Högsta domstolen tolkar särregeln vid tvångsinlösen av aktier

En kommentar till NJA 2011 s. 932

Av professor DANIEL STATTIN[1]

Högsta domstolen har tagit ställning till tolkningen av den så kallade särregeln för beräkning av inlösenbelopp vid tvångsinlösen av minoritetsaktier efter takeover-erbjudanden. Det finns anledning att kort referera beslutet både eftersom det har stor betydelse i sak och att diskutera det ur argumentations- och rättskälleanvändningsaspekt.

1. Inledning

Nyligen fattade Högsta domstolen beslut i det så kallade Skandiamålet. Målet rör tolkningen av den så kallade särregeln i 14 a kap. 2 § 4 st. försäkringsrörelselagen[2] (”FRL”), men har betydelse utanför försäkringsrörelserätten eftersom en regel med samma innehåll upptas i 22 kap. 2 § 4 st. aktiebolagslagen (”ABL”).

Högsta domstolens beslut emotsågs med stort intresse bland aktiebolagsrättsligt och aktiemarknadsrättsligt verksamma jurister eftersom dess utgång kunde förväntas ha — och har — stor betydelse i det praktiska rättslivet. Det är få enskilda lagrum i civilrättslig lagstiftning vars tolkning skulle kunna få så stor ekonomisk betydelse, som tolkningen av särregeln. Redan detta kan motivera en kommentar till beslutet. Det finns emellertid anledning att diskutera beslutet också ur rättskällekritiskt perspektiv.

2. Old Mutuals bud på Skandia, den efterföljande inlösenprocessen och skiljedomen

Ett av de genom tiderna mest uppmärksammade takeover-erbjudandena på den svenska aktiemarknaden var det sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutuals erbjudande om att förvärva samtliga aktier i det svenska försäkringsbolaget Skandia.[3] Skandias styrelseledamöter och ägare hade olika uppfattning om budet, det förekom informationskampanjer i media och agerandet från både budgivare och målbolag ansågs ovanligt aggressivt. Efter en utdragen budprocess lyckades Old Mutual uppnå acceptans för takeover-erbjudandet

[1] Professor i civilrätt, ssk. associationsrätt, Uppsala universitet.

[2] Observera att FRL (1982:713) numera ersatts av FRL (2010:2043) som inte innehåller egna inlösenbestämmelser. Således blir aktiebolagslagens regler direkt tillämpliga.

[3] Se för en utförlig redogörelse Kallifatides, Markus, Nachemsson-Ekwall, Sophie, och Sjöstrand, Sven-Erik, *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism. Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*, Cheltenham, 2010.

från aktieägare med innehav av hela 98,25 procent av aktierna i Skandia.

För att de effekter som en budgivare räknat med till följd av ett takeover-erbjudande skall förverkligas, behöver ofta en inlösen av minoritetsaktier följa efter erbjudandet. Genom en sådan inlösen blir budgivaren ensam ägare till målbolaget, med de möjligheter till integration av verksamheten som följer av detta. Old Mutual påkallade en sådan inlösen av minoritetsaktier.

Vid en inlösen av minoritetsaktier är den vanliga tvistefrågan inlösenbeloppets storlek. Regler om hur inlösenbeloppet skall beräknas finns (numera endast) i aktiebolagslagen (tidigare fanns de bland annat också i försäkringsrörelselagen). Om en inlösenprocess föregåtts av ett takeover-erbjudande finns en särskild regel, som alltså kallas särregeln, som underlättar beräkningen av lösenbeloppet. Särregeln i 22 kap. 2 § 4 st. ABL (och tidigare 14 a kap. 2 § 4 st. FRL) har följande lydelse:

"Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har detta erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat."

Eftersom lösenbeloppet i ett sådant fall skall motsvara det erbjudna vederlaget — från den sista lokutionen kan bortses i detta sammanhang — underlättas beräkningen av lösenbeloppet väsentligt. I det aktuella fallet framstod dessutom en inlösen till det "/…/ erbjudna vederlaget /…/" som väsentligt mycket mer ekonomiskt förmånlig för Old Mutual.

