



PARTER

Kärande

1. Corbin Erisa Opportunity Fund
c/o FourWorld Capital Management LLC
7 World Trade Center
New York, NY 10007, USA

2. Corbin Opportunity Fund
Samma adress

3. FourWorld Event Opportunities Fund
Samma adress

4. FourWorld Global Opportunities Fund
Samma adress

5. Hillegom Ltd
Samma adress

6. Saddlebunch Ltd
Samma adress

7. Toledo Ltd
Samma adress

8. White Rosebay Ltd
Samma adress

Ombud för 1–8: Advokaterna Pontus Scherp och Erik Bogegård samt biträdande juristen Pelle Magnusson
Norburg & Scherp Advokatbyrå AB
Birger Jarlsgatan 15
111 45 Stockholm

Svarande

HomeStar InvestCo AB, 559152-5372
c/o Victoria Park AB
Box 2
201 20 Malmö

Dok.Id 2871923

Postadress
Box 8307
104 20 Stockholm

Besöksadress
Scheelegatan 7

Telefon
08-561 654 10

E-post:
stockholms.tingsratt.avdelning4@dom.se
www.stockholmstingsratt.se

Telefax

Expeditionstid
måndag – fredag
08:00–16:00

Ombud: Advokaterna Erik Wernberg och William Lundgren samt biträdande juristen Hedvig Meijer
Advokatfirman Cederquist KB
Box 1670
111 96 Stockholm

DOMSLUT

1. Käromålet ogillas.

 2. Corbin Erisa Opportunity Fund, Corbin Opportunity Fund, FourWorld Event Opportunities Fund, FourWorld Global Opportunities Fund, Hillegom Ltd, Saddlebunch Ltd, Toledo Ltd och White Rosebay Ltd ska ersätta HomeStar InvestCo AB för dess rättegångskostnad med 12 826 615,08 kr och 1 161,17 EUR, varav 9 567 350 kr avser ombudsarvode, jämte ränta enligt 6 § räntelagen från dagen för denna dom till dess full betalning sker, med följande fördelning
 - FourWorld Event Opportunities Fund: 1,1 %
 - FourWorld Global Opportunities Fund: 47,3 %
 - Saddlebunch Ltd: 0,5 %
 - White Rosebay Ltd: 0,5 %
 - Hillegom Ltd: 0,5 %
 - Toledo Ltd: 0,5 %
 - Corbin Erisa Opportunity Fund: 30,1 %
 - Corbin Opportunity Fund: 19,5 %

 3. Sekretessbestämmelsen i 36 kap. 2 § offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) ska fortsätta att vara tillämplig på uppgifter i aktbilaga 35, på s. 81–94 i aktbilaga 363, på s. 23–37 i aktbilaga 371, på s. 31 och 32 i aktbilaga 378, på s. 69 och 72 i aktbilaga 382 och på s. 63 och 64 i aktbilaga 384 samt på uppgifter i förhör med Daniel Frigell, Peter Jennergren och Kenth Skogsvik, som vid huvudförhandlingen har lagts fram inom stängda dörrar.
-

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. BAKGRUND	5
1.1 Kort om målet.....	5
1.2 Kort om parterna.....	5
1.3 Händelseförloppet.....	5
2. YRKANDEN M.M.	10
2.1 FWC.....	10
2.2 HomeStar.....	11
2.3 Rättegångskostnader	11
3. GRUNDER	12
3.1 FWC.....	12
3.2 HomeStar.....	13
4. UTREDNINGEN	15
5. DOMSKÄL	16
5.1 Rättsliga utgångspunkter.....	16
5.1.1 Relevanta bestämmelser och förarbetena till dessa	16
5.1.2 Närmare om Börskursregeln	23
5.2 Vissa faktiska förhållanden	26
5.2.1 Börskursen och handeln i Hembla-aktien	26
5.2.2 Prisutvecklingen i Hembla jämfört med index och andra bolag	28
5.2.3 Ytterligare om handeln i Hembla-aktien.....	29
5.2.3.1 Säljarna av Hembla-aktier.....	31
5.2.3.2 Köparna av Hembla-aktier	32
5.2.4 Cirkeleffekten.....	32
5.2.4.1 Erbjudandets utformning och premien i Erbjudandet	33
5.2.4.2 Sannolikheten för konkurrerande bud.....	34
5.2.4.3 Sannolikheten för tvångsinlösen.....	35
5.3 Bedömning av om det föreligger särskilda skäl	37
5.3.1 Omständigheter som talar för att börskursen är tillförlitlig	37

5.3.2	Förfärens betydelse	39
5.3.3	Erbjudandets och Särregelns betydelse.....	42
5.3.4	Betydelsen av Handelsbankens och budkommitténs bedömningar	44
5.3.5	Betydelsen av anslutnings- och deltagandegraden i Erbjudandet	45
5.3.6	Ytterligare om att börskursen skulle ha varit högre	46
5.3.7	Cirkeeffekten som särskilt skäl att frångå Börskursregeln	49
5.3.8	Sammantagen bedömning	52
5.4	Rättegångskostnader	53
5.4.1	Kostnader för ombud i målet, sakkunniga och eget arbete	54
5.4.2	Utlägg för närvaro vid huvudförhandlingen	54
5.4.3	Översättningskostnader	55
5.4.4	Kostnader med anledning av § 1782-förfarandet	55
5.4.5	Sammanfattande slutsats om rättegångskostnadernas storlek	57
5.4.6	Fördelningen av rättegångskostnader	57
5.5	Sekretess.....	57

1. BAKGRUND

1.1 Kort om målet

I målet har de åtta käredebolagen (tillsammans "FWC") väckt talan med anledning av en särskild skiljedom, som meddelades den 15 mars 2022, i en tvist om inlösen av minoritetsaktier enligt 22 kap. aktiebolagslagen (2005:551), "ABL". Tvisten gäller HomeStar InvestCo AB:s ("HomeStar"), majoritetsaktieägare i Hembla AB ("Hembla"), tvångsinlösen av samtliga B-aktier i Hembla ("Hembla-aktierna"), och frågan om inlösenpriset av aktierna ska bestämmas enligt den så kallade "Börskursregeln" i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL eller inte. Den avgörande tvistefrågan är om det finns särskilda skäl att inte tillämpa Börskursregeln.

1.2 Kort om parterna

FWC är samtliga fondbolag som förvaltas av FourWorld Capital Management LLC, som har sitt säte i USA och är en investeringsrådgivare som står under tillsyn av den amerikanska myndigheten U.S Securities and Exchange Commission (SEC).

Kärandena är samtliga självständiga juridiska personer enligt amerikansk rätt.

HomeStar är ett svenskt privat aktiebolag som är helägt av det tyska fastighetsbolaget Vonovia SE ("Vonovia"), som är Europas ledande fastighetsbolag för bostäder med inriktning på hyresrätter.

Hembla har bytt namn och heter numera Victoriahem Fastigheter AB ("Victoriahem").

1.3 Händelseförloppet

HomeStar påkallade skiljeförfarande den 18 december 2019 ("Påkallandedagen").

Hembla-aktien var då noterad på Nasdaq Stockholm och påkallandet skedde efter att börsen hade stängt och handeln i aktien avslutats för dagen. Börskursen (slutkursen) i

Hembla-aktien var 215 kr per aktie på Påkallandedagen.

Tvångsinlösenförfarandet föregicks av ett offentligt uppköpserbjudande. Vonovia, genom HomeStar, hade dessförinnan även förvärvat samtliga aktier från den tidigare majoritetsägaren i Hembla. Fram till den 23 september 2019 var majoritetsägare i Hembla Vega Holdco S.á.r.l. ("Vega"), ett bolag som var helägt av fonder som rådgavs av The Blackstone Group Inc. (tillsammans "Blackstone").

