att de aktieägare som inte accepterar erbjudandet skall ha möjlighet att i ett inlösningsförfarande få ut ett högre pris för sina aktier. Det möjliggör nämligen ett slags utpressning gentemot det nyblivna moderbolaget". För den speciella situationen förordas därför att det av övriga aktieägare godtagna priset skall anses utgöra aktiens värde, om ej särskilda skäl föranleder annat. Rodhe i Ekonomisk revy 1973 s. 535 anser det också otillfredsställande att en minoritet, som inte accepterar det offentliga erbjudandet utan avvaktar en tvångsinlösen, skall kunna tillgodogöra sig den värdestegring på aktierna som beror just på att erbjudandet ledde till resultat. Dessa skäl bör otvivelaktigt tillmätas betydelse vid aktievärdering även om det gäller fall som inte lyder under nya aktiebolagslagen. I det nu förevarande fallet har Electrolux' offentliga erbjudande, till vilket fogats motivering och ett antal uppgifter om Facitkoncernen och Electroluxkoncernen, försetts med ett uttalande av styrelsen i Facit, att enligt styrelsens mening erbjudandet är till fördel för Facits aktieägare. Erbjudandet antogs också av den helt övervägande delen av Facits aktieägare, Electrolux äger nu 779 014 av samtliga 800 000 aktier i Facit.

Skiljemännen anser att man vid beräkning av Facitaktiernas verkliga värde inte kan bortse från den värdering som det offentliga erbjudandet ger uttryck för, räknat efter börskursen på de aktier i Electrolux som erbjöds i utbyte mot Facitaktier. Electroluxaktierna var då som både tidigare och senare föremål för normal omsättning och notering på börsen. Emellertid kan Facitaktiernas värde inte utan vidare anses överensstämma med det som framgår av det offentliga erbjudandet. Även enligt nya aktiebolagslagen skall man avvika från det erbjudna priset, om särskilda skäl därtill föreligger. Detta gäller naturligtvis inte minst i fall då den nya lagens regel över huvud ej är direkt tillämplig. Från minoritetsaktieägarnas sida har i målet påståtts att Facitaktiernas värde i verkligheten är många gånger större än enligt det offentliga erbjudandet. Skiljemännen har därför att pröva om enligt den i målet framlagda utredningen och gängse värderingsmetoder Facitaktiernas värde måste anses avsevärt överstiga det som grundas på det offentliga erbjudandet.

Gängse värderingsmetoder går i huvudsak ut på att beträffande det bolag, vars aktier skall inlösas, beräkna dels nuvärdet av bolagets antagliga framtida avkastning (avkastningsvärdet) och dels värdet i fall bo-

laget skulle avvecklas (avvecklingsvärdet). Principerna för beräkning av dessa värden är emellertid i vissa avseenden omtvistade och oklara, och när det gäller en så stor och vittutgrenad koncern som Facitkoncernen är värderingssvårigheterna mycket stora. I betydande utsträckning måste värderingen bli skönmässig.

Karlgrens har gjort en avkastningsberäkning beträffande Överumskoncernen, slutande på 42,8 Mkr. Beträffande Facitkoncernen i övrigt har Karlgrens framhållit att Facit under 1971—1973 gått med kraftiga förluster och att man på basis av Facits historiska resultat svårligen kan göra antaganden om den framtida avkastningen. Detta förhållande jämte det faktum att resultatprognos för 1976 eller senare år ej presenterats medför, att Karlgrens ej anser sig kunna uttala sig om något avkastningsvärde av Facit-koncernen (exklusive Överums Bruk). Karlgrens säger sig endast ha i syfte att göra en rimlighetsbedömning av ett totalvärde gjort vissa antaganden om framtida avkastningar och därvid kommit fram till ett totalt nūvärde av Facit-koncernen (exklusive Överums Bruk) på 322 Mkr. Även Bohlins understryker att det uppenbarligen är mycket svårt att göra en rimlig resultatprognos, som kan ge underlag för en avkastningsvärdering. Bohlins har därför endast för Överumskoncernen beräknat "ett konventionellt avkastningsvärde" av 35 Mkr. I övrigt begränsar sig Bohlins till att — utan försök att på vanligt sätt fastställa avkastningsvärde — bedöma frågan om det av Electrolux erbjudna vederlaget för Facitaktierna, efter avdrag av den del därav som är hänförlig till Överumskoncernen, är ett rimligt värde på resterande del av Facit-koncernen. På den frågan ger Bohlins jakande svar.

I målet har framhållits av *Electrolux* att det saknas förutsättningar för att beräkna ett avkastningsvärde på Facitaktien och av *godemannen* att de hållpunkter som finns för att fastställa en framtida uthållig avkastning för Facit är så osäkra att varje avkastningsvärdeberäkning måste göras med reservationer. Godemannen grundar sina yrkanden för frånvarande och av honom i målet företrädda aktieägare på en avvecklingsvärdering. Något därifrån avvikande yrkande har ej framställts av övriga minoritetsaktieägare. Vid huvudförhandlingen har samtliga parter förklarat det vara ändamålsenligt att skiljemännen koncentrerar sig på att göra en avvecklingsvärdering och — bortsett från Överumskoncernen — icke söker närmare beräkna avkastningsvärde.

I anslutning till vad de sakkunniga och parterna själva anfört finner skiljemännen att Facit-koncernens historiska resultat icke kan läggas till grund för en bedömning av framtidsutvecklingen. Facits krisläge orsakades av att genom den snabba utvecklingen på elektronikområdet

— där Facit i likhet med många stora europeiska branschkollegor icke kunde konkurrera med den framgångsrika japanska industrin — flera av koncernens högräntabla produkter baserade på mekanisk konstruktion på kort tid föll ur marknaden. Ännu pågår omvandlingsprocessen utan att framtidsstrukturen synes klar. Att under sådana omständigheter försöka konstruera en framtida avkastningsförmåga är tämligen meningslöst. Skiljemännen grundar därför sin värdering på en tänkt avveckling av Facit. Undantag görs dock för Aktiebolaget Överums Bruk med dotterbolag som ingår som en delkoncern i Facitkoncernen. Denna grupp kan anses som en separat enhet med en inriktning vad beträffar produkter, finansiering och organisation som har föga samband med koncernen i övrigt. För Överumskoncernen föreligger sådant material att skiljemännen ansett det möjligt göra en avkastningsvärdering enligt vanliga grunder.

Skiljemännen anser sig kunna med stöd av utredningen i målet antaga att Överumskoncernen kan ge en framtida årlig avkastning av omkring 8 Mkr. Vid beräkning av nuvärdet därav anser sig skiljemännen böra utgå ifrån ett avkastningskrav på 25 % före skatt (normalt 11,25 % efter skatt vid 55 % skattebelastning). Nuvärdet skulle då bli 32 Mkr. Med hänsyn till Överumskoncernens i skatteavseende outnyttjade konsolideringsmöjligheter finner skiljemännen dock skäligt att höja Överumskoncernens nuvärde till 40 Mkr.

Skiljemännen övergår så till att söka fastställa ett såvitt möjligt riktigt avvecklingsvärde av Facitkoncernen exklusive Överumskoncernen.

Vad angår frågan vilka objekt som skall ingå i värderingen finner skiljemännen att de nordamerikanska företagen inte juridiskt tillhör eller tillhört Facitkoncernen och inte heller ekonomiskt haft sådant samband med Facitkoncernen att de skall ingå i värdering av Facitaktierna baserad på en tänkt avveckling av Facit.

En viktig principfråga är till vilken tidpunkt en sådan värdering skall hänföra sig.

I rättslitteraturen har den av minoritetsaktieägarna hävdade meningen, att värderingen skall hänföra sig till tidpunkten då äganderätten till de inlösta aktierna övergår till moderbolaget, framfört av Flodhammar i Svensk Juristtidning 1971 s. 111 f. Electrolux' yrkande om en tidigare värderingstidpunkt har stöd särskilt i aktiebolagsutredningens betänkande, SOU 1971:15 s. 369, där det sägs att lösenbeloppet bör fastställas med hänsyn till aktiernas värde vid tiden då lösningsanspråk i föreskriven ordning framställdes, samt i det därtill nära anknytande uttalandet av föredragande statsrådet i proposition 1975:103 s. 533 f,



enligt vilket det synes principiellt riktigast att löseskillingen fastställs med hänsyn till aktiens värde vid tiden för moderbolagets begäran om tvistens prövning av skiljemän. I de båda sistnämnda uttalandena framhålls att senare inträffande omständigheter icke skall beaktas men att det dock är möjligt att aktiernas värde vid den avgörande tidpunkten måste bedömas i ljuset av senare framkomna omständigheter. Någon invändning mot dessa uttalanden framkom inte under behandlingen av förslaget till ny aktiebolagslag.

Enligt skiljemännens mening talar starka skäl mot att förlägga värderingstidpunkten till tiden för "äganderättens övergång", som enligt den i förevarande fall tillämpliga 1944 års aktiebolagslag kan ligga mycket långt fram i tiden, särskilt om skiljemännens avgörande överklagas och talan förs genom alla domstolsinstanserna. Och i synnerhet när som i det nu aktuella fallet inlösningsförfarandet omedelbart anknyter till ett offentligt erbjudande från det övertagande bolagets sida om inköp av aktierna till visst pris och detta erbjudande antagits av den övervägande delen av aktieägarna ter det sig knappast rimligt att en ringa minoritet skulle kunna genom att inte antaga erbjudandet utan gå in i en process om lösenbeloppet få tillgodoräkna sig den värdeökning som kan följa av att moderbolaget trätt in och räddat bolaget ur en ekonomisk kris samt kanske genom senare åtgärder förbättrat dess ställning. Å andra sidan vore ej heller rättvist om minoriteten behövde finna sig i att dotterbolagsaktiernas värde förminskas genom moderbolagets åtgöranden efter det moderbolaget på grund av det offentliga erbjudandet erhållit den för tvångslösen erforderliga majoriteten. Den någon gång framkomna invändningen att minoriteten i sådant fall har en skadeståndsfordran mot moderbolagets styrelse är — med hänsyn till bland annat reglerna om förutsättningarna för rätten att föra talan mot styrelsen — utan bärkraft. Jfr Dahlgren och Moberg: Tvångsinlösen av aktier, Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr 15, Lund 1976 s. 58.

Att praktiskt olämpliga och ur rättvisesynpunkt otillfredsställande konsekvenser följer av den föreslagna principen om värderingens anknytning till tidpunkten för äganderättens övergång synes erkännas även av företrädare för denna princip. Sålunda säger Flodhammar i Svensk Juristtidning 1971 s. 112 att kanske en del de lege ferenda talar för att rationaliseringsvinster som uppkommer genom moderbolagets åtgärder, företagna efter det moderbolaget kan utgå ifrån att det genom inlösningsförfarandet blir ägare av samtliga aktier i dotterbolaget, inte bör tillkomma de kvarstående minoritetsaktieägarna. I det nu förevarande målet har också godemannen förklarat att det inte självklart är

rimligt att hela integrationsvinsten vid aktievärderingen tillgodoräknas Facitkoncernen. Som det egentliga och avgörande skälet för att värderingstidpunkten måste vara när äganderätten till aktierna övergår på moderbolaget har anförts att en tidigare tidpunkt inte kan tillämpas utan stöd i lagen.

Det är enligt skiljemännens mening en formalistisk argumentering utan egentlig slagkraft. Lagen lämnar frågan om den riktiga värderingen öppen att lösas av doktrin och praxis, och detta måste också anses gälla frågan vilken värderingstidpunkt som är den riktigaste. Under förarbetena till nya aktiebolagslagen har man som nyss nämnts utgått från att tiden för påkallande av skiljedom om lösenbeloppet är, utan att någon bestämmelse i lagen därom erfordras, den riktiga. Det har säkerligen varit en för lagstiftaren främmande tanke att den nya lagens förläggning av äganderättsövergången till ett tidigt skede av inlösningsförfarandet skulle betyda en förändring av den rätta tidpunkten för värderingen. Värderingen skall såvitt möjligt bygga på ekonomiskt relevanta förhållanden. Men när det i ett inlösningsförfarande är klart att inlösningsrätt föreligger, är aktien ekonomiskt sett huvudsakligen förvandlad till en fordran på lösenbeloppet. I förhållande därtill är de aktierättsliga befogenheter som aktien fortfarande representerar — rätt att delta i bolagsstämma, att eventuellt få del i av bolagsstämman beslutad utdelning eller nyemission, att vid likvidation få på aktien belöpande likvidationskvot — av ringa ekonomisk betydelse. Det synes inte vara för en ekonomisk värdering rationellt att tillmäta tidpunkten för dessa befogenheters upphörande — under beteckningen "äganderättens övergång" — en avgörande betydelse för den tidpunkt till vilken aktiens värdering anknyts.