I inlösenprocessen ifrågasatte minoritetsaktieägarnas företrädare, det vill säga den gode man som utses av rätten för att tillvarata deras intressen, om särregeln var tillämplig. Den gode mannen ifrågasatte om rekvisitet "/…/ offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier /…/" var uppfyllt med anledning av att Old Mutuals erbjudandehandling bland annat innehöll en så kallad jurisdiktionell begränsning:

"Erbjudandet lämnas, med vissa undantag, varken direkt eller indirekt, i USA eller någon Begränsad Jurisdiktion, eller genom post eller annat nationellt eller internationellt kommunikationsmedel (såsom fax, telefon och Internet) eller inrättning tillhörande börs eller marknadsplats i USA eller någon Begränsad Jurisdiktion, och, Erbjudandet kan inte, med vissa undantag, accepteras på sådant sätt, med sådant kommunikationsmedel eller genom sådan inrättning från USA eller någon Begränsad Jurisdiktion. Således skickas inte, och får inte skickas, med vissa undantag, varken direkt eller indirekt, exemplar av detta Prospekt och relaterad dokumentation med post eller på annat sätt inom, till eller från USA eller någon Begränsad Jurisdiktion. Den som mottager sådana dokument (innefattande men inte begränsat till förvaltare och andra uppdragshavare) måste observera dessa restrik-

tioner och får inte, med vissa undantag, distribuera eller vidareförsända dem till, inom eller från USA eller någon Begränsad Jurisdiktion eller utnyttja sådant kommunikationsmedel eller inrättning i samband med Erbjudandet; om så ändå sker kan varje relaterad viljeförklaring avsedd som accept av Erbjudandet anses som ogiltig. Personer (innefattande men inte begränsat till förvaltare och andra uppdragshavare) som avser att vidarebefordra detta Prospekt eller sammanhängande dokument till USA eller någon Begränsad Jurisdiktion, eller har avtalsrättslig eller annan juridisk skyldighet att förfara på så vis, måste först söka erforderlig rådgivning."

Jurisdiktionella begränsningar förekommer i snart sagt alla takeover-erbjudanden. Deras syfte är att budgivaren inte skall behöva rätta sig efter regler om takeover-erbjudanden i jurisdiktioner med extraterritoriellt verkande finansiell lagstiftning, varpå det mest kända exemplet är den amerikanska federala lagstiftningen. De är problematiska i olika avseenden också vid sidan av den fråga som väcktes in den aktuella inlösenprocessen, här finns det emellertid inte anledning att beröra dem i sig.[4]

Skiljenämnden drog utifrån hur Old Mutual formulerat sin jurisdiktionella begränsning slutsatsen att takeover-erbjudandet inte kunde betraktas som riktat till alla aktieägare, eftersom det inte lämnades till, och kunde komma att inte accepteras från, bland annat aktieägare med hemvist i USA.[5] Bara begränsningen avseende USA skulle utesluta 17,1 procent av aktieägarna från erbjudandet enligt ordalydelsen i erbjudandehandlingen; totalt uteslöts innehavare till 17,7 procent av aktierna. Uteslutning av innehavare till 17,7 procent av aktierna från ett takeover-erbjudande kunde enligt skiljenämnden inte rimligen innebära att erbjudandet omfattade samtliga aktier, vilket krävs för tillämpning av särregeln.[6] På dessa grunder drog skiljenämnden slutsatsen att särregeln inte var tillämplig.

3. Högsta domstolens beslut

Old Mutual klandrade skiljedomen. Saken hissades till Högsta domstolen enligt 56 kap. 13 § rättegångsbalken för avgörande av

"/…/ frågan om tolkningen av 14 a kap. 2 § fjärde stycket försäkringsrörelselagen såvitt avser de matematiska rekvisiten i den angivna särregeln, och sålunda huruvida regeln är tillämplig på den i målet aktuella frågan om inlösen av aktier i Skandia."[7]

Högsta domstolen konstaterar inledningsvis att lokutionen "samtliga aktier" införts i försäkringsrörelselagen den 1 juli 2006 och då ersatte den tidigare gällande lokutionen "en inbjudan till en vidare krets"

[4] Bl.a. är de problematiska ur EU-rättslig aspekt och med avseende på hur de uppfattas i amerikansk rätt — se vidare Stattin, Daniel, *Gränsöverskridande takeover-erbjudanden. Om begränsningar i erbjudandens räckvidd* (kommande).
[5] Skiljedomen p. 83.
[6] A.a., p. 92.
[7] HD:s beslut p. 6.

samt att det inte framgick av förarbetena att det skulle ha funnits något annat skäl för ändringen än att skapa likalydande inlösenregler i associationsrätten.[8] Vidare hänvisar Högsta domstolen till sakens, i och för sig kortfattade, behandling i litteraturen där det i korthet anges att jurisdiktionella begränsningar inte borde undanta tillämpning av särregeln efter ett takeover-erbjudande.[9] Avgörande för Högsta domstolens resonemang torde emellertid ha varit att