Den 23 september 2019 offentliggjordes att Vonovia, genom HomeStar, hade ingått ett avtal med Blackstone om förvärv av Blackstones hela aktieinnehav i Hembla (motsvarande cirka 69,30 procent av rösterna och cirka 61,19 procent av aktiekapitalet i Hembla) till ett pris om 215 kr per aktie ("Föreffären"). Föreffären skedde således genom ett särskilt avtal vid sidan av börsen. Förvärvet, som var villkorat av godkännande från konkurrensmyndigheter, slutfördes den 7 november 2019 sedan Vonovia hade fått ett slutgodkännande från Konkurrensverket i Sverige. Föreffären innebar att budplikt uppkom för HomeStar, dvs. att HomeStar blev skyldigt att lämna ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i Hembla.

Den 23 september 2019 offentliggjordes även att Hemblas styrelse utsett en oberoende budkommitté för att representera Hembla i samband med ett eventuellt förestående uppköpserbjudande från HomeStar med anledning av HomeStars förvärv av Blackstones aktier i Hembla.

Den 3 oktober 2019 offentliggjordes att den oberoende budkommittén anlitat bl.a. Handelsbanken Capital Markets ("Handelsbanken") för att, från oberoende expertis, avge ett värderingsutlåtande avseende det möjliga budpliktsbudet (s.k. fairness opinion).

Den 7 november 2019, sedan Föreffären fullföljts, offentliggjorde HomeStar ett offentligt uppköpserbjudande att förvärva samtliga utestående B-aktier i Hembla ("Erbjudandet"). Priset i Erbjudandet var 215 kr per aktie. I pressmeddelandet

uttalades att Erbjudandet var ovillkorat, att priset i Erbjudandet inte skulle höjas och att HomeStar därmed var förhindrat att höja priset i Erbjudandet i enlighet med Nasdaq Stockholms Takeover-regler. Pressmeddelandet innehöll även information om att HomeStar avsåg, om mer än 90 procent av det totala antalet aktier förvärvades, så snart som möjligt därefter att påkalla tvångsinlösen i syfte att förvärva resterande aktier i Hembla och att HomeStar i samband med det skulle verka för att Hembla-aktierna avnoterades från Nasdaq Stockholm.

Den 8 november 2019 offentliggjordes erbjudandehandlingen. Även av den framgick att priset inte skulle höjas. Acceptfristen i Erbjudandet började löpa den 11 november 2019 och avslutades initialt den 9 december 2019. Erbjudandet förlängdes därefter till den 8 januari 2020. Vid tidpunkten för Erbjudandet hade HomeStar förvärvat ytterligare aktier efter Förfärdaren (cirka 3 procent) och ägde 64,21 procent (71,69 procent av rösterna) i Hembla.

Den 21 november 2019 offentliggjorde HomeStar ett tillägg till erbjudandehandlingen innehållande Hemblas pressmeddelande, i vilket den oberoende budkommittén rekommenderade aktieägarna att inte acceptera Erbjudandet. Rekommendationen byggde bl.a. på Handelsbankens värderingsutlåtande, i vilket Handelsbanken hade bedömt att budet inte var skäligt ur en finansiell synvinkel. Av budkommitténs uttalande framgick vidare att kommittén vid en samlad bedömning ansåg att Erbjudandet ”inte fullt ut” reflekterade Hemblas tillväxtpotentialer och värde ur ett finansiellt perspektiv och att kommittén enhälligt rekommenderade aktieägarna i Hembla, bl.a. mot nuvarande marknads- och ränteläge, att inte acceptera Erbjudandet. Kommittén noterade även att Vonovia hade uttalat ett långsiktigt perspektiv och indikerat att investeringar framför aktieutdelning skulle prioriteras samt att likviditeten i Hemblas aktie kunde bli mer begränsad framöver.

Den 3 december 2019 offentliggjorde Sveriges aktiesparares riksförbund (”Aktiespararna”) att de rekommenderade sina medlemmar att acceptera Erbjudandet med motiveringen att det var svårt att se någon betydande värdestegring i närtid och att

sannolikheten för att bolagets börsresa skulle avslutas inom överskådlig framtid var stor, även om budgivaren initialt inte skulle nå 90 procent. Aktiespararna uttalade även bl.a. följande.

”Den här typen av bud kommer oftast när en existerande storägare väljer att öka sitt innehav och passerar den gräns, 30 procent, då skyldighet att lägga ett bud på samtliga aktier uppkommer. Som regel är det inte attraktivt att acceptera ett sådant bud då det normalt ligger på en nivå motsvarande tidigare börskurs. I detta fall är det dock en ny huvudägare som övertagit tidigare huvudägares hela aktieinnehav [...] med en premie om 11,5 procent jämfört med aktiekursen före det affären offentliggjordes.”

Av pressmeddelande som Vonovia offentliggjorde den 10 december 2019 framgick att Vonovia avsåg att påkalla tvångsinlösen av de resterande aktierna i Hembra och verka för att avnotera Hemblas B-aktier på Nasdaq Stockholm. Vidare framgick att HomeStars aktieinnehav vid den tidpunkten, som ökat både under Erbjudandets första accepttid och utanför Erbjudandet, uppgick till totalt cirka 95,31 procent av rösterna och cirka 94,08 procent av aktiekapitalet i Hembra, totalt 87 419 415 aktier. Erbjudandet hade då accepterats av aktieägare som representerade totalt 24 746 662 B-aktier i Hembra, motsvarande cirka 26,6 procent av aktierna (21,1 procent av rösterna). I pressmeddelandet angavs även att fristen i Erbjudandet förlängdes och att redovisning av likvid till de aktieägare som hade accepterat Erbjudandet skulle påbörjas den 16 december 2019.

Sedan Erbjudandet offentliggjordes hade HomeStar förvärvat totalt 3 007 191 B-aktier utanför Erbjudandet under den initiala acceptfristen (dvs. under perioden från den 11 november 2019 till den 9 december 2019). Detta förvärv motsvarande cirka 3,24 procent av aktierna (2,56 procent av rösterna).

Den 18 december 2019 offentliggjordes att HomeStar hade påkallat tvångsinlösen och att Hembra hade ansökt om avnotering. Erbjudandet hade då inte antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som Erbjudandet avsåg.

På Påkallandedagen innehade HomeStar 87 419 415 aktier, motsvarande 94,08 procent av samtliga aktier och 95,31 procent av rösterna i Hembla.

Under den förlängda acceptfristen (dvs. under perioden från den 10 december 2019 till den 8 januari 2020) accepterades Erbjudandet av aktieägare som representerade 1 204 821 aktier i Hembla, motsvarande cirka 1,30 procent av aktierna och 1,03 procent av rösterna. HomeStar förvärvade inte några aktier i Hembla utanför Erbjudandet under den förlängda acceptfristen.

Efter den förlängda acceptfristens utgång den 8 januari 2020 innehade HomeStar totalt 6 136 989 A-aktier och 82 487 247 B-aktier i Hembla, motsvarande cirka 95,37 procent av aktierna (96,34 procent av rösterna). Efter vissa ytterligare förvärv innehade HomeStar före förhandstillträdet 6 136 989 A-aktier och 82 729 580 B-aktier, motsvarande 95,63 procent av aktierna (96,55 procent av rösterna).