Om tanken att undvika de olämpliga och orättvisa konsekvenserna av en för sen värderingstidpunkt skall fullt realiseras synes det i själva verket erforderligt att för vissa fall förlägga värderingstidpunkten ännu ett steg längre tillbaka i tiden. Det gäller sådana praktiskt betydelsefulla fall som det nu föreliggande då inlösningsförfarandet utgör en omedelbar fortsättning av en inlösen grundad på ett offentligt erbjudande. I sådana fall är själva erbjudandet utgångspunkten för de värdeförändringar som integrationen i moderbolaget medför för det nyblivna dotterbolaget. Detta är ett viktigt skäl för den meningen — som också har sina förespråkare, se Dahlgren och Moberg a.a. s. 57 — att värderingstidpunkten skall vara den då det offentliga erbjudandet framläggs eller en tidpunkt strax dessförinnan. Med denna mening närmar man sig i viss mån den ståndpunkt som nya aktiebolagslagen intagit genom

regeln att det offentliga erbjudandets pris i allmänhet skall vara avgörande, dock med den skillnaden att lösenbeloppet blir högre om det visas att det offentliga erbjudandet vid den tid det gjordes innefattade ett för lågt pris i förhållande till bolagets värde. En sådan tillbakaflyttning av värderingstidpunkten skulle knappast strida mot ovan nämnda uttalanden under förarbetena till nya aktiebolagslagen. Aktiebolagsutredningens uttalande är inte alls anknuten till fall då offentligt erbjudande föregått tvångsinlösningsförfarandet, och i propositionen, vilken som sagt nära återger aktiebolagsutredningens uttalande, torde ej heller tanken ha varit inriktad på värderingstidpunkten i fall då tvångslösningsförfarandet följer omedelbart efter ett offentligt erbjudande. Det synes inte rättvist och rimligt att den ringa minoritet som inte accepterat det offentliga erbjudandet skall kunna göra anspråk på den ökning av avvecklingsvärdet som kan följa av att majoriteten godtagit erbjudandet och bolaget därmed blivit ett led i moderbolagets koncern så att en avveckling skulle ske inom koncernen. En sådan fördel för minoriteten skulle i ett fall som detta, då enligt erbjudandet överföringen av aktierna skett mot vederlag av aktier i det övertagande bolaget, i viss mån direkt gå ut över de aktieägare som genom att acceptera erbjudandet nu är aktieägare i moderbolaget. Det bör också understrykas att en sådan tillbakaflyttning av värderingstidpunkten även skyddar minoritetsägarna mot att avvecklingsvärdet minskar genom åtgärder som moderbolaget fått möjlighet att vidtaga sedan det offentliga erbjudandet accepterats av en majoritet av aktieägarna. Exempel därpå erbjuder förhållandena i just detta mål. Electrolux gjorde i februari och mars 1973 sina förut omnämnda åtaganden rörande sysselsättning vid Facits dotterbolag Original-Odhners anläggningar i Göteborg och Strömstad samt i Malmö, där Facits dotterbolag, Aktiebolaget Addo, har sin verksamhet. Dessa åtaganden borde enligt Electrolux' mening uppskattas till 200 à 300 Mkr som skulle sänka Facits avvecklingsvärde. Om värderingstidpunkten förläggs till tiden för det offentliga erbjudandet, november 1972, inverkar dessa åtaganden i och för sig ej på Facits avvecklingsvärde, även om som i det följande närmare berörs, vissa liknande åtaganden måste antagas ha gjorts om Facit avvecklats såsom ett fristående företag.

Sakkunnigutredningen i målet har av praktiska skäl verkställts per balansdagen 31 december 1974. Frågan om tillbakaräkning till den av skiljemännen antagna värderingstidpunkten berörs senare.

I följande uppställning anges de av Karlgrens och Bohlins gjorda *justeringarna* av per 31.12.1974 bokförda värden för olika balansposter

samt de belopp som skiljemännen stannat för, allt i Mkr avrundade belopp.

	<i>Karlgrens</i>		<i>Bohlins</i>		<i>Skiljemännen</i>	
Beskattat eget kapital exkl.						
Överum och USA		176		176		176
Diverse justeringar:						
Lagerreserv	9		9		9	
Investeringsfonder etc	17		17		17	
Maskiner och inventarier	17		5		10	
NTP-förlust	—9		—10		—10	
Förlust Data-Saab	—5		—6		—6	
Immateriella värden	5		0		0	
Verktyg	14		0		4	
Utlandsfastigheter	3		0		3	
Räntejustering USA	7		0		7	
Förlust på lager	0		—60		—60	
Förlust på fordringar och vid transferering av utlandsbelopp	0		—20		—10	
Rörelseförlust under avveckling samt avvecklingskostnader	—55	3	—160	—225	—100	—136
Fastigheter Sverige: Värde:	181		111		135	
./. bokfört d:o	—38		—38		—38	
	143		73		97	
Överumsaktier	43	186	35	108	40	137
Värde före skatteskulder		365		59		177

Godemannen, som i huvudsak grundat sina yrkanden på Karlgrens värderingar, har förklarat att Karlgrens beräkningar emellertid bör justeras i följande avseenden.

Maskiner och inventarier bör värderas till 50 % av brandförsäkringsvärdet, vilket skulle betyda 129 Mkr för maskiner och inventarier i Sverige. Med vissa antaganden om värdet enligt samma norm på maskiner och inventarier i utlandet bör Facits samtliga maskiner och inventarier ha ett värde 31.12.1974 av 175 Mkr. Den obeskattade reserven skulle då uppgå till 128 Mkr, dvs. 106 Mkr mer än Karlgrens räknat med. Efter avdrag för latent skatteskuld med 43 % blir nettoökningen av denna reserv 60 Mkr.

Beträffande förlust på NTP-projektet menar gode mannen att endast ett belopp av 1,1 Mkr garantiersättning kan godkännas medan återstoden, avseende inkurans i färdigvarulager och rabatter ej kan godtagas. Inkuransavsättningen måste nämligen anses ingå i de nedskrivningar av varulager som skett på annat sätt, och reservering för rabatter förefaller vara anteciperings utbliven vinst.

Slutligen har, framhåller godemannen, Bohllins och Karlgrens återfört ett belopp om 74 Mkr utgörande koncernbidrag från Electrolux till Facit varmed Facits skulder till moderbolaget reducerats. Godemannen gör gällande att återföringen orsakat att Facit felaktigt belastats med större skulder än som fanns 31.12.1974 och påkallar justering.

I det följande kommenteras endast de poster i fråga om vilka skiljemännens värdering avviker från Karlgrens, Bohllins eller gode mannens.

*Maskiner och inventarier.* Karlgrens uppskattar den genomsnittliga ekonomiska livslängden av Facits maskiner och inventarier till tio år och uträknar på den grunden restvärdena efter 10 % årlig avskrivning å anskaffningskostnaderna. En sådan beräkningsmetod torde närmast vara tillämplig när det gäller värdering under förutsättning av fortsatt drift. Avvecklingsvärdet — försäljningsvärdet — av begagnade maskiner och inventarier torde ligga väsentligt lägre. Skiljemännen anser att det bokförda värdet kan justeras med högst 10 Mkr.

*NTP-förlust.* Bohllins har uppgivit att det av Karlgrens angivna beloppet 9 Mkr bör ökas till 10 Mkr eftersom förlusten i efterhand visat sig vara så stor, att "rabatterna" är kontraktsevenliga avdrag på preliminärt debiterade priser och att de efter tvist med Data-Saab fastställts till 4,7 Mkr, samt att inkuransbeloppet 2,4 Mkr ingår i redovisningen som avdragspost till inventerat lagervärde och inte innebär någon "dubbelreservering" för inkurans. Med godtagande av dessa uppgifter beräknar skiljemännen beloppet till 10 Mkr.

*Förlust Data-Saab.* Bohllins har uppgivit att de förlustbidrag som Facit kontraktsevenligt skulle svara för visat sig uppgå till 6,2 Mkr. Uppgiften har ej bestritts.

*Immateriella värden.* Av Karlgrens beräknat immateriellt värde synes ha avsett en agentur, innehavd av ett av de nordamerikanska företag, som ej ingår i skiljemännens avvecklingsvärdering. Några andra immateriella värden av beskaffenhet att ingå i avvecklingsvärderingen har ej visats föreligga.

*Verktyg.* Medan Bohllins inte åsatt verktygen något värde har Karlgrens beräknat deras värde till 14 Mkr, motsvarande ett års verktygsanskaffning i de svenska företagen. Enligt skiljemännens mening kan

en utförsäljning av Facits begagnade verktyg — som till stor del torde vara produkthanpassade — inte antagas inbringa mer än 4 Mkr.

*Reserv i utländska fastigheter.* Då de nordamerikanska företagen ej medräknas, godtages Karlgrens siffra.

Detsamma gäller *räntejustering USA.*

*Förlust på lager.* Det inventerade värdet av varulagret i koncernen per 31.12.1974 (exklusive Överum) utgjorde 370 Mkr, varav råmaterial, halvfabrikat och förråd 200 Mkr. Bohlin har räknat med att det vid en tänkt avveckling uppkommer oundvikliga lagerförluster genom skrotningar av råmaterial och halvfabrikat samt prisnedsättningar på färdiglager och att dessa förluster optimistiskt räknat måste antas uppgå till 50—70 Mkr. Skiljemännen anser att förlusterna skäligen bör uppskattas till 60 Mkr.

#### *Förlust på fordringar och vid transferering av utlandsbelopp.*

Koncernens utestående fordringar per 31.12.1974 utgjorde 200 Mkr. Att extra förluster på fordringar uppkommer i en avvecklingssituation torde vara ofrånkomligt. Vid nämnda tidpunkt utgjorde det i de utländska dotterbolagen beskattade egna kapitalet 65 Mkr, till stor del i företag i valutasvaga länder i fråga om vilka man får räkna med att transfereringssvårigheter föreligger. Skiljemännen finner skäligt att beräkna förlustrisker av nu angivna slag till 10 Mkr.

#### *Rörelseförlust under avveckling och avvecklingskostnader.*

Karlgrens har huvudsakligen endast räknat med lönekostnader för personal och därvid antagit att kostnaden för friställd personal skulle uppgå till ungefär en månadslön eller 45 Mkr. Därtill har Karlgrens avsatt en "generell post" om 10 Mkr för diverse avvecklingskostnader. Bohlin har, utgående från en avvecklingsperiod på omkring två år, gjort följande beräkningar. För åren 1975—1976 skulle ett av "nedläggningsaktiviteter" opåverkat resultat av fortsatt drift bli, grovt uppskattat, cirka minus 60 Mkr. Effektivitets- och produktivetsförlusterna under en avvecklingsperiod vore oerhört svåra att uppskatta. Karlgrens hade använt en i dessa sammanhang inte ovanlig tumregel, en månads löner. Men i förevarande fall förelåg genom avtalet med arbetsmarknadsstyrelsen skyldighet att tillhandahålla arbetstillfällen för 880 man i Göteborg och Strömstad t o m år 1977. Effektivitets- och produktivetsförlusterna borde därför uppskattas till ett års lön för dessa 880 personer

och en månadslön för övriga anställda, sammanlagt omkring 100 Mkr. Electrolux har vid huvudförhandlingen även åberopat det av Bohlins inte tidigare kända avtalet med åtagande rörande sysselsättningen i Malmö, som kunde beräknas medföra en stegring av ifrågavarande förluster till 300 Mkr.

Skiljemännen utgår ifrån att en brådstörtad avveckling av Facits verksamhet och realisering av dess tillgångar skulle resultera i mycket stora förluster och att man därför bör räkna med en successiv avveckling under ett par års tid. Även därvid måste emellertid avsevärda förluster inträffa på grund av omställningar inom rörelsen och andra avvecklingsåtgärder. Effektiviteten under avvecklingsperioden måste också antagas minska genom att särskilt den mera kvalificerade personalen söker sig bort från ett företag under avveckling. Vidare uppkommer kostnader för löner och pensioner till i förtid uppsagd personal. Beträffande de av Electrolux åberopade stora kostnaderna som följer av avtalen angående upprätthållande av sysselsättning i Göteborg, Strömstad och Malmö anser skiljemännen inte att så omfattande åtaganden skulle ha gjorts av Facit vid dess avveckling som ett fristående företag. Men det måste antagas att även i en sådan situation Facit skulle ha ansett sig böra på rimligt sätt medverka till att lindra avvecklingens följder för de anställda och för sysselsättningen på vissa orter. Storleken av de nu berörda förlusterna och kostnaderna i samband med en avveckling är uppenbarligen utomordentligt svåra att beräkna. Skiljemännen har stannat för ett belopp av 100 Mkr.

*Fastigheter i Sverige.* Orrjes utlåtande rörande fastighetsvärdena är väsentligen baserat på en rent teknisk värdering av de bebyggda fastigheterna. Det tekniska nuvärdet har beräknats på grundval av ett nyproduktionsvärde, fastställt med ledning av "dagens och ortens priser på nyproducerade byggnader av aktuell typ". Nyproduktionsvärdet har därefter reducerats med viss avskrivningsprocent, bestämd med hänsyn till förslitning av byggnadsstommen, inredning och installationer, "utveckling i tiden m m". Orrjes framhåller att det sålunda beräknade tekniska nuvärdet överensstämmer med marknadsvärdet, om det råder en marknad där köparen är villig att betala ett pris, som motsvarar en produktionskostnad. Orrjes förklarar vidare att det i ett sådant fall som det förevarande, där en stor koncern, Facit, uppköpts av en annan koncern och Facits verksamhet genom teknisk utveckling m m kommit att delvis få en annan inriktning, kan bli ytterst vanskligt att bedöma marknadsvärdet. En rad faktorer anges som kan medföra att det tekniska värdet blir av mindre betydelse. I vissa fall har också på grund

av dylika faktorer marknadspriset beräknats något lägre än det tekniska värdet.

Enligt skiljemännens mening ger emellertid Orrjes utlåtande ett allmänt intryck av att den rent tekniska värderingen tillmätts en alltför dominerande betydelse. Denna värdering synes utförd med omsorg och skicklighet. Men resonemangen om marknadsvärdenas förhållande till de tekniska värdena är i allmänhet inte underbyggda med någon verklig undersökning rörande möjligheterna att i och för den nu för skiljemännen föreliggande värderingsuppgiften — dvs att beräkna saluvärdet vid en tänkt avveckling av Facit — belysa frågan om det kunde antagas finnas köpare till just de värderade objekten och vilka pris sådana köpare sannolikt skulle vara beredda att betala. För industrifastigheter gäller generellt att deras värde i avsevärd utsträckning är avhängigt av att en räntabel rörelse kan drivas i dem. Är fastigheterna till sin typ neutrala, dvs av sådan typ att de utan alltför höga ändringskostnader kan användas för annat ändamål än det för vilket de konstruerats, är värdet mindre beroende av rörelsens art. Av väsentlig betydelse för saluvärdet är dock alltid fastighetens belägenhet. Fastigheter i mindre samhällen har mindre marknad än storstadfastigheterna. Av det totala värdet av 180,6 Mkr som åsatts Facits fastighetsbestånd (exklusive Överum) belöper 166,2 Mkr på fastigheter i Atvidaberg, Svängsta, Bräkne-Hoby, Sölvesborg och Strömstad. För samtliga dessa orter torde gälla att efterfrågemarknaden för industrifastigheter är svag. Orrjes framhåller dessutom att den slutsatsen *icke* kan dragas att det totala av dem angivna marknadsvärdet lika lätt skulle vara realiserbart som de olika delarna. Ett utbud av Facits samtliga fastigheter — även om försäljningen sker successivt under en avvecklingsperiod av ett par år — måste enligt skiljemännens mening antagas medföra en betydande pressning av priserna. Skiljemännen anser att av sådana skäl saluvärdena framför allt beträffande flera av de i Orrjes utlåtande högst värderade fastigheterna måste beräknas väsentligt understiga de av Orrjes angivna värdena.