> ”[o]m särregeln inte skulle vara tillämplig i fall då vissa jurisdiktioner, av skäl som har angetts i det föregående, behöver undantas från ett uppköpserbjudande, skulle dess tillämplighet uppenbarligen vara starkt beskuren. Det kan inte antas att det har varit lagstiftarens avsikt att begränsa regelns tillämplighet på det sättet. Detta ger stöd åt de i punkt 12 nämnda litteraturuttalandena. Även ändamålsskäl talar för den tolkning som uttalandena ger uttryck för. Några vägande skäl emot en sådan tolkning kan inte anföras.”[10]

På anförda grunder beslutade Högsta domstolen att särregeln skulle vara tillämplig också då aktieägare uteslutits från ett takeover-erbjudande genom en jurisdiktionell begränsning.

Det föreligger dissens i Högsta domstolen. Jag uppfattar att dissidenterna kommer till sitt slut utifrån en diskussion som inte skiljer på olikabehandling av aktieägare på grund av jurisdiktionella begränsningar och huruvida ett takeover-erbjudande avser samtliga aktier. Som jag uppfattar det rör det sig om olika frågor.

4. Argumentation och rättskälleanvändning

Avgörande för Högsta domstolens ställningstagande tycks ha varit en kombination av ändamålsargument och systematiska argument. Det är emellertid inte helt klart — och kanske i praktiken inte behöver klargöras — vad som är vad. Domstolens hänvisning till att regeln med en annan tolkning än den tolkning som domstolen gör skulle bli starkt kringskuren, synes vara ett systematiskt argument. Det konstateras vidare att detta inte kan antas ha varit lagstiftarens avsikt. Det senare ger närmast intryck av att vara ett uttryck för någon form av subjektiv teleologisk metod av den typ som vi ofta ser i domstolarna. Resonemanget stöds av ett mer fritt ändamålsresonemang (”[ä]ven ändamålsskäl /…/”), vilket alltså synes vara något annat än lagstiftarens avsikt med regeln.

Högsta domstolen stödjer sig vidare på uppfattningar som framkommer i litteraturen, det vill säga uttalandena att ”[e]n sådan be-

[8] HD:s beslut, p. 11 med hänvisning till prop. 2005/06:196 s. 19 f.

[9] A.a., p. 12 med hänvisning till Andersson, Sten, Johansson, Svante, och Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen En kommentar* (1 januari 2012, Zeteo), kommentaren till 22 kap. 2 § under 5. Särregeln och Nyström, Göran, Sjöman, Erik, Skog, Rolf, och Ohlsson, Robert, *Takeover-reglerna En kommentar*, Stockholm, 2010, s. 23 f.

[10] HD:s beslut p. 13. HD anför här även Sec. 978.1 Companies Act 2006, men det torde ha mindre betydelse för saken.

gränsning förhindrar inte tillämpningen av särregeln”[11] och att "[s]ådana restriktioner medför inte att ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i ett bolag blir att betrakta som partiellt bud /…/”.[12] Hänvisningen till litteraturen som ett (möjligen underordnat) argument för beslutet är problematisk. För det första är uttalandena i litteraturen inte motiverade, utan framstår som normativa påståenden om att rättsläget förhåller sig på visst sätt. För det andra har uttalandena tillkommit efter att problemet med tolkningen av särregeln i den aktuella saken uppmärksammats. Sammantaget tycks det mig som att normativa påståenden om rättsläget utan sakskäl, anförda efter att en tvist aktualiserats inte har särskilt stor tyngd som argument.

För egen del anser jag i och för sig att Högsta domstolen kommit till ett rimligt slut, men menar att vägen fram till slutet inte framstår som i alla avseenden helt övertygande. De anförda argumenten kunde enligt min uppfattning ha ordnats på ett mer övertygande sätt.

Ändamålet med särregeln torde vara att möjliggöra en enklare bestämning av lösenbeloppet för det fall att minoritetsaktieägarna redan haft möjlighet att avyttra sina aktier i samband med ett takeover-erbjudande. Regeln framstår då som en avvägning mellan att möjliggöra effektiva kontrollövertaganden i företag och att ge minoritetsaktieägare ett skäligt vederlag. Till saken hör att ett takeover-erbjudande typiskt sett läggs med en så kallad budpremie åtskilligt över den aktuella börskursen (en annan sak är att styrelsemajoriteten i detta fall ansåg budpremien vara för låg). Det anförda borde innebära att tolkningen skall ske så långt det är möjligt så att särregeln får effekt. Om särregelns ordalydelse uppfattas så att jurisdiktionella begränsningar blir en spärr mot dess tillämpning, skulle det strida mot ändamålen med regeln så som jag uppfattar den. I sådana fall skulle ändå samma effekt kunna uppnås tolkningsvis, nämligen om uttrycket ”samtliga aktier” tolkades som samtliga aktier för vilka det är möjligt att inge accept. Annorlunda uttryckt skulle detta kunna formuleras som att i ett fall som detta gäller erbjudandet samtliga aktier oaktat att aktieägare i vissa domicil inte kan acceptera erbjudandet.