Hembla-aktien var således föremål för handel mellan den 23 september 2019 och Påkallandedagen. Under nämnda period stod HomeStar för cirka en tredjedel av handeln.

Antalet aktier som var föremål för tvångsinlösen uppgick till 4 057 737 aktier, motsvarande ca 4,37 procent av aktierna i Hembla. Av dessa innehades 3 727 761 aktier av FWC och 329 976 aktier av andra aktörer.

Börskursen fredagen den 20 september 2019 – som var den sista börsdagen före Föraffären – var 192,80 kr. Efter offentliggörandet av Föraffären gick börskursen upp till 215 kr, där den sedan, med små fluktuationer, höll sig till Påkallandedagen. Hembla-aktien avnoterades senare, efter Påkallandedagen, och den sista handelsdagen på Nasdaq Stockholm var den 10 januari 2020.

I en särskild skiljedom den 11 juni 2020 fastställdes bl.a. att HomeStar hade rätt och skyldighet att lösa in de aktier i Hembla som inte redan ägdes av HomeStar. HomeStar

gavs även förhandstillträde till dessa aktier och skiljenämnden beslutade att innehavarna av aktierna skulle erhålla 215 kr per aktie jämte ränta. Den särskilda skiljedomen verkställdes den 6 juli 2020. Efter förhandstillträdet innehar HomeStar samtliga aktier i Hembla. De minoritetsaktieägare som omfattades av förhandstillträdet, däribland FWC, fick det ostridiga lösenbeloppet om 215 kr per aktie jämte ränta utbetalat till sig den 17 juli 2020.

HomeStar begärde i december 2020 att skiljenämnden skulle meddela en särskild skiljedom för att avgöra frågan om Börskursregeln var tillämplig eller inte. Skiljenämnden biföll begäran och har i en särskild skiljedom den 15 mars 2022 fastställt att börskursregeln enligt 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen ABL ska tillämpas för bestämning av lösenbeloppets storlek, se bilaga 1.

Skiljeförfarandet omfattade 19 parter som bestod av majoritetsaktieägaren HomeStar, de minoritetsaktieägare i Hembla som företräddes av en god man samt 17 andra minoritetsaktieägare som förde sin egen talan. De åtta kändebolagen i förevarande mål, FWC, tillhör de minoritetsaktieägare som fört sin egen talan. Övriga parter på svarandesidan i skiljeförfarandet, däribland den av Bolagsverket utsedde gode mannen som företräder de frånvarande minoritetsaktieägarna, har inte väckt talan mot den särskilda skiljedomen.

2. YRKANDEN M.M.

2.1 FWC

FWC har yrkat att tingsrätten, med ändring av den särskilda skiljedomen den 15 mars 2022, ska fastställa att det lösenbelopp per B-aktie i Hembla som HomeStar ska erlægga till FWC inte ska bestämmas så att det motsvarar det noterade värdet enligt börskursregeln i 22 kap. 2 § andra stycket andra meningen i ABL.

2.2 HomeStar

HomeStar har bestritt käromålet.

2.3 Rättegångskostnader

Parterna har yrkat ersättning för sina rättegångskostnader.

HomeStar har yrkat att FWC i första hand solidariskt ska förpliktas att ersätta HomeStars rättegångskostnad, i andra hand att ersättningsskyldigheten ska åläggas respektive kändepart fördelat efter respektive parts aktieinnehav och i tredje rummet att ersättningsskyldigheten ska fördelas mellan kändena efter huvudtal, dvs. att kändeparterna ska åläggas att ersätta rättegångskostnaderna med en åttondel vardera.

FWC har bestritt HomeStars yrkande om solidariskt ersättningsansvar.

Parterna är överens om följande fördelning, för det fall tingsrätten bedömer att FWC ska åläggas att ersätta HomeStars rättegångskostnad utifrån respektive kändeparts aktieinnehav.

Bolag	Antal aktier	Andel i procent
FourWorld Event Opportunities Fund	40 000	1,1 %
FourWorld Global Opportunities Fund	1 762 421	47,3 %
Saddelbunch Ltd	18 397	0,5 %
White Rosebay Ltd	19 935	0,5 %
Hillegom Ltd	18 302	0,5 %
Toledo Ltd	18 089	0,5 %
Corbin Erisa Opportunity Fund	1 122 491	30,1 %
Corbin Opportunity Fund	728 126	19,5 %
Summa:	3 727 761	100

3. GRUNDER

3.1 FWC

Det föreligger särskilda skäl att inte lägga det noterade värdet för Hemblas aktier per Påkallandedagen till grund för att bestämma lösenbeloppet. Hemblas börskurs på Påkallandedagen motsvarade inte det pris för Hembla-aktien som kunde påräknas vid en försäljning under normala förhållanden och motsvarade inte Hembla-aktiens verkliga, fundamentala, värde. Börskursen saknade helt koppling till aktiens verkliga värde, vilket dessutom var väsentligt högre än börskursen. Det föreligger flera omständigheter som var för sig och tillsammans utgör särskilda skäl att inte tillämpa Börskursregeln i förevarande fall. Dessa omständigheter kan kategoriseras i två huvudskäl nämligen att börskursen inte var representativ för Hembla-aktiens verkliga värde och att aktiens verkliga värde var väsentligt högre än börskursen. HomeStar har påverkat börskursen till nackdel för minoritetsaktieägarna. Sammanfattningsvis återopas följande omständigheter.

- 1) Börskursen på Påkallandedagen var en direkt konsekvens av Erbjudandet och det förväntade tvångsinlösenförfarandet och var helt frikopplad från företagsspecifik och marknadsrelaterad information rörande Hembla.
- 2) Erbjudandets påverkan på Hemblas börskurs var särskilt kraftig eftersom HomeStar, genom Föreffären, redan ägde över 60 procent av aktierna i Hembla då Erbjudandet lades.
- 3) Det finns omständigheter, bl.a. den starka uppgången för jämförbara aktier på Stockholmsbörsen under perioden från Föreffären till Påkallandedagen, som med styrka talar för att Hemblas börskurs, om aktien hade handlats under normala förhållanden, på Påkallandedagen hade varit väsentligt högre än 215 kr.
- 4) Börskursen på Påkallandedagen var ett direkt resultat av Föreffären, dvs. en

aktieöverlåtelse mellan endast två parter. Det finns ingen information om vilka överväganden som låg till grund för Föraffären eller hur priset 215 kr bestämdes mellan parterna. Det finns dock indikationer på att Blackstone, till följd av negativ publicitet, hade incitament att snabbt avyttra sitt innehav i Hembla. Vidare avsåg Föraffären en stor majoritetspost och eftersom det är svårt att sälja en så stor post över börsen utan negativ prispåverkan betingar en försäljning av en sådan post normalt ett rabatterat pris ("Blockage Discount"). Detta är av särskild betydelse i ljuset av den låga budpremie som innefattades i Erbjudandet. Det finns inget stöd för ett antagande om att andra aktieägare skulle ha sålt sina aktier för just priset 215 kr om det inte vore för budet och det förestående tvångsinlösensförfarandet.

- 5) Det finns inget i själva transaktionsförfarandet inför Föraffären som säkerställde att köpesumman motsvarade aktiernas marknadsmässiga värde.
- 6) Den historiskt låga deltagande- och anslutningsgraden till Erbjudandet talar för att minoritetsaktieägare uppfattade budpriset som lägre än Hembla-aktiens normala marknadsvärde.
- 7) Handelsbanken och den oberoende budkommitténs bedömningar – att Erbjudandet inte var skäligt – talar för att budpriset understeg Hembla-aktiens normala marknadsvärde.
- 8) HomeStars mycket stora aktieäggande i Hembla omöjliggjorde konkurrerande bud. Vidare medförde HomeStars stora aktieäggande att sannolikheten för att HomeStar skulle uppnå en sådan ägarandel att tvångsinlösen kunde påkallas var mycket hög. Övriga aktieägare i Hembla fick därför finna sig i att bli utköpta till 215 kr eller att få sina aktier tvångsinlösta.