Hur stora reduceringar av Orrjes värden som är påkallade är givetvis utoimördentligt svårt att avgöra. Skiljemännen saknar möjlighet att göra egna undersökningar av marknadsförhållandena och saluvärdena men anser att viss ledning kan sökas i fastigheternas taxeringsvärden. Vid uppdragande av riktlinjerna för 1975 års fastighetstaxering — vilken i allmänhet torde ha medfört en avsevärd höjning av taxeringsvärdena — angavs att taxeringsvärdena skulle i normalfall sättas till 75 % av marknadsvärdena, dvs saluvärdet under normala förhållanden. Ett stort



statistiskt material inhämtades som grund för taxeringen. Facitkoncernens (exklusive Överum) fastigheter hade enligt 1975 års taxering ett värde av 90,9 Mkr. Om detta värde antages representera 75 % av marknadsvärdet, skulle det sistnämnda utgöra 121 Mkr. Visserligen kan marknadsvärdena otvivelaktigt inte sällan avvika betydligt från de värden man räknat med vid fastighetstaxeringen. I somliga fall kan saluvärdena vara avsevärt högre. Men i andra fall, såsom när det gäller industrifastigheter på orter med svag efterfrågan, kan saluvärdet ligga under det till grund för taxeringsvärdet antagna marknadsvärdet.

Med hänsyn till det nu anförda finner skiljemännen att Orrjes värden i förevarande sammanhang bör reduceras till 135 Mkr.

De fastigheter det här gäller har ett bokfört värde av  $30,2 + 7,3 = 37,5$  Mkr. Dold reserv skulle alltså utgöra  $135 - 37,5 = 97,5$  Mkr.

*Överumsaktier.* Skiljemännen hänvisar i fråga om denna post till vad som sagts i det föregående under domskälen s. 11.<sup>48</sup>

*Fråga om återföring av 74 Mkr.* Med hänsyn till vad skiljemännen anför i frågan om värderingstidpunkt skall den av gode mannen påkallade justeringen ej göras.

*Latent inkomstskatteskuld.* I Bohlins kompletterande utredning 23.12.1976 (s. 16) har utretts "omkostnadsbelopp" för vissa fastigheter, dvs de ingångsvärden som vid beräkning av realisationsvinst för fastigheter sålda före 1.4.1976 skulle ha gällt. Beloppet anges för huvuddelen av fastighetsbeståndet till 94,7 Mkr. Med tillägg av vissa av Bohlins ej medräknade fastigheter har skiljemännen uppskattat totala "omkostnadsbeloppet" till 100 Mkr. Skattemässig realisationsvinst skulle därför utgöra  $135 - 100 = 35$  Mkr och skattepliktigt belopp 75 % därav eller 26 Mkr. På liknande sätt beräknas den skattepliktiga realisationsvinsten på Överumaktierna till 4 Mkr.

Mot dessa realisationsvinster skall emellertid avräknas dels ackumulerat förlustavdrag, vilket enligt Electrolux uppgår till 25 Mkr, dels avsevärda negativa justeringsposter enligt uppställningen på s. 16.<sup>49</sup>

Med de av skiljemännen antagna värdena föreligger därför ingen latent inkomstskatteskuld.

### *Utskiftningsskatt*

Utskiftningsskatt kan — med skiljemännens uppfattning att avvecklingsvärdena skall beräknas på grundval av en tänkt avveckling av Facit som

<sup>48</sup> S. 338 ovan.

<sup>49</sup> Sidhänvisningen hänför sig till en revisorsutredning i målet.

ett fristående företag — inte undgås genom åtgärder inom Electrolux-koncernen efter det Facit blivit en del därav. Detta överensstämmer med högsta domstolens avgörande i det s.k. Gimofallet, NJA 1957 s. 1. I det fallet ansåg hovrätten att utskiftningsskatt ej behövde beräknas eftersom moderbolaget efter inlösen av samtliga aktier i dotterbolaget kunde genom fusion till sig överföra dotterbolagets tillgångar utan utskiftningsskatt. Högsta domstolen åter förklarade att aktieägarna, därest likvidation ägt rum, ej kunnat utfå sina mot aktierna svarande andelar i behållningen utan avdrag för utskiftningsskatt, som därför skulle beräknas till fullt belopp.

Karlgrens har räknat med att vid utförsäljning till utomstående skulle utskiftningsskatten uppgå till 126,8 Mkr. Minoriteten har emellertid framhållit att i praktiken endast i undantagsfall förekommer att bolag avvecklas med erläggande av utskiftningsskatt. I de flesta fall överlåtes bolagets aktier sedan avveckling av rörelsen skett till köpare som tillför bolaget ny verksamhet, varigenom utskiftningsskattens erläggande uppskjutes. Nuvärdet av utskiftningsskatten reduceras härigenom och den sålunda åstadkomna värdeökningen på aktierna kommer till större eller mindre del säljarna till godo.

Genom det den 6 juni 1973 införda förbudet för aktieägare att låna medel ur bolaget har överlåtelser av bolag där likviden sker genom att köpeskillingen uttas ur bolaget omöjliggjorts. Med de av skiljemännen antagna värdena skulle Facit-koncernen *efter* avveckling men *före* utskiftningsskatt ha ett totalt värde av 177 Mkr. Utan lånemöjlighet i bolaget är det föga troligt att en köpare skulle vara beredd att betala en sådan köpeskillning.

Ett annat alternativ till avveckling med utskiftning vore att koncernen efter avveckling av förlustbringande rörelsegrenar överlåtes till köpare som fortsatte kvarvarande verksamhet och dessutom tillskapade ny sådan för att utnyttja frigjorda resurser. Ingendera parten har försökt beräkna värdet vid en sådan partiell avveckling. Däremot kan alternativet sägas överensstämma med vad som faktiskt skett genom att Electrolux inträtt som köpare. Värdesättningen har därvid kommit till uttryck i den köpeskillning som då faktiskt erlagts.

Av anförda skäl finner skiljemännen att om en avvecklingsvärdering lägges till grund för lösenbeloppets bestämmande hela den utskiftningsskatt som skulle utgå innan aktieägarna kan erhålla slutlig utbetalning bör avräknas.

Utskiftningsskatten utgör 40 % av det belopp varmed Facits beräknade värde 177 Mkr överstiger det tillskjutna kapitalet, 14 Mkr, eller

163 Mkr. Utskiftningsskatten blir alltså 65 Mkr och återstående belopp 177 minus 65 eller 112 Mkr. Sistnämnda belopp skulle således motsvara Facitaktiernas avvecklingsvärde. Per aktie utgör detta 140 kronor.

Skiljemännen har emellertid att taga ståndpunkt i ytterligare två frågor, nämligen om det nu per 31.12.1974 beräknade värdet skall räknas om med hänsyn till en annan värderingstidpunkt samt om aktieägarna på sätt yrkats har rätt till ränta på lösenbeloppet.

De sakkunnigas värdering har enligt parternas överenskommelse av praktiska skäl hänfört sig till balansdagen 31.12.1974. Denna tids värde på Facit skall principiellt, med den ståndpunkt beträffande värderingstidpunkten skiljemännen intagit, omräknas till värdet i november 1972, alltså drygt två år tidigare. En sådan omräkning skulle kunna tänkas ske genom nedräkning med ett procenttal motsvarande penningvärdeförsämringen under de två åren. På sådant sätt har godemannen förfarit genom att i sina yrkanden räkna med en värdeökning med 10 % per år. Skiljemännen har emellertid beaktat att den tänkta försäljning av Facits tillgångar som ligger till grund för avvecklingsvärderingen inte bör antagas ske genom en omedelbar totalrealisering — med därav följande stora förluster — utan genom successiv föryttring under ett par års tid. Därigenom skulle åtminstone en del av värdeökningen kunna tillgodogöras. Att med någon säkerhet beräkna den återstående delen av värdeökningen är inte möjligt. Skiljemännen har ansett skäligt att låta osäkerheten i detta avseende komma minoritetsaktieägarna tillgodo och att alltså inte nedräkna de per 31.12.1974 beräknade tillgångsvärdena.

Godemannen har i sitt andrahandsyrkande begärt att på lösenbeloppet, om värderingen hänförs till en tidigare tidpunkt än då äganderätten till aktierna övergår, skall räknas årlig ränta med 10 % tills betalning sker.

Såväl enligt äldre rätt, uttryckt i 9 kap. 10 § handelsbalken (även skuldebrevslagen 6 §), som enligt 1975 års räntelag 2 § första stycket utgår ej ränta på fordran som ej är förfallen till betalning, i den mån ej annat är avtalat eller utfäst eller särskilt föreskrivet. Den på förevarande fall tillämpliga 223 § i 1944 års aktiebolagslag innehåller ej föreskrift om ränta på lösenbeloppet. I 2 mom. 4 st. nämnda paragraf sägs att sedan lösenbeloppet fastställts genom laga kraft ägande beslut, skall aktieägarna till moderbolaget överlämna sina aktiebrev mot utbekommande av det fastställda lösenbeloppet. Någon ränta kan sålunda lagligen icke utdömas.

Skiljemännens val av tidpunkt för värderingen grundas, som nämnts,

på den principiella utgångspunkten att aktien, så snart det är klart att inlösningsrätt föreligger, ekonomiskt sett huvudsakligen bör betraktas som en fordran på utfående av lösenbeloppet. Enligt 1975 års aktiebolagslag 14 kap. 11 § har aktieägarna rätt till "skälig ränta" på lösenbeloppet, dock först från det att säkerhet ställts enligt samma paragraf för "kommande lösenbelopp jämte ränta", dvs. då äganderätten till aktierna övergår på moderbolaget. Denna bestämmelse — liksom bestämmelserna om avkastningsränta i 2 § andra stycket räntelagen samt om ränta på expropriationsersättning i 6 kap. 16 § expropriationslagen — gäller visserligen för andra fall än som nu är i fråga. Men de har dock av skiljemännen ansetts ge anledning till att överväga om det inom ramen för de skälighetshänsyn som är ofrånkomliga vid en aktievärdering av nu ifrågavarande slag är möjligt att tillerkänna minoritetsaktieägarna särskild kompensation för att de ej, såsom i de ej alltför olikartade fall där nämnda bestämmelser är tillämpliga, har rätt till ränta. Emellertid har skiljemännen vid en sådan skälighetsprövning funnit sig böra beakta att deras val av värderingstidpunkt gynnar minoriteten genom att en enligt dess yrkande bestämd värderingstidpunkt torde ha medfört beräkning av mera omfattande skyldigheter för Facit beträffande de anställdas sysselsättning och av ytterligare förluster i verksamheten. Att värderingen grundats på det underlag som framtagits per 31.12.1974 i stället för per 2.11.1972 innebär också på sätt ovan antytts på grund av penningvärdeutvecklingen en viss fördel för minoriteten som i någon mån kan anses motsvara ränta. Med hänsyn till det nu anförda anser sig skiljemännen inte kunna utdöma någon särskild på skälighet grundad kompensation för utebliven ränta.

### *Domslut*

Skiljemännen förklarar att Electrolux äger rätt att inlösa de aktier i Facit som inte redan ägs av Electrolux.

Lösenbeloppet fastställs till 140 kr per aktie.

# Summary

## **Introduction (section 1)**

Originally this thesis was planned to deal with evaluation of companies in atypical situations. The typical situation when an evaluation of a company is made, is when the company is to be sold. The evaluation is then part of, but not more than part of, the basis for the decisions of the seller and the buyer. If a sale really goes through depends upon many other circumstances than the value of the company according to an evaluation. In atypical situations there are no negotiations but a value must be put on the company because of some legal rule. The value is decided by a court or by arbitrators according to some legal rule. Such evaluations occur frequently according to certain sections of the Swedish Companies Act and are also made according to various tax regulations.

My original purpose was to suggest guiding principles for evaluations with an element of public force.

To evaluate a company is difficult, because the company consists of a number of elements — machinery, employees, ideas etc. — some of which are difficult to evaluate. To others it is impossible to assign a meaningful value. Furthermore the value of a company is not equal to the sum of the values of the parts, even if you presume that all parts can be evaluated: the value of the company as a whole partly depends upon the actual combination of the actual parts.

In the typical cases the difficulties of evaluation are to a great extent compensated by the fact that the parties negotiate and that they do not have to reach an agreement. But when a value must be put on a company by a court, the court must deliver a decision.

Rules which necessitate evaluation of companies exist in the Companies Act. The section on compulsory acquisition of minority shares has caused some decisions by courts and many by arbitrators. Other pertinent sections of the Companies Act concern closely held companies in which original shareholders according to the articles and the memorandum of the company have preemptive rights. If this right is exercised it can, in certain cases, give rise to an evaluation dispute.

I have not been able to find any cases in which other evaluation sections of the Companies Act than the section first mentioned above have been implemented. This section on the other hand, has been applied in a number of cases, in which I myself have often acted as a representative of minority shareholders.

I have studied the Companies Act and focused my interest on how the evaluation rule in connection with mergers has been applied. I have also studied various evaluation rules in the tax laws, particularly the laws on capital tax and on gifts and inheritance. The study of tax law evaluation is not reported in this thesis for reasons of bulk but will, I hope be published in a separate book later.

In my thesis I begin by describing the various Companies Acts of Sweden from 1848 to 1975 as far as they contain sections implying evaluation of companies. I then describe similar provisions in foreign companies acts, particularly those of English, American and German origin. As a background for a summary of an extensive study of Swedish arbitration awards, I describe fundamental economical concepts in connection with evaluation. I go on by analyzing arbitration awards.

In a separate chapter I analyze a special evaluation rule in the Companies Act of 1975, a rule which I find unnecessary and a cause of odd legal problems and strange consequences leading to redistribution of property between various groups of shareholders.