Eftersom ändamålsskäl talar för en tolkning där särregeln blir tillämplig, effektivitetsskäl talar i samma riktning och regelns ordalydelse tolkningsvis inte lägger hinder i vägen för detta, torde särregeln alltså kunna tillämpas vid jurisdiktionella begränsningar. Det torde räcka med dessa argument för att avgöra saken.

5. Frågans bärighet på frågor om jurisdiktionella begränsningar

Med det sagt om argumentationen fram till avgörandet, kan alltså konstateras att Högsta domstolens beslut innebär att särregeln är tillämplig vid jurisdiktionella begränsningar. Beslutet säger emellertid

[11] Andersson m.fl., *Aktiebolagslagen En kommentar*, kommentaren till 22 kap. 2 § under 5. Särregeln.
[12] Nyström m.fl., *Takeover-reglerna En kommentar*, s. 23 f.

inget om jurisdiktionella begränsningar och de problem som kan följa med sådana i och för sig.

Argumentationsvis anför Old Mutual, vilket plockas upp av domstolen, att jurisdiktionella begränsningar är vanligt förekommande och att aktieägare med hemvist i en utesluten jurisdiktion ändå kan inrätta sig så att ett takeover-erbjudande kan accepteras. Vanligen sker det i så fall genom att aktieägaren säljer aktier på börsen (det ligger i sakens natur att börskursen anpassar sig till budpremien med avdrag för transaktionskostnader för handel och accept av erbjudandet) eller genom att föra över aktierna till en förvaltare eller en juridisk person i en jurisdiktion som inte är utesluten från erbjudandet. Att aktieägare med ett innehav av sammanlagt 98,25 procent av aktierna accepterat erbjudandet anförs som ett stöd för att ingen reell uteslutning av aktieägare baserad på deras hemvist förekommer.

I praktiken har det säkert gått till på så sätt. Att anföra det som ett argument utan att ha konstaterat vilka effekter ett sådant argument kan få framstår åtminstone för mig som vanskligt. För att en jurisdiktionell begränsning avseende amerikansk jurisdiktion skall fungera fordras såvitt jag förstår att begränsningen är reell och effektiv. Se till exempel Securities and Exchange Commiossions uttalande i "förarbetena" till nu gällande amerikanska reglerna om när undantag kan accepteras från amerikansk jurisdiktion, 2008 Cross-border Adopting Release, G2, nämligen:

> "Exclusionary offers for securities of foreign private issuers that trade on a U.S. exchange will be viewed with skepticism where the participation of those U.S. holders is necessary to meet the minimum acceptance condition in the tender offer. When purportedly exclusionary offers are made under those circumstances, we will look closely to determine whether bidders are taking reasonable measures to keep the offer out of the United States."

Det är med andra ord inte säkert att svensk rätt avseende jurisdiktionella begränsningar går i takt med korresponderande amerikanska regler. Det kan enligt min uppfattning inte uteslutas att det kan leda till obehagliga överraskningar med tanke på den extraterritoriella amerikanska finansiella jurisdiktionen.[13]

Även om det i praktiken stämmer, finns det därför anledning till viss försiktighet med att åberopa att ett takeover-erbjudande med en jurisdiktionell begränsning ändå kan accepteras av alla aktieägare.

6. Slutord

Högsta domstolens beslut i Skandia-ärendet har varit emotsett med intresse. Nu när beslutet kommit kan man, enligt min uppfattning, konstatera att domstolens majoritet hamnar rätt i sak. De anförda skä-

[13] Utreds närmare i Stattin, *Gränsöverskridande takeover-erbjudanden. Om begränsningar i erbjudandens räckvidd* (kommande).

len för beslutet kunde kanske ha ordnats på ett elegantare sätt, men för rättstillämpningen är domen i vart fall klar och tydlig.

Däremot säger domen inget om den rättsliga grunden i nationell och europeisk rätt för, och effekten i amerikansk rätt av, jurisdiktionella begränsningar. Det är en diskussion som sannolikt behöver föras vidare i andra sammanhang.