3.2 HomeStar

Den särskilda skiljedomen är i alla avseenden korrekt och det saknas anledning att göra

någon annan bedömning än den skiljenämnden har gjort.

Hembla-aktien har varit föremål för handel på Nasdaq Stockholm, vilket är en reglerad marknad. Lösenbeloppet för Hemblas aktie ska därför enligt Börskursregeln motsvara aktiens noterade värde på Påkallandedagen såvitt det inte föreligger några särskilda skäl. Några sådana särskilda skäl finns inte.

Genom den särskilda skiljedomen har skiljenämnden slagit fast att Börskursregeln ska tillämpas vid bestämmandet av lösenbeloppet och att inga omständigheter som FWC åberopat utgör särskilda skäl att avvika från Börskursregeln. Det noterade värdet på Påkallandedagen ska därför bestämma lösenbeloppet.

Aktien har varit likvid och föremål för en mycket omfattande handel under hela den relevanta tidsperioden. HomeStar har inte påverkat den noterade kursen till nackdel för minoritetsaktieägarna. Det noterade värdet har tvärtom ökat till fördel för samtliga minoritetsaktieägare.

Alla tillämpliga regelverk, bl.a. artikel 17 i EU:s marknadsmissbruksförordning har iakttagits och all information har på ett transparent och korrekt sätt kommunicerats till marknaden. Några informationsasymmetrier har inte förelegat och det har varit en fungerande prisbildning i Hemblas aktie.

Någon värdering av Hembla eller Hemblas aktie varken ska eller behöver göras för att avgöra om Börskursregeln är tillämplig. Värderingsrelaterade omständigheter saknar helt betydelse för frågan om det föreligger särskilda skäl att avvika från Börskursregeln.

Oaktat att det saknar relevans för tingsrättens prövning, bestrider HomeStar att Hemblas ”verkliga värde” på Påkallandedagen skulle ha överstigit den noterade kursen. Tvärtom har det noterade värdet på Påkallandedagen varit till fördel för minoritetsaktieägarna. De omständigheter som FWC har åberopat till stöd för att

avvika från Börskursregeln utgör inte särskilda skäl att avvika från Börskursregeln, varken var för sig eller tillsammans.

Samtliga omständigheter som FWC har åberopat har varit kända av marknaden och inkluderade i det noterade priset för Hemblas aktie.

Enligt 22 kap. 25 § första stycket andra meningen ABL gäller 18 kap. rättegångsbalken om skyldighet att svara för kostnader i högre rätt. Förlorande part ska således ersätta vinnande parts rättegångskostnader såvitt de varit skäligen påkallade för tillvaratagande av partens rätt. Enligt andra stycket i samma lagrum ska ansvaret för minoritetsägares rättegångskostnader som utgångspunkt fördelas efter det antal aktier som var och en innehar. Om det finns särskilda skäl får domstolen besluta om en annan fördelning (dock att bestämmelserna i 18 kap. 9 § rättegångsbalken inte ska tillämpas). Eftersom FWC:s talan förs gemensamt, argumentationen är identisk samt parterna ställt en gemensam säkerhet för kärandens rättegångskostnader föreligger särskilda skäl att besluta om en annan fördelning (i förevarande fall solidariskt, jfr grunderna för 18 kap. 9 § rättegångsbalken). Homestar överlämnar till tingsrätten att avgöra om FWC ska svara solidariskt för HomeStars kostnader eller om ansvaret ska fördelas efter fondernas respektive aktieinnehav eller efter huvudtal.

4. UTREDNINGEN

På FWC:s begäran har hållits förhör under sanningsförsäkran med David Schraven (managing director vid FourWorld Capital Management) samt förhör med vittnet Peter Norhammar (tidigare fondförvaltare vid Länsförsäkringar). Vidare har sakkunnigförhör hållits med Daniel Frigell (om hans utlåtanden i aktbilagorna 4, 42, 52 och 280–282), professor Björn Hagströmer (om hans utlåtanden i aktbilagorna 39 och 51), professor Daniel Giamouridis (om hans utlåtande i aktbilaga 277, svensk översättning i aktbilaga 293), professor Bilge Yilmaz (om hans utlåtande i aktbilaga 278, svensk översättning i aktbilaga 294) samt professor Eric Talley (om hans utlåtande i aktbilaga 279, svensk översättning i aktbilaga 295). Vidare har utlåtanden åberopats från

professor Alex Edmans (aktbilaga 126, svensk översättning i aktbilaga 291) samt professor Peter Feldhütter (aktbilaga 128, svensk översättning i aktbilaga 292), utan att någon av dem har hörts i tingsrätten.

På HomeStars begäran har sakkunnigförhör hållits med professor emeritus Peter Jennergren (om hans utlåtanden i aktbilagorna 103, 104, 243 och 303) och professor emeritus Kenth Skogsvik (om hans utlåtanden i aktbilagorna 100–102, 244 och 302).

FWC har gett in rättsutlåtanden från professor Daniel Stattin (aktbilaga 38) och professor Gustaf Sjöberg (aktbilagorna 125 och 283). FWC har även gett in tre skiljedomar avseende tvångsinlösen av aktier i N&T Argonaut AB, Rosenberg Securities AB och Utfors AB.

HomeStar har gett in rättsutlåtanden från advokaterna Gunnar Nord och Robert Ohlsson (aktbilaga 106), före detta justitierådet Johan Munck (aktbilagorna 242 och 307) samt professor Svante Johansson (aktbilaga 306). HomeStar har även gett in en skiljedom avseende tvångsinlösen av aktier i ICA Gruppen Aktiebolag.

Parterna har härutöver åberopat omfattande skriftlig bevisning samt hänvisat till ytterligare material till stöd för de rättsliga argumentationerna.

5. DOMSKÄL

5.1 Rättsliga utgångspunkter

5.1.1 Relevanta bestämmelser och förarbetena till dessa

I 22 kap. ABL finns bestämmelser om tvångsinlösen av minoritetsaktier. Av 1 § i detta kapitel framgår att aktieägare som innehar mer än nio tiondelar av aktierna i ett aktiebolag har rätt att lösa in återstående aktier av de övriga aktieägarna. Den vars aktier kan lösas in, dvs. en minoritetsaktieägare, har en motsvarande rätt att få sina aktier

inlösta av majoritetsaktieägaren. Om frågan om lösenbeloppet för en aktie som ska lösas in är tvistig, ska lösenbeloppet bestämmas enligt det som föreskrivs i 22 kap. 2 § andra–fjärde styckena ABL.

Bestämmelsen i 22 kap. 2 § andra–fjärde styckena ABL har följande lydelse.

Lösenbeloppet för en aktie skall bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. För en aktie som är föremål för handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet skall lösenbeloppet motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl motiverar något annat.