### **Swedish company law (section 2.1—2.5.2)**

The oldest evaluation rule I have found is contained in the articles of a company founded by Christopher Polhem in 1717, when no companies act existed in Sweden. The first company legislation was enacted in 1848 but did not contain any evaluation sections. Neither did the following Companies Act of 1895. The Companies Act of 1910 contained a section stating that when an original shareholder exercised his option to procure shares which were put up for sale, he was to pay the "true value" of the shares unless the articles of the company contained another provision. The 1944 Act kept this rule but added sections concerning redemption in connection with the reduction of the share capital, in connection with certain changes in the articles of the company, and in connection with mergers, and also concerning compulsory acquisition of minority shares. In the 1975 Act sections were added about redemption of shares in certain cases of abuse of power within the company. In the 1975 Act the rules about right of redemption in connection with certain changes of the

articles of the company were abolished as well as those about redemption in connection with mergers.

The price to be paid for a minority share which was acquired according to the law was the “true value” of the share. This norm was according to the 1944 Act also applied to the other cases when a share was redeemed or acquired compulsorily. In the 1975 Act the requirement of “true value” was abolished as being without any real meaning although no material change of the law was intended.

The new rules in the 1975 Act on redemption or compulsory acquisition of shares in cases when a majority “squeezes” a minority or abuses its power in other ways are part of a new system of rules to protect minorities. In the 1944 Act there were complicated rules on voting and formalities in connection with making decisions in the company. These rules have been much simplified and complemented with two general clauses supplemented with rules on damages and on redemption or compulsory acquisition of shares.

### **Compulsory acquisition of minority shares (section 2.5.3)**

If a company holds more than 90 % of the shares of another company, and provided that the shares of the mother company represent more than 90 % of the voting power of the daughter company, the mother company is allowed to acquire the minority shares even without the consent of the minority shareholders. At the request of any minority shareholder the mother company is also obliged to acquire his shares. The qualification about the necessary part of the voting power was added to the section at the request of other Nordic countries — the 1975 act was prepared in close collaboration with Denmark, Finland, Iceland and Norway — which hesitated to adopt the rules on compulsory acquisition. This part of the section, however, gives rise to certain problems, at least some of which are not likely to have been foreseen. I therefore suggest that this qualification be abolished, which should be all the easier since the various Nordic companies acts finally did contain a number of dissimilarities. Unity in this small detail can hardly be very important.

A novelty in the 1975 Act is that both shares held directly by the mother company and shares held indirectly shall be counted when it comes to deciding whether the mother company holds more than 90 %. It makes no difference whether the daughter companies are Swedish or foreign, or whether they are limited companies or e.g. partnerships. The mother company must, however, for practical purposes be a Swedish

limited company, which can give rise to a lack of balance between the majority and the minority inasmuch as it gives the majority a certain leeway to arrange its holdings so as to make the acquisition rules applicable or not, a possibility which the minority shareholders do not have.

I accept the last-mentioned problem of lack of balance, for the practical reasons explained when the act was passed, but describe a number of other unbalanced situations. One such situation is when the holdings have been distributed among various daughter companies so that none of them is a mother company although the holdings of the group of companies amount to more than 90 % of the granddaughter company. The minority shareholders are not allowed to start acquisition procedures but the majority shareholder can establish the necessary requisites by rearranging their holdings. Such a possibility should not in my opinion be allowed by the law.

If the mother company owns the necessary number of shares in the daughter company, it can acquire all the shares held by others, but it is also compelled to do so on the initiative of the minority shareholders.

If shares are to be acquired compulsorily and if the parties do not agree upon their value, the sum to be paid shall amount to the "true value" of the shares. This rule has not, as I have already mentioned, been stated explicitly in the act but it is clear that this is still the law.

When shares are redeemed or acquired in connection with abuse of power the amount to be paid shall be "reasonable". This new rule has not yet been tested in the courts, as far as I have been able to find out, but I recommend that the same norm for evaluation shall be applied in this case as in the others.

The 1975 Act contains a specific rule on compensation to minority shareholders in the case when the mother company has acquired more than half of its holdings in the daughter company by a take-over bid, directed to the general public. In this case the minority shareholders must accept the same compensation as the one given in the take-over bid, unless there are special circumstances. This rule leads to several complications which I analyze later.

### **Foreign companies acts (section 3)**

In the 1970's all the Nordic countries have enacted company legislation which contains acquisition rules which roughly correspond to the provisions of the Swedish Act of 1975.

English law contains rules which are similar to those of the Swedish



act. When a company has made an offer to the owners of the shares of another company, which offer has been accepted by the owners of more than 90 % of the shares of the daughter company, both the mother company and the minority shareholders have a right to compulsory acquisition. The law offers the courts possibility to modify the conditions of transfer, which the courts, however, have not used. English case law also demonstrates that the courts mainly consider their function to be ensuring that all formalities have been complied with. The courts do not go into the problem of whether the compensation offered by the mother company is fair or not. As a consequence the position of the minority shareholders is weak, a fact which has been criticized by English legal writers.

American law also offers possibilities for compulsory acquisition. The prerequisites differ from state to state. Many states have several formal obstacles to prevent "racketeers" from abusing the acquisition rules. If the minority shareholder has overcome all these obstacles he has, however, a chance to get an "appraisal" by the courts. The courts often use special experts to appraise the shares. The courts try to establish a "fair value" and consider all kinds of values, such as market value, earnings value and assets value. Often the courts arrive at a value which is some kind of weighted average of various values. From an economical point of view this practice seems very doubtful.

German law contains detailed rules about groups of companies, including many rules about the formation of groups of companies. Among these are sections giving a company which has acquired more than 95 % of the shares of another company a right and a duty to acquire the remaining shares of the daughter company. Other cases implying evaluation of a company in German law are those when one company has become dependent on another company without becoming a daughter company. In such cases the courts decide the amount of compensation to which the minority shareholders have a right. The compensation is generally based on the earnings value or on the asset value of the company. German courts do not consider market value, as expressed by stock exchange quotations, as guiding.

American and German law are similar in the sense that the courts really do go into the amount of compensation to be paid, and in this they are different from the law as practised in England. An important difference between American and German law is that American courts do not always award full costs to the minority shareholder, which can make the value of the court's decision illusory.

In my thesis I have also mentioned evaluation rules in several other countries, such as Italy, Spain, Switzerland and Holland as well as in proposed EEC legislation. However, most of these laws are of minor interest in relation to the subject.

I summarize foreign law by finding that the minority shareholder is given a weak position according to English law, and a strong position according to German law while American law takes up a position in between.

#### **Economic concepts relating to evaluation of companies (section 4)**

As a background to the discussion of Swedish case law I give a brief outline of fundamental economic concepts relating to evaluation of companies.

I start by stating that the value of every company depends upon the benefit which the owner may draw from the company. Central concepts are the seller's and the buyer's critical value, which are defined as those values at which it makes no difference to the seller and the buyer respectively to sell or to buy the company. This means that every evaluation contains a comparison for a potential seller or for a potential buyer between his position if he makes the transaction and if he does not do so. A comparison must be made between the value of the company and the buyer's alternative benefit from the capital if he does buy, or the seller's alternative benefit from the capital if he does sell. The benefits accruing from the possession of the company and the alternative benefits from the use of the capital can both be individual. There does not exist any objective value of a company, which does not mean that evaluations of companies are arbitrary.

Since the value of a company depends upon the benefits which the owner may receive from the company, the future earnings of the company decide the value. The present value of all future earnings form the so-called earnings value, which is the most important measure of the value of a company.

Estimates are often made of an assets value, which is a value based on the value of the various assets of the company less its liabilities. I am critical to this measure and find it rather unnecessary. If the parts which add up to an assets value are defined and measured in a meaningful way, this value tends to become a reproduction or a liquidation value. But often some kinds of assets are excluded when calculating an assets value, e.g. the value of immaterial assets.

The liquidation value is the value of the company based on the fiction that the company be wound up either immediately or shortly. But this value is only a special case of the earnings value, namely an earnings value which is not based on the supposition that the company has eternal or a very long life but that it will continue to exist only for a short period of time, during which time the assets are sold. Since the liquidation value is no more than a special case of the earnings value, it is not necessary to deal with this type of value separately.

When I describe earnings values I deal with a number of special problems which according to literature and my own experience often cause disputes. I discuss deductions for depreciation, investments in know-how and other non-material investments, problems of evaluation of stock and of stock value reserves, problems in connection with pension funds, salaries to working and non-working shareholders, extraordinary items, consolidation, inflation, and the choice of capitalization factor.

Generally I only describe the views of economists on each problem, but in connection with the problem of how to calculate the effects of taxation I point at certain aspects which have not yet become common ground. It is still common practice to figure income taxation at 55 %, which is the nominal amount of company tax in Sweden, taking into account the fact that local tax may be deducted when establishing the amount of national tax, but not taking into account that local tax is deducted one year after it has accrued. But although nominal tax is on this level, several investigations have shown that Swedish companies actually only pay a tax of about 25 % of their earnings before tax and balance sheet adjustments. The reasons for this great disparity are not sufficiently explored. The difference is partly explained by the fact that Swedish companies are allowed to make deductions for depreciation on many kinds of fixed assets which are vastly in excess of what is necessary according to economic needs. Another reason is that Swedish companies are allowed to put aside large sums as reserves against its inventory. But a complete and convincing analysis of the difference between nominal and actual taxes has not yet been made.

I think that it is a mistake not to take such facts into account. I tentatively suggest a way of dealing with this question.

Because of the fact that market value, as expressed by stock exchange quotations, is often considered when evaluating quoted stock, I analyze the factors influencing stock exchange values. I also describe the common models for predicting values of quoted stocks.

Stock exchange quotations are determined by expectations for the stock

exchange generally and for the actual stock particularly, by the liquidity of the buyers and sellers, by the alternative uses of capital of the various buyers and sellers and by the tax consequences for the buyers and sellers. Expected development of the stock depends partly — and to a great extent — on the expected dividends, which depend upon the earnings of the company. But this is the only point where the earnings of the company have any influence on the stock exchange quotations, and this influence is not direct. For all the other factors influencing stock exchange quotations, the earnings of the company are irrelevant. Bearing in mind that different factors influence the value of the company, which is the earnings value, and the stock exchange quotations, it is natural to conclude that these two measurements will not coincide. And if they do it is purely by chance.

The common models for “evaluating shares” deal with predicting stock exchange quotations. Usually they only claim to indicate whether a certain stock should be bought/sold or not at a certain price or to distinguish the relative economical interest in buying/selling a number of stocks. These models are therefore of no importance or interest in connection with evaluating companies.

### **Swedish legal usage (section 5)**

A principal part of my thesis is a report on Swedish decisions about compensation to shareholders who are compelled to relinquish their shares.

I have identified all cases when mother companies have used their right according to the Companies Act 1944 to acquire minority shares in daughter companies. During the period when this act was in force, from 1948 until 1976, this happened in 186 cases.

In this way I have not been able to identify those cases when minority shareholders have exercised their right to compel the mother company to acquire their shares. But according to my experience a request by a minority shareholder of this kind is usually followed by a request by the mother company to acquire all the remaining minority shares in order to avoid a number of acquisition disputes. It is therefore likely that most acquisition disputes have become known to me by the procedure which I have adopted.

In 8 cases my request for information and for the arbitration award that might have been given was not answered, and in another 10 cases the companies refused to co-operate. In many cases in which proceedings

were started, no award was given since a settlement was reached. In some cases it was impossible to find any copy of the award as so many years had passed.

The distribution of the cases as regards time and different types of awards is described in the following tables:

Proceedings started	Number of cases	average/year
1948—52	30	6
1953—57	17	3
1958—62	14	3
1963—67	44	9
1968—72	27	5
1973—76	36	9
	<u>168</u>	<u>6</u>
Award deciding a dispute		55
award confirming a settlement		41
award cannot be retrieved		25
no award given		29
co-operation refused		10
no reply		8
		<u>168</u> cases

I have thus been able to analyze a material consisting of 55 arbitration awards. The awards that only confirm a settlement are naturally of no interest as far as evaluation principles are concerned. One case was also decided by the courts — Gimo AB, *Nytt Juridiskt Arkiv* (Swedish Supreme Court Reports) 1957 p. 1 ff. — and in another 3 cases appeal was made against the arbitration award but the case was then settled in the court of first instance except in one case which is still pending. 2 awards were delivered as late as in December 1979, and they will be appealed against.

In a supplement I summarize 51 confidential arbitration awards and give extracts from the 3 awards that have become public because of the appeal made against them.

In the Gimo case different courts and judges arrived at no less than 7 different valuations from 125 Swedish kronor to 1 900 kronor. The valuations of the parties were from 50 kronor to 2 315 kronor. This case has been referred to in literature as an example of how arbitrary valua-

tions can be. I consider this to be wrong. The report of the case in *Nytt Juridiskt Arkiv* (Swedish Supreme Court Reports) may be confusing because of all the numerical data which are not presented in any illuminating way. On scrutiny it appears that all the courts were of the same opinion with respect to most details. The differences are to a great extent explained by different opinions on the treatment of latent tax liabilities. The Svea Court of Appeal used a purely economical approach and calculated the present value of all tax liabilities. The majority in the Supreme Court made a deduction by the nominal value of latent tax liabilities while the minority in the Supreme Court arrived at a value without having to give any opinion on this problem. This case decides authoritatively that the fact that the shares are minority shares and therefore often have no market value, should be disregarded.

The dominant opinion among arbitrators is that the value of each minority share is the corresponding portion of the earnings value of the company, or of its liquidation value if that value is higher. Since the liquidation value is no more than a special case of the earnings value, as I pointed out in connection with evaluation of companies in general, the dominant opinion in Swedish case law can be said to be that the compensation shall be equivalent to the share's portion of the company's earnings value.

The alternative value which might be considered is the market value, if any. For several reasons I consider this unsuitable. Market value can only be considered as a norm for shares quoted on the stock exchange. In Sweden only some 100 companies are thus quoted. If one added those shares in which trade is noticeable still only a few hundred companies would be concerned. This figure should be compared with the total number of limited companies, which is well over 100 000. Certainly the quoted companies have a much larger value than the others, but disputes of the kind dealt with in my thesis much more often concern unquoted stock than quoted stock. And it must be an advantage if the same norm can be applied in all similar cases.

Another reason for not applying market value as a norm for valuation, and this is a reason which I find more important than the first-mentioned, is that the market value does not coincide with the value of the company. Furthermore it should be noted that the market value of the shares is very often lower than the value of the company. If a shareholder has a well founded opinion of the value of the company of which he owns a part, he should not be compelled to transfer his shares at a value which is lower than the value of the company. Since it is impossible to distinguish

those shareholders who have a well-founded opinion of the value of their shares from all others, it seems reasonable to advocate the earnings value of the company as a basis for compensation. Furthermore this norm does not disfavour anyone, as it does not imply that the amount of compensation should be greater than the value of the company.