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

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

Regleringen om tvångsinlösen, som ger såväl en majoritetsaktieägare som en minoritetsaktieägare rätt att påkalla inlösen av aktier, bärs upp av flera ändamål. Regleringen syftar bl.a. till att underlätta för majoritetsaktieägare som önskar genomföra fusioner av moder- och dotterbolag. Den har även motiverats av det allmännas intresse av samhällsekonomiskt viktiga omstruktureringar i näringslivet. Bestämmelserna om rätten till tvångsinlösen av aktier har emellertid också ansetts utgöra en del av det aktiebolagsrättsliga minoritetsskyddet, vilket hänger samman med att en minoritetsaktieägare, som innehar mindre än en tiondel av aktierna i bolaget, saknar möjlighet att utöva många av de rättigheter som aktiebolagslagen annars tillerkänner minoriteten. Genom att begära inlösen kan minoriteten ta sig ur denna

annars utsatta situation. Rätten till inlösen av minoritetsaktier är således ömsesidig och regleringen har tillkommit i både majoritetsaktieägares och minoritetsaktieägares intresse. Av förarbetena framgår att lagstiftaren har sett vissa paralleller med expropriation och tvångsinlösen. Högsta domstolen har uttalat att en minoritetsaktieägares skyddsintresse normalt inte torde ha samma styrka som det intresse som lagstiftaren avsett att skydda vid expropriation. (Se ”Minoritetsägarens kostnadsansvar” NJA 2020 s. 264 punkterna 7–8 och 18–19 med där gjorda hänvisningar.)

Den nuvarande bestämmelsen i 22 kap. 2 § ABL, som alltså reglerar hur inlösenpriset ska bestämmas, tillkom i samband med att den nuvarande aktiebolagslagen infördes. Den tidigare aktiebolagslagen (1975 års aktiebolagslag) angav inte hur lösenbeloppet skulle bestämmas annat än för en viss bestämd situation, som tog sikte på fall där moderbolaget på grund av ett uppköpserbjudande till ett och samma pris förvärvat större delen av sina aktier i bolaget, dvs. i en tvångsinlösensituation om minst 45 procent av samtliga aktier i bolaget. Regleringen i 1975 års aktiebolagslag liknade således den nuvarande Särregeln (som finns i 22 kap. 2 § fjärde stycket ABL). I övrigt lämnades frågan (i 1975 års aktiebolagslag) om hur inlösenbeloppet skulle bestämmas till doktrin och rättspraxis. Den bestämmelse som hade funnits i 1944 års aktiebolagslag, om att lösenbeloppet vid tvångsinlösen skulle motsvara aktiens verkliga värde, ansågs intetsägande och togs därför inte med i 1975 års aktiebolagslag (se prop. 1975:103 s. 533).

I rättsfallet ”Balken” NJA 1996 s. 293 (även kallat Balken II-målet) tog Högsta domstolen ställning till frågan om hur lösenbeloppet borde bestämmas utifrån 1975 års aktiebolagslag. Domstolen konstaterade att parternas olika inställningar i målet innebar att valet av värderingsmetod stod mellan två värderingsobjekt, aktierna eller bolaget. Enligt domstolen kunde det inte komma i fråga att ge minoritetsaktieägarna en ersättning som överstiger marknadspriset för aktierna under hänvisning till att marknadspriset inte på ett riktigt sätt återspeglar de värden som finns i bolaget. Domstolen gjorde i stället bedömningen att börskursen i de allra flesta fall borde kunna godtas som en korrekt värdemätare. Domstolen slog fast att det är aktiernas verkliga

värde som ska ersättas och uttalade därefter följande.

”Med verkliga värdet förstås att värderingen skall grundas på marknadspriset om aktien är noterad på börs eller föremål för liknande notering och i annat fall på bolagets förmögenhetsställning och avkastningsförmåga. Om lösenbeloppet skall grundas på börskursen eller liknande notering måste emellertid kursens värde som måttstock prövas. Det innebär inte att hela målbolaget alltid måste värderas. Ofta kan det räcka med att konstatera att den aktuella kursen nära överensstämmer med det pris moderbolaget har betalat för sina aktier i målbolaget på grund av ett offentligt uppköps-erbjudande eller i anslutning till ett sådant erbjudande.”

Aktiebolagskommittén (”Kommittén”) fann i betänkandet Aktiebolagets kapital (SOU 1997:22) inte skäl att frångå den ståndpunkt som Högsta domstolen hade intagit i Balken II-målet när det gällde metoderna för hur minoritetsaktier ska värderas i en tvångsinlösensituation. Kommittén föreslog därmed att aktiens värde som utgångspunkt skulle motsvara marknadspriset om aktien var noterad på en börs eller på annat sätt föremål för marknadsmässig handel med regelbundna noteringar och i annat fall grundas på det pris som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. Enligt Kommitténs förslag skulle det vara möjligt att frångå börskursen, om det fanns särskilda skäl. Av övervägandena framgår att principen om att börsnoterade aktier skulle värderas till sitt marknadspris inte kunde upprätthållas undantagslöst, utan att börskursens värde som måttstock måste prövas i varje fall. För att lösenbeloppet för noterade aktier skulle få bestämmas till ett annat värde än börskursen skulle det alltså krävas att det fanns särskilda skäl. Kommittén lämnade följande exempel på när särskilda skäl skulle anses föreligga

- att kursen manipulerats genom brottsliga förfaranden,
- att kursen påverkats av vilseledande information,
- att aktien var föremål för så ringa handel att den noterade kursen inte kunde anses utgöra ett riktigt mått på aktiens värde.¹

¹ SOU 1997:22 s. 23 f.

Kommittén övervägde om det trots införandet av Börskursregeln fanns behov av en särskild värderingsregel för erbjudandesituationer (dvs. motsvarande Särregeln). Kommittén konstaterade att börskursen under den tid som ett offentligt uppköps-erbjudande gäller regelmässig sammanfaller med det erbjudna priset på aktierna. Mot den bakgrunden kunde det hävdas att det inte fanns något behov av en särregel för den situationen. Kommittén bedömde dock att det framstod som lämpligare med en särskild värderingsregel för erbjudandesituationer ”[ä]ven om majoritetsägaren har möjlighet att genom ett snabbt påkallande av inlösen åstadkomma att det erbjudna priset också blir inlösenpris”. Vidare uttalade Kommittén följande.

”Det kan naturligtvis förekomma fall, där ett uppköpserbjudande godtas av ägare till ett stort antal aktier men inte till så många att budgivaren uppnår nio tiondelsgränsen. I dessa fall kommer – för noterade bolag – den noterade kursen på påkallandedagen att utgöra inlösenkurs. Har budet lett till att handeln i aktien är så begränsad att den noterade kursen inte kan anses representativ för aktiens verkliga värde utgör det, som ovan nämnts, ett särskilt skäl att gå i från den noterade kursen vid värderingen.”²

I propositionen till den nu gällande bestämmelsen i 22 kap. 2 § andra stycket ABL motiverades införandet av generella lagregler om hur lösenbeloppet skulle fastställas med att inlösen hade sådana likheter med expropriativa förfoganden att det fanns skäl att med utgångspunkt i bestämmelsen i nuvarande 2 kap. 15 § regeringsformen bestämma ersättningen enligt grunder som anges i lag. Lagregleringen motiverades dessutom av att det även efter Högsta domstolens avgörande i Balken II-målet hade förts en debatt om hur lösenbeloppet borde bestämmas och att ett förtydligande i lagtext kunde bidra till att minska spekulationen i aktier inför och under ett inlösenförfarande. Det framhölls att reglerna borde syfta till att säkerställa att minoritetsaktieägarens förmögenhetsställning efter inlösenförfarandet är detsamma som om inlösen inte hade ägt rum, vilket innebar att aktiernas marknadsvärde skulle utgöra utgångspunkten vid fastställandet av lösenbeloppet. Goda skäl ansågs tala för en sådan ordning, i enlighet med den slutsats Högsta domstolen kommit till i Balken II-målet (se

² SOU 1997:22 s. 284.

prop. 2004/05:85 s. 449). Vidare gjordes följande uttalanden.