A few courts of arbitration have discussed the importance of stock exchange quotations and have made vague statements to the effect that one should not completely disregard such quotations. It is, however, impossible to find out from these awards how stock exchange quotations should influence the compensation. In my opinion this fact confirms that stock exchange quotations are unsuitable as a norm for calculating compensation.

One problem in this kind of valuations is how to handle merger effects. The value of a company is very often increased when it is merged with another company. Such an effect is also expected. Swedish arbitrators have chosen to attribute all the merger effects to the mother company. One could argue that the merger effects should be attributed to the daughter company, and consequently distribute a portion to the minority shareholders of the daughter company, as the mother company would not have been able to make this profit without the daughter company. But on the other hand, the daughter company would not have been able to make this profit without the mother company. A compromise would be to distribute the effects between the two companies. I have, however, no objection to the practice which has been followed.

Among my material there are a number of decisions about tax costs and the value of latent tax liabilities. Tax costs in earnings valuations have usually been calculated in a traditional way, i.e. at 50 % — 55 %. The line of argument which I have described in this thesis has been tested in a few cases but has not been followed explicitly. The argument can have influenced the choice of capitalization factor, but this cannot be ascertained positively. I do not find the problem satisfactorily enough analyzed for me to express any definite opinion. For the time being I can only point out that court practice on this point can be questioned.

There is, however, a basis for expressing a firm opinion about the treatment of latent tax liabilities and primarily about the tax on distribution in connection with the reduction of share-capital or the winding-up of a company.

Latent tax has sometimes been calculated in liquidation valuations based on assumptions about the time required for an actual liquidation. The time when taxes of various kinds would have to be paid has been

estimated and their present value calculated. This mode of calculation is undoubtedly correct.

As far as the other tax mentioned above, the capital distribution tax, is concerned there are a number of views ranging from deducting the total nominal amount of the tax to discounting its value to zero. In some cases directions of the National Swedish Tax Board for use in assessing yearly capital tax have been applied. These directions state that part of the nominal amount of tax should be deducted. Present tax regulations however, contain such provisions that this tax is practically never paid. When a company is merged with another company, tax may be deferred until the new company is wound up and so forth. Tax can actually be deferred infinitely and consequently its present value is zero. Taxation is actually made in less than 100 cases every year which should be compared to the tens of thousand of income taxations of limited companies. (A very large number of limited companies have no taxable income at all.) Swedish arbitrators have not treated this tax in any regular fashion. Neither have they followed the Gimo case.

According to my opinion the economical value of this liability should be calculated, as the Court of Appeal did in the Gimo case. This generally means that the value of the liability is zero.

In some cases it has seemed difficult to decide whether the value should be calculated on the basis of the company's total expected earnings, or whether a reduction should first be made for consolidating the company. In several cases the arbitrators have stated that the need for consolidation should be considered when deciding the capitalization factor.

In my view it is evident that all earnings should be considered. Earnings which are kept within the company influence future earnings, which fact is disregarded if one only capitalizes the earnings that are deemed to be distributable as dividends. In my chapter about valuation of companies generally I describe one way of taking into account the need for consolidation; I recommend that the actual capital needs of the company be calculated and indicate a couple of ways to handle the problem. I also point out that it can sometimes be very complicated to make these calculations.

An odd example of what can be found in these awards is one case where a chartered public accountant had the opinion that a deduction from earnings for consolidation should be made separately for each company in a group of companies. This accountant thought that earnings of daughter companies, of grand-daughter companies, of great-grand-daughter companies etc. should all be allowed deductions for consolida-



tion before their earnings were transferred to their respective mother company. This means that the total amount of consolidation reduction in the group depended on the legal organization of the group in directly owned companies or more or less indirectly owned companies. This must be wrong.

One of the most important questions in connection with earnings valuation is the choice of capitalization factor. It is striking what great efforts are made in getting accurate estimates of future earnings. These estimates are then capitalized by a factor without any reasons given for the choice of factor. But even a small variation of the factor can mean a difference in value of many millions.

The capitalization factor that has been most used corresponds to earnings of 20 % before tax. The next most common factor corresponds to 25 % before tax. There are examples of factors from 33 % before tax to 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % after tax. Problems in connection with choice of capitalization factors I have found insufficiently analyzed. One limit is the alternative earnings of the capital allocator. This limit can be the rate of interest on long term bonds. But if and how uncertainty and risk should be considered in this choice is not deeply penetrated in the literature available. It is likely that uncertainty and risk are better taken into account by explicit assumptions in the calculations of expected earnings. In that case an earnings valuation should not be made as is now usual, i.e. by figuring expected earnings on the basis of normalized historical earnings, but on the basis of explicit assumptions about the future development of different variables which are important for the valuation. Estimates could then be made of the probability of various outcomes, and these estimates could be combined into one single value according to procedures which have been developed in statistical theory.

One problem, which is probably settled now by statements by the Minister of Justice during the preparations of the 1975 Companies Act, is to what time the valuation should be referred. The relevant moment is when the mother company exercises its right to acquire the minority shares.

A problem which has some connection with the last mentioned, is whether the minority shareholders should receive interest or other compensation for the interval until they receive their compensation. The question also arises how changes in value of the company during the period of the dispute should be regarded. In the later 1970's arbitrators have begun to calculate a value as per the time of starting the procedure. To this amount is added 8 % or 10 % per annum which is included in the com-

pensation and is not considered to be ordinary interest. One reason for this addition is that the mother company has had the disposal of the capital in question until the date of payment. The theoretical basis for this addition is admittedly weak. But this method appears to me to be reasonable and seems to be a good practical solution of a problem which is quite difficult from a theoretical point of view.

### **Special valuation rule in the 1975 Act (section 6)**

If a company has made a public offer to acquire shares in another company and if such an offer has been accepted by so many shareholders that the mother company becomes owner of more than 90 % of the shares and 90 % of the votes, and if more than half of the shares have been acquired as a result of the public offer, compensation to minority shareholders who have not accepted the offer should correspond to what the others have received, unless there are special reasons against this.

This special valuation rule was included in the 1975 Act at a very late stage. It is an exception which concerns a case which presumably is not very common. The rule gives rise to a number of interpretation problems. Since it also systematically favours those mother companies that acquire shares by force of law, I suggest that this part of the act be repealed.

When a company acquires another company it usually makes a deal with all the shareholders, if the daughter company is a closely held company. If the daughter-company-to-be is quoted on the stock exchange it is usual that the mother-company-to-be starts by acquiring shares on the stock exchange and successively increases its holdings. When the holdings have become considerable the prospective mother company may make a public offer. Another way is that the prospective mother company first makes an agreement which the dominant shareholders of the prospective daughter company and then makes a public offer. In both these common cases the special rule would not be applicable, nor will it be applicable with respect to closely held companies.

Many of the interpretation problems arise out of the fact that the rule has been constructed with a cash offer in view while most public offers, that could be covered by the rule, consist of an exchange of shares. Very often the shareholders of the company which is being taken over are offered shares or convertible debentures in the other company. Sometimes they receive a combination of shares in the prospective mother company, other quoted shares, debentures and cash.

The rule systematically favours the mother company for the following

reasons. Such take-over bids as these only concern companies whose shares are quoted on the stock exchange. Before making the offer, the prospective buyer — often with the assistance of the management of the company to be taken over but sometimes without it — calculates the critical value of the company in question from the point of view of the mother-company-to-be. The offer could be anywhere below or equal to the critical value. Another limit on the amount of the offer is the quotation on the stock exchange of the shares to be acquired. An offer which is lower than the quotation would not be accepted and hence is never made. Usually the offer is equivalent to the average quotation for some period of time plus some amount in order to make the offer more attractive and thus ascertaining success of the take-over. But the offer will still be less than the critical value which is the earnings value in the hands of the mother company.

If a shareholder by his own free will accepts such an offer, there is no need for the law to intervene to give him more. But if a shareholder is compelled to relinquish his shares the matter is quite different. There must be strong reasons for a law compelling him to do so at a value which means that the acquiring party makes a profit.

No such reasons have been put forward.

The special rule was founded, I believe, on two important misconceptions. One is that minority shareholders according to the 1944 Act often received a greater compensation than those shareholders who delivered their shares voluntarily. I have enlarged a survey made by Dahlgren & Moberg (Lund 1975) which seemed to indicate that this was a fact. I have been able to make a more comprehensive survey than Dahlgren & Moberg but the main difference between my survey and theirs is that I have also taken the time of the acquisition proceedings into account. During this time the minority shareholders usually receive no dividends. This time is fairly long: 2—3 years is common. My survey shows that the compensation averages 116 % (median 111 %) of the amount originally offered by the mother company. But the dispersion is considerable: from 78 % to 204 %.

The other misconception is that the minority shareholders receive high compensation because the positive effects of the merger have been allowed to influence the compensation. As I have found in my analysis of the arbitration awards the merger effects, however, are always credited to the mother company.

When compensation to minority shareholders has been higher than the price accepted by most shareholders, the reason is that the compensation

has been based on the earnings value of the company while the price was settled on the basis of stock exchange quotations.

### **How does legal practice develop? (section 5.4)**

One by-product of my survey of arbitration awards is the shedding of some light on how law can be developed although no cases are reported and although all decisions are confidential.

When I started my work for this thesis I had the impression that valuations were made in many different ways and that no clear principles of valuation had been accepted. It should be noted that I had this conception in 1976 and that I then had been engaged on a large number of arbitrations since 1964. In 1971 I published an article in a legal journal (*Svensk Juristtidning* 1971 p. 102 ff) reporting a survey of arbitration practice for a period of somewhat less than a decade. I had not been able to trace any valuation principles. In this article I also mentioned that — contrary to what I had expected — the persons acting as arbitrators or representatives of the parties were not very often the same from case to case. I had expected them to be because the cases are of such a special nature, requiring both legal and economic knowledge. A few years later Dahlgren & Moberg made a similar study covering a later period and found some concentration to certain persons of the commissions as arbitrator or representative of either party. The concentration was not very large.

When I had finished my analysis of all the arbitration awards from 1948 onwards, I found that fairly consistent evaluation principles had actually been followed. This was particularly true about cases from the last decade. During the latter period the cases also concerned big companies more often than before. I then asked myself how these principles had come to be accepted and known. In an article in 1974 I had advocated that these arbitration awards should be published. This would minimize the uncertainty about the real meaning of the law, which could reduce the number and complexity of disputes. Dahlgren & Moberg in their study reported the attitude of companies to my idea to be negative.

I then made a survey of what persons had been engaged in arbitrations, as arbitrators or as representatives of parties. I found that 224 individuals had had such duties since 1948. These persons had had a total of 460 commissions. (The figure cannot be reconciled with the number of cases started, 168, as mentioned above, without access to all the awards. I have counted all cases which led to an arbitration award, whether this settled a dispute or not. In all cases there were 3 arbitrators. The number of

representatives of parties is usually 2 but can be more and has sometimes been less.) Of the 224 persons, 142 have had only one commission and 51 have had only 2. Six people have had more than 10 commissions. These 6 (of which I am one) have had 22, 21, 19, 15, 12 and 11 commissions respectively.

There is thus a concentration of commissions in connection with these disputes, and this concentration has come about during the period 1968—1979. There is hardly any case from the last years without one or more of the six people with most experience involved. With these figures in mind it is easy to understand how practice can have become unified although the awards are not published.

# Källor och litteratur

(Förteckningen omfattar både litteratur som citerats eller eljest åberopats och annan litteratur som använts under avhandlingsarbetet.)

## 1. Otryckta källor

Lagberedningens hos Riksarkivet förvarade handlingar rörande förslag till lag om aktiebolag 1941—42 (inklusive handlingar tillhöriga 1933 års aktiebolagskommitté).

Kopia av skrivelse, daterad Stockholm i september 1935, till "Aktiebolagskommittén" från Allmänna Svenska Elektriska Aktiebolaget, Aktiebolaget Svenska Kullagerfabriken, Telefonaktiebolaget L. M. Ericsson, Aktiebolaget Separator och A.-B. Elektrolux.

Aktiebolagsutredningens (kommitté 2440) hos Riksarkivet förvarade handlingar rörande samnordisk översyn av aktiebolagsstiftningen.

96 skiljedomar rörande tvångsinlösen av aktier.

Underrätternas och Högsta Domstolens akter i Gimo-målet (NJA 1957 s. 1).

Remissyttrande Stockholm den 22 december 1972 från Svenska Arbetsgivareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges allmänna exportförening, Sveriges Grossistförbund, Sveriges Industriförbund och Sveriges Köpmannaförbund till Statsrådet och Chefen för Justitiedepartementet rörande aktiebolagsutredningens betänkande.

## 2. Urkundspublikationer, kommittébetänkanden och periodica

Förslag till lagar om Enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m.m. Sthlm 1890.

Förslag till lag om aktiebolag äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar, afgifna af därtill utsedde kommitterade. Sthlm 1908.

SOU 1941:9

Lagberedningens Förslag till Lag om aktiebolag m.m. II Motiv. Sthlm 1941.

SOU 1952:20

Betänkande med förslag till beräkning av tilläggsvärde (goodwill) för bussföretag m.m. Avgivet den 14 juni 1952. Busslinjeutredningen I. Sthlm 1952.

SOU 1953:6

1949 års investeringskommitté. Betänkande angående generella metoder och fysiska kontroller inom investeringspolitiken. Sthlm 1953.

SOU 1969:50—51

Expropriationsändamål och expropriationsersättning m.m. Sthlm 1969.

Betänkande III avgivet av Expropriationsutredningen.

Bilaga 3 till betänkande avgivet av Expropriationsutredningen.

SOU 1970:41—42

Företag och samhälle. Del 1: förslag med motiv samt bilagor.

Del 2: hearings med företrädare för samhällsorgan, företag, löntagarorganisationer, politiska partier m.fl.

Betänkande avgivet av samarbetsutredningen. Sthlm 1970.

SOU 1971:9

Större företags offentliga redovisning.

Betänkande av fondbörsutredningen. Sthlm 1971.

SOU 1971:15

Förslag till aktiebolagslag m.m. Sthlm 1971.