Särskilt när det gäller aktier som är föremål för omfattande och regelbunden börshandel framstår det som lämpligt att tillmäta aktiernas marknadsvärde avgörande betydelse när lösenbeloppet bestäms. Visserligen kan det, såsom flera remissinstanser påtalat, förekomma fall då en värdering enligt börskursen kan leda till ett otillfredsställande resultat. Enligt vår uppfattning finns det emellertid inte fog för att hävda att denna kurs generellt skulle vara en olämplig värdemätare. Det måste i stället antas att den kurs som betalas för aktierna på en fungerande aktiemarknad under normala förhållanden representerar aktiernas verkliga värde i innehavarens hand. Det är ju det värdet som aktieägaren skulle ha haft möjlighet att vid en viss given värderingstidpunkt tillgodogöra sig om frågan om inlösen inte hade aktualiserats. Det förhållandet att det [...] kan finnas övervärden i bolaget som inte återspeglas i börskursen är i det sammanhanget av mindre betydelse. Ett sådant övervärde kan, såsom Högsta domstolen har uttalat i Balkendomen, komma aktieägarna till godo endast i samband med bolagets upplösning och är följaktligen som regel inte åtkomligt för en minoritetsaktieägare. Till det sagda kommer att en regel om att lösenbeloppet skall fastställas efter aktiernas marknadsvärde är betydligt enklare att tillämpa och leder till en bättre förutsebarhet än en regel som bygger på en mer teoretiskt orienterad värderingsmodell.³

När det gällde frågan om under vilka omständigheter börskursen skulle frångås framhölls i propositionen att det var angeläget att kopplingen till marknadsvärdet inte blev alltför kategoriskt och att regleringen därför borde medge viss flexibilitet. De problem som vissa remissinstanser framhållit med att tillämpa börskursen i de fall majoritetsägaren, medvetet eller omedvetet, orsakat en kursnedgång inför påkallandet av inlösen, ansågs dock som utgångspunkt kunna hanteras genom valet av värderingstidpunkt. Börskursen bedömdes dock kunna vara en olämplig måttstock även i andra situationer än de som Kommittén hade haft för ögonen.⁴

I anslutning till detta uttalades följande.

³ Prop. 2004/05:85 s. 449.

⁴ A.prop. s. 450 f.

Det kan förekomma att börskursen har sjunkit till följd av majoritetsaktieägarens agerande utan att det har förekommit något otillbörligt agerande eller något vilseledande. Så kan vara fallet t.ex. när börskursen är en direkt följd av det belopp som majoritetsaktieägaren har erbjudit för aktierna vid ett offentligt uppköpserbjudande som har föregått inlösenförfarandet. Om ett sådant erbjudande inte har accepterats av tillräckligt många aktieägare för att särregeln skall vara tillämplig [...], kan det inge betänkligheter att lägga börskursen till grund för lösenbeloppets bestämmande. En sådan ordning skulle i praktiken kunna leda till att särregeln ges ett vidare tillämpningsområde än vad som är önskvärt och att en anbudsgivare vid ett offentligt uppköpserbjudande väljer att lägga sitt bud på en lägre nivå än vad han eller hon annars skulle ha gjort. En alltför kategorisk koppling till börskursen kan i vissa fall också leda till ett slags cirkeleffekt där börskursen speglar marknadens förväntningar om vilket lösenbelopp som skiljenämnden eller domstolen – på grundval av aktiens börskurs – kommer att fastställa. Det är mot denna bakgrund angeläget att den skiljenämnd eller domstol som har att pröva en lösenfråga i det enskilda fallet noga överväger om det finns omständigheter som innebär att börskursen inte är en lämplig måttstock på aktiens värde. För att huvudregeln inte helt skall förlora sin innebörd bör börskursen emellertid inte kunna frångås utan vidare. Det bör krävas att det är fråga om en situation som skiljer sig från normalfallet. En sådan regel kan lämpligen formuleras på det sätt som kommittén har föreslagit, nämligen att lösenbeloppet för noterade aktier skall motsvara det noterade värdet, om inte särskilda skäl föranleder något annat. Frågan om vad som närmare bör krävas för att huvudregeln skall frångås och vilka värderingsmetoder som i sådana fall skall tillämpas bör överlämnas till rättstillämpningen. Vi avser att följa rättsutvecklingen på området.

Här bör tilläggas att det kan finnas situationer då börskursen just på påkallandedagen framstår som en olämplig värdemätare. Så kan vara fallet t.ex. om börskursen vid den tidpunkten kraftigt avviker från den aktiens ”normala” kurs. Som vi redan har varit inne på bör det i dessa fall vara möjligt att välja en annan värderingstidpunkt än påkallandedagen. Härigenom skapas ytterligare flexibilitet i regelsystemet.⁵

⁵ A.prop. s. 451.

5.1.2 Närmare om Börskursregeln

Av lagtexten och förarbetena anser tingsrätten att följande kan utläsas. Börskursregeln anger utgångspunkten för hur lösenbeloppet för noterade aktier ska fastställas. Regeln bygger på tanken att börskursen normalt sett motsvarar aktiens värde och att en värdering enligt denna regel således i normalfallet säkerställer att minoritetsaktieägarens förmögenhetsställning efter inlösenförfarandet är detsamma som om inlösen inte hade ägt rum. Om det föreligger särskilda skäl att frångå Börskursregeln ska lösenbeloppet i stället bestämmas genom en friare värdering, dvs. med beaktande även av andra faktorer än börskursen, så att lösenbeloppet motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden (enligt 22 kap. 2 § andra stycket första meningen ABL).

Börskursen anses som utgångspunkt utgöra en korrekt återspeglning av aktiens verkliga värde, dvs. det pris minoritetsaktieägarna hade kunnat få för aktien vid en frivillig försäljning vid värderingstidpunkten om tvångsinlösen inte hade ägt rum. Detta gäller särskilt om det förekommit en omfattande och regelbunden handel i aktien.

Lagstiftaren har bedömt att börskursen normalt sett är ett bättre och mer tillförlitligt mått på aktiers värde än teoretiskt orienterade värderingar. Teoretiska värderingar bygger nämligen med nödvändighet på antaganden och är i den meningen subjektiva, vilket innebär att resultatet av sådana värderingar kan variera beroende på den modell som används och på de antaganden som läggs till grund för värderingen. I regel medför en tillämpning av Börskursregeln därmed en större förutsebarhet än en friare värdering enligt 22 kap. 2 § andra stycket första meningen ABL, vilket har ansetts motivera valet av Börskursregeln som den primära metoden för att bestämma inlösenbeloppet för noterade aktier.

Genom införandet av Börskursregeln får lagstiftaren anses ha godtagit Högsta domstolens utgångspunkt i Balken II-målet att det är aktiernas marknadsvärde i minoritetsaktieägarens hand som ska ersättas och att det i sammanhanget är av mindre betydelse att det kan finnas övervärden i bolaget som inte återspeglas i börskursen.

Lagstiftaren har således, med beaktande av att tvångsinlösen innebär ett ofrivilligt ingrepp i äganderätten, landat i att börskursen på påkallandedagen som utgångspunkt motsvarar det lösenpris som minoritetsaktieägare i noterade bolag ska tillerkännas.⁶

I förarbetena till Börskursregeln ges vissa exempel på situationer där särskilda skäl att frångå Börskursregeln kan föreligga. Av propositionen framgår att särskilda skäl kan föreligga i fler situationer än de som Kommittén hade haft för ögonen och att de exempel som anges i propositionen inte är uttömmande.