SOU 1973:60

Fondbörsen. Betänkande av Fondbörsutredningen. Sthlm 1973.

SOU 1974:12

Svensk industris finansiella utvecklingstendenser. Industristrukturutredningens delrapport nr 2. Sthlm 1974.

SOU 1977:86—87

Beskattning av företag. Slutbetänkande av företagsskatteberedningen. Sthlm 1977.

SOU 1978:11—13

Kapitalmarknaden i svensk ekonomi.

Betänkande av kapitalmarknadsutredningen. Sthlm 1978.

SOU 1978:66

Andelsbolagslag. Delbetänkande av 1974 års bolagskommitté. Sthlm 1978.

SOU 1978:67

Nya bolagsregler m.m. Delbetänkande av 1974 års bolagskommitté. Sthlm 1978.

SOU 1979:32—33

Fastighetstaxering 81. Betänkande av 1976 års fastighetstaxeringskommitté. Sthlm 1979.

SOU 1979:46

Koncernbegreppet m.m. Slutbetänkande av 1944 års bolagskommitté. Sthlm 1979.

Prop. 1973:93

med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Remiss till lagrådet den 23 augusti 1974 av förslag till ny aktiebolagslag.

Prop. 1975:103

Aktiebolagslag m.m.

Prop. 1975:104

Bokföringslag m.m.

Prop. 1977/78:41

om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.

Aktiebolagslagen — förstärkt skydd för det bundna kapitalet, m.m.

Brottsförebyggande rådet PM 1979:5. Sthlm 1979.

Sveriges Officiella Statistik

Bankaktiebolagen. Fondkommissionärerna. Fondbörsen och VPC.

Betänkning om revision af aktieselskabslovgivningen.

Betänkning nr 362. Kbhvn 1964.

Betänkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning.

Betänkning nr 540. Kbhvn 1969.

Förslag till en ny lag om aktiebolag.

Kommittébetänkande 1969:A 20. Sfors 1969.

Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag. 8518/76. Hfors.

Instilling om lov om aksjeselskaper.

Avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av oppdrag gitt ved kongelige resolusjoner 27. januar 1962 og 22. februar 1963.

Ot. prp. Nr. 19 (1974—75)

Om lov om aksjeselskaper. Oslo.

Innst. 0. nr 50 (1975—76)

Innstilling fra justiskomiteen om lov om aksjeselskaper. Oslo.

Ot. prp. nr. 42 (1976—77)

I. Lov om endringer i lov 24. mai 1961 nr. 2 om forretningsbanker.

II. Lov om selveiende forretningsbanker. Oslo.

NOU 1976:52

Om demokratisering av forretningsbankene.

Report of the Company Law Committee

Presented to Parliament by the President of the Board of Trade by Command of Her Majesty, June 1962 (Jenkins Committee) Cmnd. 1949.

Company Law Reform

Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry by Command of Her Majesty, July 1973. Cmnd. 5391.

Regierungsentwurf eines Aktiengesetzes

3.2.1962. Drucksache IV/171.

Deutscher Bundestag

Schriftlicher Bericht des Rechtsausschusses (12. Ausschuss) über die von der Bundesregierung eingebrachten Entwürfe

a) eines Aktiengesetzes,

b) eines Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz.

Drucksache IV/3296. Bericht des Abgeordneten Dr. Wilhelmi, zu Drucksache IV/3296.

Vorschlag eines Statuts für Europäische Aktiengesellschaften

Sonderbeilage zum Bulletin 8—1970 der Europäischen Gemeinschaften.

Proposal for a Council regulation on the Statute for European companies (Amended proposal presented by the Commission to the Council on 13 May 1975, pursuant to the second paragraph of Article 149 of the EEC Treaty). Bulletin of the European Communities Supplement 4/75.

Accountancy.

Affärsekonomi.

Affärsvärlden.

Die Aktiengesellschaft.

Das Aktiengesetz.

Aktiespararen.

All England Reports. *Cit.* All E.R.

The American Law Reports Annotated. *Cit.* A.L.R.

Appeals Cases. *Cit.* A.C.

The Atlantic Reporter. *Cit.* A.

Der Betrieb.

Der Betriebs-Berater.



Chancery. *Cit. Ch.*  
Ekonomisk Revy. *Cit. Ekon. Revy.*  
Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts. *Cit. BVerfGE.*  
Harvard Law Review. *Cit. Harv.L.R.*  
Industriförbundets tidskrift.  
Juristen.  
Lantbruksstyrelsens meddelanden.  
Law Times Reports. *Cit. L.T.*  
The Modern Law Review.  
The New York Supplement. *Cit. N.Y.S.*  
New York Reports. *Cit. N.Y.*  
Nordisk Domssamling.  
Norsk Retstidende. *Cit. NRt.*  
The North Eastern Reporter. *Cit. N.E.*  
Nytt Juridiskt Arkiv. *Cit. NJA.*  
The Pacific Reporter. *Cit. P.*  
Rettens Gang.  
Revue trimestrielle de droit commercial.  
Sammlung der RGRechtsprechung in Zivilsachen. *Cit. RG.*  
Schweizerische Juristen-Zeitung.  
Scots Law Times.  
Skandinaviska Enskilda Banken. Kvartalsskrift.  
Skattenytt.  
South African Law Reports. *Cit. S.A.*  
The South Eastern Reporter. *Cit. S.E.*  
The South Western Reporter. *Cit. S.W.*  
Svensk författningssamling. *Cit. SFS.*  
Svensk Juristtidning. *Cit. SvJT*  
Svensk Skattetidning. *Cit. SvSkT*  
Svenska Elverksföreningens handlingar.  
Tidskrift, utg. av Juridiska Föreningen i Finland. *Cit. FJFT*  
Tidskrift for rettsvitenskap. *Cit. TFR.*  
Tidskrift för Sveriges Advokatsamfund. *Cit. TSA.*  
Timarit Lögfrædinga.  
Ugeskrift for Retsvæsen. *Cit. UFR.*  
Weekly Law Reports. *Cit. W.L.R.*  
Virginia Law Review. *Cit. Va.L.Rev.*  
Die Wirtschaftsprüfung.  
Yale Law Journal.

### 3. Övrig litteratur

- Aktiengesetz, Grosskommentar. Bearbeiter: Würdinger. Berlin 1972.
- Andenæs, Mads Henry*, Sameier og selskaper. Diss Oslo 1977.
- Angemessene Abfindung und angemessener Ausgleich im Aktienrecht. Beratungsergebnis des IdW-Arbeitskreises Unternehmensbewertung. Die Wirtschaftsprüfung 22, 1969 nr 5, s. 129—133.
- Arstam, Arne & Englund, Claes*, Generationsväxling i företag. Malmö 1977.
- Arvidson, Herbert*, Företagsvärdering. Lund 1978.
- Augdahl, Per*, Aksjelselskapet. Efter norsk rett. Tredje utgave. Oslo (1959).
- Austenå, Torgeir*, Løsningsrettigheter. Drammen 1976.
- Asztély, Sandor*, Den externa räkenskapsanalysens möjligheter och begränsning då det gäller svenska aktiebolags årsredovisning. — Företagsekonomiska institutet vid Handelshögskolan i Göteborg, avd. för redovisning och finansiering. Meddelande nr. 4. Femte reviderade uppl. Gbg 1964.
- Företagsvärde och goodwill. — Företagsekonomiska institutet vid Handelshögskolan i Göteborg, avd. för redovisning och finansiering. Meddelande nr 8. 2:a reviderade upplagan. Gbg 1968.
- Årsredovisningens mätuppgift och bokslutspolitik. — Företagsekonomiska institutet vid Handelshögskolan i Göteborg, avd. för redovisning och finansiering. Meddelande nr 12. Gbg 1970.
- Axelsson, Börje & Karlsson, Ingvar*, Aktiekunskap. 2:a omarbetade uppl. Sthlm 1977.
- Ballantine, Henry Winthrop*, On Corporations. Rev. ed. Chicago 1946.
- Baynes, T. A. Hamilton*, Share valuations. Lond. 1973.
- Bergelmer, Einar*, Lagen om bankrörelse. Sthlm 1911.
- Bergesen, Ole*, Noen bemerkninger om goodwill. — Tfr 1946 s. 30—93.
- Bergström, Villy & Södersten, Jan*, Nominella och reala vinster i svensk industri. — Skandinaviska Enskilda Banken. Kvartalskrift 1—2 1979 s. 47 ff.
- Berle, A. A. & Means, G. C.* The modern corporation and private property. New York 1947.
- Bertmar, Lars & Molin, Göran*, Kapitalliv, kapitalstruktur och räntabilitet. Diss.EFI. Sthlm 1977.
- Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen. Richtlinien ausgearbeitet von einer Studienkommission der U.E.C. (Viel, Jakob, Bredt, Otto, Hax, Karl & Renard, Maurice) Düsseldorf. 1961.
- Bodewig, Thomas*, Zur Sicherung der Minderheitsrechte. Diss. Köln 1974.
- Bonbright, J. C.*, Valuation of property for various legal purposes. New York 1937.
- Borgström, Carl*, Koncernrättsliga problem. Sthlm 1970.
- Borum, O. A.*, Punkter vedrørende minoritetsbeskyttelsen i aktieselskaber. — Ti-marit lögfrædinga 1958.
- Bouvin, Åke, Hedman, Bengt & Stark, Hans*, Expropriationslagen. Sthlm 1975.
- Brautinger, Albrecht*, Abfindungs- und Bewertungsprobleme beim Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer offenen Handelsgesellschaft von Todes wegen. Diss. Tübingen 1973.
- Bröms, Jan*, Räntabilitet, skatter och förräntningsanspråk. — Ekonomiska utredningsrapporter, Stencilserie B 8 2:a tryckn. febr. 1975. Sveriges Industriförbund. Sthlm 1975.

- Bröms, Jan & Rundfelt, Rolf*, Inflationsredovisning. Sthlm 1974.
- Busse von Colbe, Walther*, Zur Massgeblichkeit des Börseskurses für die Abfindung der bei einer Umwandlung ausscheidenden Aktionäre. — Die Aktiengesellschaft 9, 1964 Heft 10 s. 263—267.
- Böhme, Herbert*, Vision künftiger Unternehmensbewertung. — Die Wirtschaftsprüfung. 1970. s. 330—335.
- Bökmark, Jan & Svensson, Bo*, Nya aktiebolagslagen 1975. Åmål 1976.
- Börsinformation, principer och praxis. Utg. av Stockholms fondbörs. Sthlm 1975.
- Carlsson, Torsten*, Aktiemarknaden. — Bilaga 3 till kapitalmarknadsutredningens betänkande Kapitalmarknaden i svensk ekonomi (SOU 1978:13).
- Cary, William L.*, Cases and Materials on Corporations, Fourth ed. — unabridged. Mineola 1969.
- Cederblad, Carl Olof*, Realkapital och avskrivning. — Urval, skriftserie utgiven av statistiska centralbyrån nr 4. Sthlm 1971.
- Chydenius, Wilhelm*, Om aktiebolag. — FJFT 1897 s. 167—263. Omtryckt Hfors 1927 och 1936.
- The City Code on Take-overs and Mergers. Originally published 27th March, 1968. Revised and reprinted 28th April, 1969. London 1969.
- Commons, John R.*, Value in law and economics. — Ingår i Law, A century of progress, Vol. 2. New York 1937.
- Company Law in Europe. Kluwer. Deventer 1975.
- Dahlgren, Elisabeth & Moberg, Krister*, Tvångsinlösen av aktier. — Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund Nr. 15. Lund 1976.
- Dalloz*. Encyclopédie juridique. 2e édition. Répertoire des Sociétés. Paris 1971. — Code de Sociétés (Petits codes Dalloz). Paris 1974.
- Dalsace, A.*, Manuel des Sociétés Anonymes. 4:e édition. Paris 1967.
- Definition och beräkning av resultat per aktie. Utg. av Sveriges Finansanalytikers Förening. Sthlm 1972.
- Tillägg till Definition och beräkning av resultat per aktie. Interimistisk rekommendation. Utg. av Sveriges Finansanalytikers Förening. Sthlm 1978.
- Delemazure, Pierre*, Les clauses statutaires d'évaluation des droits sociaux. Diss. Lille. Bergues 1947.
- Dewey, John*, Theory of Valuation. — International Encyclopedia of Unified Science, Volume II, Number 4. Chicago 1939.
- Dewing, Arthur Stone*, The Financial Policy of Corporations. Fifth ed. Two Volumes. New York 1953.
- Edwards, Edgar O. & Bell, Philip W.*, The Theory and Measurement of Business Income. Seventh printing. Berkeley, Los Angeles, London 1973.
- Eriksson, Ann*, Realisationsvinstbeskattning av fysisk person vid utskiftning från aktiebolag. — SvSkT 1978 nr 4 s. 237—242.
- Eriksson, Harry*, Räkna med skatteeffekterna. — Affärsvärlden 1977 nr 30 s. 33.
- Expropriationsteknik. Föredrag hållna vid kurser anordnade av Kgl. Justitiedepartementet samt Svenska Kommunal-Tekniska Föreningen under år 1967 i Stockholm. Sthlm 1968.
- Expropriationsteknik och fastighetsvärdering. Föredrag hållna vid Svenska Kommunaltekniska Föreningens kurs i Stockholm 23—26 mars 1959. Sthlm 1959.

- Flodhammar, Gunnar*, Substansvärden. — Aktiespararen nr 1/1978 s. 24—5.  
 — Tvångsinlösen av aktier. — SvJT 1971 s. 102—120.  
 — Tvångsinlösen av minoritetsaktier. — Ekon. Revy 1974 s. 161—164.
- Frank*, Some Realistic Reflections on Some Aspects of Corporate Reorganization.  
 — 19 Va.L.R. 541 (1933).
- Frey, Alexander H., Morris Jr, C. Robert & Choper, Jesse H.*, Cases and Materials on Corporations. Boston 1966.
- Gandemo, Bertil*, Belysning av några problem i samband med företagsöverlåtelser.  
 — Ingår i Redovisning i Göteborg, en vänbok till Sandor Asztély. Borås 1977.  
 — Företags finansiering. Skövde 1976.
- Gessler, Ernst m.fl.*, Aktiengesetz. Kommentar. 6. Lieferung §§ 291—318. Münch. 1976.
- Glatzel, Hans-Gerd*, Rechtsvergleichende Betrachtungen zur Stellung der Aktionärsminorität im englischen company law und deutschen Aktienrecht. Diss. Bonn 1970.
- Godin-Wilhelmi*, Aktiengesetz. 4. Auflage. Berlin 1971.
- Gomard, Bernhard*, Aktieselskaber og anpartsselskaber. Kbhvn 1974.  
 — Aktieselskabsret. Kbhvn 1970.
- Gordon, Myron J.*, The Investment, Financing and Valuation of the Corporation. Richard D. Irwin. Homewood, Illinois, 1962.
- Gower, L. C. B.*, The Principles of Modern Company Law. Third ed. Lond. 1969.
- Græsvænge, Bent, Larsen, Viggo & Roelsen, Axel*, Aktieselskabsloven af 1973. Kbhvn 1973.
- Graham, B., Dodd, D. L. & Cottle S.*, Security Analysis. Fourth ed. McGraw-Hill Book Company. New York 1962.
- Gross, Gerhard*, Wert- und Preisermittlung von Aktiengesellschaften bei der Verschmelzung gemäss § 339 Abs. 1 Nr. 1 AktG; Eine entscheidungsorientierte Analyse unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes. Inaugural-Dissertation Mannheim 1972.
- Grosskopf, Göran*, Handledning för beskattning av fåmansföretag, 2:a uppl. Lund 1978.
- Hadden, Tom*, Company Law and Capitalism. Sec.ed. Lond. 1977.
- Hagströmer, Johan*, Om aktiebolag enligt svensk rätt. Upps. 1872.
- Hammarskjöld, Hj. L.*, Redogörelse för den utländska bolags- och föreningsrättens utveckling och nuvarande ståndpunkt, den svenska bolagsrättens utveckling samt de svenska föreningarna (för ekonomiskt ändamål). — Bilaga till Förslag till lag om enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m.m. Sthlm 1890.
- Handbok för bouppteckningsärenden m.m. Domstolsverket. Jönk. 1977.
- Hartwig, Ernest*, Forretningsoverdragelse. — Juristen 1960 s. 253—268.
- Hassler, Ake*, Skiljeförfarande. Sthlm 1966.
- Hellner, Jan*, Skadeståndsrätt. Upps. 1972.
- Hémar, Jean, Terré, François & Mabilat, Pierre*, Sociétés commerciales. Paris 1972.
- Hendriksen, Eldon S.*, Accounting Theory. Third ed. Homewood Illinois 1977.
- Henn, Harry G.*, Cases and Materials on the Law of Corporations. St. Paul, Minn. 1974.  
 — Handbook of the Law of Corporations and other business enterprises. Sec. ed. St. Paul, Minn. 1970.

- Hernmarck, Michaël*, Löseskilling vid expropriation för tätbebyggelse. 2:a omarb. uppl. Sthlm 1967.
- Hjerner, Lars A. E.*, Om Rättsfallstolkning, 2:a uppl. Sthlm 1978.
- Hornby, J. A.*, An Introduction to Company Law, 3rd (rev.) ed. Lond. 1969.
- Hornstein, George D.*, Corporation Law and Practice. St. Paul, Minn. 1959.
- Hüchting, Hans-Jochen*, Abfindung und Ausgleich im aktienrechtlichen Beherrschungsvertrag. Diss. 1972 (Carl Heymanns Verlag KG, Köln, Berl., Bonn, Münch.)
- Hueck, Alfred*, Gesellschaftsrecht. Sechzehnte Aufl. Münch. 1972.
- Höglund, Rune m.fl.*, Näringsliv i omvandling. Sthlm 1964.
- Ivamy, E. R. Hardy*, Topham and Ivamy's Company Law. 13th ed. Lond. 1967.
- Johansson, Sven-Erik*, Ekonomiska bedömningar av företag och investeringar. Sthlm 1973.
- Hushållssparande och skatteregler. — Bilaga 2 till kapitalmarknadsutredningens betänkande Kapitalmarknaden i svensk ekonomi (SOU 1978:13).
- Johansson, Sven-Erik & Löfgren, Sigurd*, PM ang. vissa frågor rörande värdering av företag. — Bilaga 2 till expropriationsutredningens betänkande Expropriationsändamål och expropriationsersättning m.m. (SOU 1969:50).
- Johnson, Sten K.*, Välj rätt aktier 1977. Trelleb. 1976.
- Jägerskiöld, Stig*, Statens ersättningskyldighet vid införande av monopol. Sthlm 1947.
- Jönsson Lundmark, Birgitta*, Redovisning i föränderlig värld. — Ingår i Redovisning i Göteborg, en vänbok till Sandor Asztély. Borås 1977.
- Järv, Jaak*, Uppskattningen av den egentliga industrins realkapitalvolym 1946—1957. Brandförsäkringsvärdena som mått på realkapitalets volymutveckling. — Bilaga 1 till Lundberg, Erik, Produktivitet och räntabilitet. Sthlm 1961.
- Kapff, Klaus von*, Übernahmangebote (take-over bids and offres publiques d'achat) in England and Frankreich. Diss. Augsburg 1975.
- Karlgren, Hjalmar*, Skadeståndsrätt. 5:e uppl. Stockholm 1972.
- Karnell, Gunnar*, Om värdefel vid överlåtelse av rörelsedrivande aktiebolag. — Festskrift till Knut Rodhe s. 271—310. Sthlm 1976.
- Kedner, G. & Roos, C. M.*, Aktiebolagslagen. Del I. Kap. 1—9. Sthlm 1977. Del II. Kap. 10—19 jämte Bokföringslagens bestämmelser om årsbokslut. Lund 1979.
- Keynes, John Maynard*, The general theory of employment, interest and money. Volume VII, The Collected writings of John Maynard Keynes. Cambridge 1973.
- Kjølbbye, Nils Th.*, Aktieselskabsreformen. — UfR 1973 B s. 241—265 (med replik av Madsen, Paul. — UfR 1973 B s. 361—362).
- Knoph, Ragnar*, Rettslige standarder. Oslo 1939.
- Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Zweiter Band (§§ 105—177, §§ 335—342) Das Recht der offenen Handelsgesellschaft, der Kommanditgesellschaft und der stillen Gesellschaft bearbeitet von Reichsgerichtsrat a.D.Dr. Otto Weipert (Zitiermethode: Weipert in RGR Komm. z. HGB.) Zweite Aufl. Berl. 1950.
- Koppenberg, Hans Jürgen*, Bewertung von Unternehmen. Düsseld. 1964.
- Krag, Joachim*, Die Bestimmung eines Unternehmungswertes zur Lösung von Konfliktfällen durch einen neutralen Gutachter. Diss. Hamburg 1974. (Publiceras 1975 under titeln "Konfliktbezogener Unternehmungsbewertung" som band 90 i Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Forschung, Verlag Anton Hain KG, Meisenheim/Glan.)

- Krenchel, H. B.*, Aktieselskabsloven. Håndbog i dansk aktieret. 2. udgave ved Estrid Jacobsen. Kbhvn 1954.
- Aktieselskabsloven af 15. april 1930. Håndbog i dansk Aktieret. 6. uforandrede oplag ved Estrid Jacobsen. Kbhvn 1970.
- Kuylenstierna, Carl W. U.*, Något om aktievärdering. — SvSKT 1957 sid. 225—279.
- Köhler, Thilo*, Amerikanisches Kollisionsrecht des Minderheitenschutzes, insbesondere bei Unternehmensverbindungen. Diss. Münch. 1973.
- Kölnner Kommentar zum Aktiengesetz. 1971.
- Landahl, T. & Nordström, O.*, Fastighetsbildningslagen. Sthlm 1973.
- Larsson-Cohn, Håkan*, Företagsvärdering i teori och praktik. Seminariearbete för kurs C 1 i företagsekonomi, specialkurs redovisning och finansiering vid Göteborgs universitet (stencil). 1977.
- Lattin, Norman D.*, The Law of Corporations. Sec. ed. Mineola, New York, 1971.
- Remedies of Dissenting Stockholders Under Appraisal Statutes. — 45 Harv. L. R. 231 (1931).
- Lattin, Norman D., Jennings, Richard W & Buxbaum Richard M.*, Corporations, Cases and Materials. 4th ed. Mundelein, Illinois 1968.
- Le Gall, J.*, French Company Law. Lond. 1974.
- Leigh, L. H.*, The Awkward Squad. — The Modern Law Review 1967.
- Lind, Johan*, Aktiebolagslagen. Uddevalla 1976.
- Lindberger, Lars, P. M.* rörande den tänkbara omfattningen av industriens investeringsbehov under 1950-talet. — Bilaga D till 1949 års investeringskommittés betänkande angående generella metoder och fysiska kontroller inom investeringspolitiken. SOU 1953:6. (Obs. felaktiga hänvisningar till denna källa hos Bröms, Wallander, Lundberg-Järv.)
- Lundberg, Erik*, Produktivitet och räntabilitet. Sthlm 1961.
- Manning, Bayless*, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker. — 72 Yale Law Journal 223—265 (1962).
- Marthinussen, Hans Fredrik*, Aksjeloven. Oslo 1960.
- Moxter, Adolf*, Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung. Wiesbaden 1976.
- Mikkelsen, Erik*, Erhvervsvirksomheder som formueretlige objekter. — TfR 1961 s. 225—292.
- Mutén, Leif*, Bolagsbeskattning och kapitalkostnader. Upps. 1968.
- Möhring m.fl.*, Handbuch der Aktiengesellschaft. Band 1. Köln 1975.
- Nathhorst, Bertel & Jarenius, Christer*, Skatteplaneringen i praktiken. — Skattenytt 1977 sid. 345—371.
- Nial, Håkan*, Aktiebolagsrätt. Sthlm 1946.
- Om aktiebolag. 2:a uppl. Sthlm 1948.
- Om handelsbolag och enkla bolag. Sthlm 1955.
- Om klanderbara och ogiltiga bolagsstämmobeslut. Sthlm 1934.
- Svensk associationsrätt i huvuddrag. Sthlm 1975. 2:a uppl. Sthlm 1976.
- Nilsson, Åke & Öhlin, Lars*, Företagsvärdering. Lund 1972.
- Northey, J. F., Leigh, L. H. & Goldberg, D.*, Introduction to Company Law. Lond. 1971.
- Nyemissioner i börsbolag. Sveriges Finansanalytikers Förening. Sthlm april 1976.
- Näslund, Bertil*, Företaget och inflationen. Kristianstad 1978.

- Olsson, Curt*, Aktiebolagslagens generalklausul, modell Finland. — Festskrift till professor, dr juris O. A. Borum 30. Juli 1964. Kbhvn 1964.
- Aktieförvärvares rätt. Hfors 1949.
- O'Neal, F. Hodge & Derwin, Jordan*, Expulsion or Oppression of Business Associates. Duke University Press. Durham N. C. 1961.
- Opsahl, Torkel*, Grunnlovens regel om "fuld Erstatning". — Ingår i Ekspropriationsvedertaget ved Knut Robberstad. Universitetsforlaget. 1968.
- Orojo, J. Ola*, Nigerian Company Law. London 1976.
- Palandt*, Bürgerliches Gesetzbuch. 36., neubearbeitete Auflage. Münch. 1977.
- Palmer, Francis B.*, Palmer's company law. 22nd ed. by Clive M. Schmitthoff; in collab. with Maurice Kay and Geoffrey K. Morse. Lond. 1976.
- Palmgren, Gunnar*, Juridiken i affärlivet. 6:e omarb. uppl. utgiven av Curt Olsson. Hfors 1969.
- Pennington, R. R.*, A Fair Price for the Compulsory Acquisition of Shares. — Accountancy 1967 s. 273—275.
- Company Law. 3rd ed. Lond. 1973.
- Persson, Ulf*, Skada och värde. Lund 1953.
- Peter, Karl*, Neuzeitliche Gesellschaftsverträge und Unternehmensformen. 3.e, veränd. & verm. Aufl. Henne & Berlin 1971.
- Pick, Georg*, Praktische Fragen des österreichischen Kartellrechts. Wien 1913.
- Pineus, Kaj*, Ship's value. — Sjörettsföreningen i Göteborg skrifter nr 52. (rec. av Ramberg i SvJT 1976 s. 209—211). Kungälv 1975.
- Planiol, Marcel & Ripert, Georges*, Traité pratique de droit civil français. 2:e édition. Tome XI, Contrats civils, deuxième partie. Paris 1954.
- Platou, Oscar*, Forelæsninger over norsk selskapsret II, Om aktieselskaper, kommanditselskaper paa aktier og foreninger. Anden utgave ved dr. Adolf Lindvik. Oslo 1933.
- Ramberg, Jan*, Transporträttslig litteratur.— SvJT 1976 s. 206—213.
- Rekommendationer rörande bolagens delårsrapportering. Utg. av Sveriges Finansanalytikers Förening. Sthlm 1974.
- Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Utg. av Näringslivets börskommitté. Sthlm 1971.
- Rodhe, Knut*, Aktiebolagsrätt enligt 1975 års aktiebolagslag. Sthlm 1976.
- Kan minoritetsskyddet i aktiebolagen göras effektivare? — Festskrift till O. A. Borum 30. Juli 1964 s. 431—444. Kbhvn 1964. (även i Ekon. revy 1964 s. 489—498 under rubriken Minoritetsskyddet i aktiebolagen.)
- Lärobok i obligationsrätt. Sthlm 1966.
- Tvångsinlösen av aktier i dotterbolag. — TSA 1977 s. 249—255.
- Tvångsinlösen av minoritetsaktier. Förbättringar möjliga. — Ekon. Revy 1973 s. 533—537.
- Rokas, Nikolaos*, Le droit de l'associé sortant envers la société. — Revue trimestrielle de droit commercial. 1966. s. 285—295.
- Rübsaamen, Hans-Dieter*, Minderheitenrechte in einer konzernfreien Aktiengesellschaft. Diss. Würzburg 1971.
- Rydén, Bengt*, Fusioner i svensk industri. Sthlm 1971.
- Lönar det sig att spekulera i börsfusioner? — Industriförbundets tidskrift, häfte 7/1968 s. 26—29.