FWC har argumenterat för att tingsrätten, vid prövningen av om börskursen är en tillförlitlig måttstock på Hembla-aktiernas värde, ska utgå från ett hypotetiskt scenario där det bortses från expropriationsföretaget, dvs. från att aktierna skulle tvångsinlösas eller från att marknaden prissatte aktien med beaktande av sannolikhet för detta. FWC har i sammanhanget hänvisat till följande förarbetsuttalanden [FWC:s understrykningar].

”[r]eglerna, i enlighet med vad som gäller inom expropriationsrätten [...], bör syfta till att säkerställa att minoritetsaktieägarnas förmögenhetsställning efter inlösenförfarandet är densamma som om inlösen inte hade ägt rum”⁷ och ”Det måste i stället antas att den kurs som betalas för aktierna på en fungerande aktiemarknad under normala förhållanden representerar aktiernas verkliga värde i innehavarens hand. Det är ju det värde som aktieägaren skulle ha haft möjlighet att vid en viss given värderingstidpunkt tillgodogöra sig om frågan om inlösen inte hade aktualiserats.”⁸

Tingsrätten konstaterar att det inom ramen för bedömningen av om det finns särskilda skäl att frångå Börskursregeln ska prövas om börskursen är tillförlitlig som måttstock på aktiens värde eller inte. I lagens förarbeten finns inte några uttalanden som ger stöd för att prövningen ska utgå från ett hypotetiskt scenario där det bortses från expropriationsföretaget. De förarbetsuttalanden som FWC har hänvisat till måste i

⁶ Se a.prop. s. 448 f.

⁷ A.prop. s. 449.

⁸ A.prop. s. 450.

stället läsas i sitt sammanhang. Enligt tingsrätten framgår då att uttalandena utgör ett led i lagstiftarens bedömning att Börskursregeln anger en lämplig metod för att fastställa lösenbeloppet för noterade aktier, dvs. att börskursen i regel motsvarar det pris som aktien hade kunnat säljas för om inlösen inte hade aktualiserats/ägt rum. Uttalandena ger däremot inte stöd för att prövningen av om Börskursregeln ska frångås, dvs. prövningen av om börskursen är en tillförlitlig måttstock på aktiernas värde, ska utgå från den rent hypotetiska situationen att ett uppköpserbudande inte har lämnats och att tvångsinlösen inte har aktualiserats. Det utesluter dock inte att ett sådant hypotetiskt scenario kan ge besked om i vilken mån ett uppköpserbudande har inverkat på börskursen, något som vid sidan av övriga omständigheter kan tillmätas betydelse vid den helhetsbedömning som ska göras för att bedöma om det finns särskilda skäl som motiverar att lösenbeloppet inte ska motsvara det noterade värdet på aktien.

Tingsrätten ansluter sig för övrigt till skiljenämndens ställningstagande att bedömningen av om det finns särskilda skäl att frångå Börskursregeln måste ske med utgångspunkt i de faktiska omständigheterna sådana som de var på Påkallandedagen.

FWC har även argumenterat för att Börskursregeln inte utgör någon stark presumtion och för att det alltså krävs ganska lite för att det ska anses föreligga särskilda skäl att frångå den. Tingsrätten konstaterar att det i varje enskilt fall måste övervägas noga om det finns omständigheter som innebär att börskursen inte är en tillförlitlig måttstock på aktiens värde. Samtidigt måste beaktas att Börskursregeln i princip inte bör kunna frångås med mindre än att situationen avviker från normalfallet på ett sätt och i en omfattning som medför att börskursen – t.ex. på grund av att prissättningen inte har fungerat på ett effektivt sätt – inte kan anses spegla det värde som aktien egentligen har.⁹ I det sammanhanget ska beaktas att Börskursregeln i och för sig kan tillämpas även i fall där inlösenförfarandet har föregåtts av ett offentligt uppköpserbudande.¹⁰

⁹ A.prop. s. 451 och skiljedomen p. 416.

¹⁰ A.prop. s. 447 och 451.

Särregeln (22 kap. 2 § fjärde stycket ABL) är tillämplig under de förutsättningar som följer av bestämmelsen. När Särregeln är tillämplig tillämpas inte Börskursregeln. Börskursregeln tillämpas dock om tvångsinlösen har påkallats efter ett offentligt uppköpserbjudande som inte har accepterats av aktieägare i sådan utsträckning att Särregeln är tillämplig. Det förhållande att anslutningsgraden inte är tillräcklig för att Särregeln ska tillämpas medför inte i sig att det föreligger särskilda skäl att frånga Börskursregeln. Även för dessa fall har lagstiftaren nämligen förutsatt att den noterade kursen ska ligga till grund för lösenbeloppets bestämmande, om det inte föreligger särskilda skäl. Det är en annan sak att det i sådana fall, enligt vad som uttalades i propositionen, kan inge betänkligheter att lägga börskursen till grund för lösenbeloppets bestämmande i de fall kursen påverkats till nackdel för minoritetsaktieägarna och att domstolen förutsätts noga överväga om börskursregeln ska tillämpas. Ytterst får detta förhållande således beaktas vid den bedömning som ska göras av om börskursen i det enskilda fallet inte är en tillförlitlig måttstock på aktiens värde.

I de fall omständigheterna talar emot att börskursen just på påkallandedagen är en tillförlitlig måttstock på aktiens värde, medan det däremot står klart att börskursen vid en tidigarelagd värderingstidpunkt skulle vara tillförlitlig, bör som utgångspunkt inte särskilda skäl att frånga Börskursregeln som värderingsmetod anses föreligga.

5.2 Vissa faktiska förhållanden

Flera av de omständigheter som FWC grundar sin talan på är ostridiga mellan parterna. I detta avsnitt behandlar tingsrätten det som har kommit fram om vissa centrala förhållanden och om betydelsen av dessa.

5.2.1 Börskursen och handeln i Hembla-aktien

Det är i målet utrett att börskursen i Hembla-aktien under perioden den 2 september 2019 – den 20 september 2019 varierade mellan 191,60 kr och 197 kr. Börskursen den 20 september 2019 var 192,80 kr och efter offentliggörandet av Förfärdaren den

23 september 2019 gick kursen upp till 215 kr. Som framgått av den inledande redogörelsen är det ostridigt mellan parterna att börskursen från den 23 september 2019 höll sig kring priset 215 kr, med små fluktuationer, fram till den 18 december 2019, dvs. Påkallandedagen.

Under perioden från den 23 september 2019 fram till att Erbjudandet offentliggjordes den 7 november 2019 varierade börskursen i Hembla-aktien mellan 215 kr och 217 kr. Den 7 november 2019 var börskursen 215 kr. Under perioden från den 8 november 2019 fram till Påkallandedagen varierade börskursen mellan 214,50 kr och 217 kr. Den 10 december 2019, då det offentliggjordes att Vonovia avsåg att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier i Hembla och verka för en avnotering, var börskursen 215,50 kr. Från den 11 december 2019 och fram till Påkallandedagen var börskursen samtliga dagar 215 kr.

Parterna har gett uttryck för att börskursen ”parkerade” vid budpriset. Parterna delar även uppfattningen att det förhållandet att det noterade värdet parkerar vid priset i ett offentligt uppköpserbjudande är normalt förekommande vid en uppköpsituation.