- Sætre, Olav*, Bruksverdien ved ekspropriasjon av landbruksareal. Institutt for jord-skifte og eiendomsutforming, Norges Landbrukshøgskole. Melding nr 20. Ås 1976.
- Sandström, Jan*, Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie. Lund 1976.
- Schmalenbach, Eugen*, Die Beteiligungsfinanzierung. Neunte verbesserte Auflage bearbeitet von Dr. Richard Bauer. Köln und Opladen 1966.
- Schmidt, Dominique*, Les droits de la minorité dans la société anonyme. Bibliothèque de droit commercial tome 21. Librairie Sirey. Paris 1970.
- Schmitthoff, Clive M., Goré, François & Heinsius, Theodor*, Übernahmeangebote im Aktienrecht. Frankfurt am Main 1976.
- Schmitz, Burkhard*, Der Anspruch auf angemessenen Ausgleich und angemessene Abfindung nach den §§ 304, 305 AktG. Diss. Hburg 1973.
- Sealy, L. S.*, Cases and Materials in Company Law. Cambridge 1971.
- Sigurjónsson, Bendikt*, Ny aktieselskabslov i Island. — SvJT 1979 s. 69—70.
- Sindballe, Kristian*, Dansk Selskabsret I og III. Forkortet udgave til brug ved universitetsundervisningen ved Niels Klerk. Kbhvn 1949.
- Skarstedt, S.*, Allmänna aktiebolagslagen. 7:e uppl. andra huvudsakligen oförändrade tryckningen. Sthlm 1942.
- Skogsvärdering enligt planmetoden. Lantbruksstyrelsens meddelande 1974:1.
- Skåre, Jan*, Lov om aksjeselskaper. Oslo 1976.
- Stenbeck, Ernst, Wijnbladh, Mauritz & Nial, Håkan*, Aktiebolagslagen. 6:e uppl. Sthlm 1970.
- Steneborn, Arne*, Beskattning av gåva. Komp. Sthlm 1956.
- Sudhoff, Heinrich*, Der Gesellschaftsvertrag der GmbH & Co. Zweite erweiterte Aufl. Münch. 1971.
- Taxell, Lars Erik*, Aktieägarens rättsskydd. Åbo 1961.  
— Om aktierätt vid bolagsstämma. Åbo 1959.
- Thornstedt, Hans*, Rättspraxis som rättskälla; Några metodspörsmål. — Ingår i Uppsatser i Rättsteknik. Upps. 1978.
- Tolonen, Juha Pentti*, Der allgemeine Erklärungsintergrund der wirtschaftlichen Ordnung und seine Anwendung auf das Aktiengesellschaftsrecht, rechtsvergleichende Untersuchung. Hfors 1974.
- Utlåtande med vissa rekommendationer för de börsregistrerade företagens informationsgivning. Utg. av Näringslivets börskommitté. Sthlm 1968, 1971.
- Utma, Tiido & Lydahl, Rolf*, Bolagens bokslut för 1976 — en jämförelse med tidigare år. — Skandinaviska Enskilda Banken. Kvartalsskrift 3—4/1977 s. 95—111.  
— Bolagens bokslut för 1977 — en jämförelse med tidigare år. — Skandinaviska Enskilda Banken. Kvartalsskrift 3—4/1978 s. 118—137.
- Wallander, Jan*, Verkstadsindustrins maskinkapital. Upps. 1962.
- Vasseur, Michel*, L'estimation de la valeur des entreprises et le droit commercial. — Revue trimestrielle de droit commercial 1963 s. 221—238.
- Weinberg, M. A.*, Take-overs and Mergers. 3. ed. Lond. 1971.
- Werin, Lars*, Expropriation — en studie i lagstiftningsmotiv och ersättningsrättsliga grundprinciper. — SvJT 1978 s. 81—120.
- Westermann, H. m.fl.*, Handbuch der Personengesellschaften. 1.—2. Aufl. Köln 1967/75.



- Viel, Jakob, Bredt, Otto & Renard, Maurice*, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen. 5. neu bearbeitete und erweiterte Aufl. Zürich 1975.
- Wiklund, Holger*, God advokatsed. Sthlm 1973.
- Viklund, Nils*, Om ersättning enligt vattenlagen. Sthlm 1964.
- Winroth, A. O.*, Strödda uppsatser, IV, Om skadestånd. 2. omarbetade och tillökta uppl. Upps. 1907.
- Wohlin, Lars & Lindörn, Bo*, Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering. — Bilaga 4 till kapitalmarknadsutredningens betänkande Kapitalmarknaden i svensk ekonomi (SOU 1978:13).
- Vorenberg, James*, Exclusiveness of the dissenting stockholder's appraisal right. — 77 Harv. L. R. 1189 (1964) omtryckt i Corporations, Essays on corporate law selected from the pages of the Harvard Law Review. Cambridge 1966.
- Würdinger, Hans*, Aktien- und Konzernrecht. 3. völlig neubearbeitete Aufl. Karlsruhe 1973.
- Värdering av elektriska distributionsanläggningar. Svenska Elverksföreningens handlingar 1968 Nr 16. Sthlm 1969.
- Värdering av elektriska distributionsanläggningar. Rapport rörande genomförd översyn av anvisningarna i SEF H 16/68. Svenska Elverksföreningens handlingar 1973 Nr 14.
- Värdering vid expropriation. Föredrag vid kurser för expropriationsdomare och expropriationstekniker under år 1953, anordnade av sakkunniga inom justitiedepartementet. Sthlm 1954.
- Zackrisson, Ingvar*, Värdering av börsnoterade aktier enligt arvs- och gåvoskatteförfordningen. — SvJT 1963 s. 132—5.
- Zeiss, Friedrich*, Das Aktiengesetz 1965. Efferen bei Köln 1966.
- Akerblom, Mats*, Företag i inflation. Upps. 1975 dupl.
- Inflationsjustera din årsredovisning. Lund 1977.

# Rättsfallsförteckning

## Sverige

NJA 1934 s. 4	s. 26
1950 s. 346	135
1950 A 33	24
1957 s. 1	38, 130, 132— 142, 145, 151, 153, 158, 160, 165, 202, 204, 211, 223, 228, 232, 247, 310, 348, 359—360, 362
1961 s. 37	25, 164
1962 s. 863	106, 249
RÅ 1924 ref. 42	23

## Amerikas Förenta Stater

<i>Adams v. United States Distributing Corp.</i> ; 34 S.E. 2d 244	81
<i>Adams v. R. C. Williams &amp; Co.</i> ; 158 A. 2d 797	81
<i>Ahlenius v. Bunn &amp; Humphreys</i> ; 192 N.E. 824	81
<i>American General Corp v. Camp</i> ; 190 A. 225	81
<i>Bastian v. Bourns, Inc.</i> ; 256 A. 2d 680	81
Application of <i>Behrens</i> ; 61 N.Y.S. 2d 179, affirmed 69 N.Y.S. 2d 910	81—82
<i>Blumenthal v. Roosevelt Hotel, Inc.</i> ; 115 N.Y.S. 2d 52	81
<i>Chicago Corp v. Munds</i> ; 172 A. 452	81
<i>Jacques Coe &amp; Co. et al. v. Minneapolis-Moline Co.</i> ; 75 A. 2d 244	83
Application of <i>Delaware Racing Association</i> ; 213 A. 2d 203	85—86
Matter of <i>Deutschman</i> ; 116 N.Y.S. 2d 578	81
<i>Dynamics Corp of America v. Abraham &amp; Co.</i> ; 166 N.Y.S. 2d 128, modified; 174 N.Y.S. 2d 952	81
Matter of <i>Fulton</i> ; 257 N.Y. 487; 178 N.E. 766; 79 A.L.R. 608	80, 81
<i>General Realty &amp; Utilities Corporation</i> ; 52 A. 2d 6	82
<i>David. J. Greene &amp; Co. v. Dunhill Intern'l Inc.</i> ; 249 A. 2d 427	81
<i>Heller v. Munsingwear, Inc.</i> ; 98 A. 2d 774	81
Application of <i>Marcus</i> ; 79 N.Y.S. 2d 76	82—83
Petition of <i>Northwest Greyhound Lines, Inc.</i> ; 251 P. 2d 607	83—84
<i>Perkins v. Public Service Co.</i> ; 45 A. 2d 210	81

<i>Phelps v. Watson-Stillman Co.</i> ; 293 S.W. 2d 429	s. 81
<i>Republic Finance &amp; Investment Co. v. Fenstermaker</i> ; 6 N.E. 2d 541	81
<i>Roessler v. Security Savings &amp; Loans Co.</i> ; 72 N.E. 2d 259	81
<i>Application of Silverman</i> ; 115 N.Y.S. 2d 97; modified 122 N.Y.S. 2d 312	81
<i>Sporborg v. City Specialty Stores</i> ; 123 A. 2d 121	84—85
<i>Sterling v. Mayflower Hotel Corp.</i> ; 93 A. 2d 107	81
<i>Tabulating Card Co. v. Leidesdorf</i> ; 223 N.Y.S. 2d 652	81
<i>Tri-Continental Corp. v. Battye</i> ; 74 A. 2d 71	81
<i>In re Tudor City Fifth Unit Inc.</i> ; 232 N.Y.S. 2d 758	81
<i>In re Tudor City Fifth Unit Inc. v. French Investing</i> (aff'd memorandum); 192 N.E. 2d 222	81
<i>West Waterway Lumber Co.</i> ; 367 P. 2d 807	81

## Brittiska Samväldet

### Australien

<i>Blue Metal Industries Ltd. v. R. W. Dilley</i> ; (1969) 3 W.L.R. 357; (1970) A.C. 827 (C.A.)	61—62, 87
---	-----------

### Indien

<i>Raja Vyricherla Gajapatiraju v. The Revenue Divisional Officer, Vizagapatam</i>	59
--	----

### Storbritannien

<i>Re Bugle Press</i> ; (1961) Ch. 270; (1960) 3 W.L.R. 956	56, 60
<i>In re Carlton Holdings Ltd.</i> ; (1971) 1 W.L.R. 918	56, 184
<i>Dean v. Prince</i> ; (1954) Ch. 409; (1954) 2 W.L.R. 538; (1953) 1 All E.R. 749, C.A.	60
<i>Re Evertite Locknuts, Limited</i> ; (1945) Ch. 220	59
<i>Re Grierson, Oldham &amp; Adams Ltd.</i> ; (1967) 1 W.L.R. 385; (1968) Ch. 17	61
<i>Re Hoare &amp; Co. Ltd.</i> ; (1933) 150 L.T. 374	59, 60
<i>Re Jermyn Street Turkish Baths, Ltd.</i> ; (1970) 3 All E.R. 57, ändrat på annan grund (1971) 3 All E.R. 184	58
<i>Re National Bank Ltd.</i> ; (1966) 1 W.L.R. 819; (1966) All E. R. 1006	61
<i>Nidditch v. The Calico Printers' Association Limited</i> ; 1961 Scots Law Times 282	61
<i>Re Press Caps Ltd.</i> ; (1949) Ch. 434; (1949) 1 All E.R. 1013, C.A.	60
<i>Short v. Treasury Commissioners</i> ; (1948) A.C. 534 (H.L.)	59
<i>Re Sussex Brick Co. Ltd.</i> ; (1961) Ch. 289; (1960) 2 W.L.R. 665n	60
<b>Sydafrika</b>	
<i>Benjamin v. Elysium Investments (Pty.) Ltd.</i> ; (1960) 3 S.A. 467	57
<i>Sammel v. President Brand Gold Mining Co. Ltd.</i> ; (1969) 3 S.A. 629	61, 87

## Danmark

UfR 1921:250	s. 47
1925:357	47
1925:552	47
1941:501	47
1941:720	46—47, 52, 138, 153
1955:932	47
1966:235	47, 145
1977:61; Nordisk Domssamling 1977 s. 440	47, 149

## Frankrike

Trib. com. Seine, 8 juin 1960, Revue de jurisprudence commerciale, Journal des agrées, 1961. 55	64
---	----

## Norge

NRt 1929 s. 454	47, 52, 138, 153
1940 s. 536	53, 157
1949 s. 309	52, 161
1968 s. 213	52, 161
1971 s. 132	52—53, 161
Rettens Gang 1965 s. 140	52, 161

## Västtyskland

Bundesverfassungsgericht: Feldmühle, BVerfGE 14 s. 263	70, 78
Volkswagen, BVerfGE 12 s. 366	73, 78
Kammergericht 19.11 1962. Koppenberg s. 69—82	77, 150
OLG Hamm, beslut 30.4 1960. Der Betriebs-Berater 20.1 1961 s. 65—66	71—72, 150
OLG Celle, beslut 6.1 1961. Koppenberg s. 54—55	76
OLG Stuttgart, beslut 12.11 1962. Koppenberg s. 57—68	40, 76—77
OLG Düsseldorf, beslut 27.11 1962. Der Betriebs-Berater 20.1 1963 s. 56—57	72—73
OLG Hamm, beslut 23.1 1963. Die Aktiengesellschaft nr 8/1963 s. 218—224	73—76, 123, 150, 208
OLG Hamm, beslut 15.5 1963. Koppenberg s. 138—161	77—78, 144, 150
Reichsgericht 167, 262	67

19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33  
34  
35  
36  
37  
38  
39  
40  
41  
42  
43  
44  
45  
46  
47  
48  
49  
50  
51  
52  
53  
54  
55  
56  
57  
58  
59  
60  
61  
62  
63  
64  
65  
66  
67  
68  
69  
70  
71  
72  
73  
74  
75  
76  
77  
78  
79  
80  
81  
82  
83  
84  
85  
86  
87  
88  
89  
90  
91  
92  
93  
94  
95  
96  
97  
98  
99  
100





# FÖRETAGS- VÄRDERING

## VID TVÅNGS- INLÖSEN

Denna bok handlar om företagsvärdering i en speciell situation, nämligen vid tvångsinlösen av aktier. De principer som redovisas kan dock tillämpas i en rad andra situationer, varför boken har intresse för alla som sysslar med företagsvärdering.

Bl. a. redovisas en omfattande undersökning av skiljedomspraxis och sålunda refereras så gott som samtliga skiljedomar som gått in på värderingsproblem och som avkunnats enligt 1944 års aktiebolagslag. Både juridiska och företagsekonomiska problem behandlas ingående.

Boken vänder sig inte bara till ekonomer och rättsvetenskapsmän utan till alla som kommer i kontakt med företagsvärdering, t. ex. advokater och revisorer.