Av utredningen har även framkommit att information om att en aktie är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande typiskt sett har en mycket stor påverkan på börskursen och att börskursen anpassar sig till ett budpris som överstiger börskursen. Informationen om ett offentligt uppköpserbjudande kan således sägas vara av dominant betydelse för en akties börskurs, vilket flera av FWC:s sakkunniga har lyft fram. I målet är även utrett att börskursen i Hembla-aktien på Påkallandedagen hade anpassat sig till priset i Erbjudandet och Föraffären. Börskursen i Hembla-aktien på Påkallandedagen kan därmed enligt tingsrätten i och för sig ses som ett resultat av det mellan Blackstone och Vonovia överenskomna priset i Föraffären och av det pris HomeStar därefter erbjöd genom Erbjudandet. Tingsrätten anser dock inte att det kan slås fast att börskursen sedan Erbjudandet lämnades var helt frikopplad från företagsspecifik och marknadsrelaterad information. Ett sådant ställningstagande skulle enligt tingsrätten innebära att marknaden bedömts vara förhindrad att ta till sig och reagera även om det

skulle ha framkommit information vid sidan av Erbjudandet som hade haft stor betydelse för aktiens värde under erbjudandetiden.

Det som har kommit fram talar dock inte med någon nämnvärd styrka för att marknaden under perioden den 23 september – 18 december 2019 var förhindrad, eller praktiskt sett oförmögen, att beakta företagsspecifik information (vid sidan om Erbjudandet) och/eller marknadsrelaterad information som utan tvivel var av betydelse för börskursen i Hembla utifrån den rådande situationen. I stället har såväl professor Hagströmer som professor Giamouridis varit inne på att marknaden i detta fall kunde ta till sig av även annan information. Även professor Talley har gjort gällande att marknaden kalkylerade in samtliga tänkbara sannolikheter. En annan sak enligt tingsrätten är att det inte framkommit att det fanns någon sådan relevant information, som borde ha påverkat kursen i höjande eller sänkande riktning från det att Erbjudandet lämnades och till och med Påkallandedagen.

Av intresse i sammanhanget är bedömningen av vad FWC anfört om att Hembla efter Erbjudandet tappade korrelationen med systematisk information. Tingsrätten övergår därför till att bedöma vad som framgår av utredningen när det gäller prisutvecklingen i Hembla-aktien.

5.2.2 Prisutvecklingen i Hembla jämfört med index och andra bolag

Vid en jämförelse med de två index (OMX Stockholm Real Estate Index respektive Carnegie Fastighetsindex) som sakkunniga på båda sidorna har hänfört sig till framgår att betavärdet för Hembla-aktien före uppköpserbjudandet var 0,45 i förhållande till OMX Stockholm Real Estate Index och 0,42 i förhållande till Carnegie Real Estate Index.¹¹ Vidare har av utredningen framgått att börskursen i andra svenska fastighetsbolags aktier rörde sig uppåt från den 23 september 2019 till Påkallandedagen den 18 december 2019.

¹¹ Se professor Hagströmers utlåtande i aktbilaga 39, p. 3.5.5.

Dessutom framgår att Carnegies fastighetsindex under perioden den 23 september 2019 – 18 december 2019 steg med 11,3 procent och att OMX Real Estate Index steg med 12,5 procent.¹² Dessa branschprisindex hade således en positiv utveckling i tiden efter Föraffären. Hemblas betavärden i förhållande till dessa index talar för att aktien under perioden borde ha rört sig i samma riktning. Samtidigt var betavärdet förhållandevis lågt vilket talar för att Hembla-aktien, om den skulle ha rört sig åt samma håll som index, inte nödvändigtvis skulle ha gjort det i motsvarande omfattning.

Den systematiska information som de två nämnda fastighetsindex representerar ger enligt tingsrätten inte stöd för uppfattningen att premien om 11,5 procent under samma period var låg. Uppgången i index indikerar, vilket professor Skogsvik har framhållit (jfr aktbilaga 100 s. 4), vidare att någon negativ marknadsturbulens inte tycks ha kunnat påverka börskursen under perioden.

Det ska samtidigt noteras att graden av samvariation med index efter att Erbjudande hade lämnats var betydligt lägre (0,08) än vad den hade varit under tiden dessförinnan. Detta talar för att de omvärldsfaktorer som inverkade på värdet av index inte påverkade börskursen under erbjudandeperioden i samma utsträckning. Detta ligger i linje med slutsatsen att marknaden tillmätte förekomsten av Erbjudandet en betydelse som kunde överskugga annan information.

5.2.3 Ytterligare om handeln i Hembla-aktien

Det är ostridigt mellan parterna att handeln i aktien under denna period var likvid och att handelsvolymen inte varit så låg att det i sig utgör skäl att frånga Börskursregeln. Detta stöds även av de analyser Pangea har gjort och som HomeStar har åberopat. Tingsrätten gör i övrigt följande överväganden av vad som framkommit om den handel som skett i Hembla-aktien efter offentliggörandet av Föraffären den 23 september 2019.

¹² Se professor Skogsviks utlåtande i aktbilaga 100 s. 4.

Under perioden från offentliggörandet av Föraffären, den 23 september 2019, till Påkallandedagen omsattes 15 254 050 Hembla-aktier över börsen till en kurs närliggande 215 kr. Av dessa transaktioner medverkade HomeStar till handel avseende 6 055 112 aktier. Det innebär att drygt 9 000 000 aktier omsattes på börsen utan att HomeStar var köpare eller säljare. I den tidigare redovisade bakgrunden framgår de volymer och de tidpunkter som HomeStar härutöver förvärvade aktier i Hembla under och vid sidan av Erbjudandet under den första och den förlängda accepttiden. Som angetts där framgår att HomeStar på Påkallandedagen innehade drygt 87 miljoner aktier som motsvarade cirka 94 procent av aktierna i Hembla. Tingsrätten konstaterar att det vid tidpunkten för Erbjudandet den 7 november 2019 fanns 33 258 744 minoritetsaktier, motsvarande cirka 38 procent av det totala antalet B-aktier (33 258 744 / 86 787 317). De aktier som var föremål för tvångsinlösen uppgick till 4 057 737 aktier, varav 329 976 aktier ägdes av andra minoritetsägare än FWC och resterande cirka 3 700 000 aktier av FWC.

Totalt förvärvade HomeStar 82 487 247 Hembla-aktier, motsvarande cirka 95,4 procent av aktiekapitalet och 96,3 procent av rösterna till ett pris om 215 kr per aktie, genom Föraffären, det efterföljande Erbjudandet samt genom sidoaffärer.

Med utgångspunkt i att även FWC har förvärvat aktierna till pris omkring 215 kr, står det klart att aktier motsvarande sammanlagt 99,64 procent av det totala aktiekapitalet har handlats till priset 215 kr eller närliggande detta pris. Tingsrätten finner det vara mest sannolikt att FWC förvärvade sina aktier till ett pris närliggande 215 kr. David Schraven har lämnat uppgifter om att förvärven inleddes i oktober 2019, dvs. från en tidpunkt då aktierna handlades till priser kring 215 kr. Även de analyser som professor Jennergren gjort om att FWC mest sannolikt förvärvade aktierna sedan det stod klart att tvångsinlösen skulle ske och därmed till ett pris om cirka 215 kr ger stöd för denna slutsats.

FWC har gjort gällande att handelsvolymen inte kan tas till intäkt för att Börskursregeln är representativ för aktiens verkliga värde. Enligt FWC beror det bl.a. på att de

minoritetsaktieägare som sålde sina aktier gjorde det av andra skäl än att de bedömde att priset var skäligt. FWC har också framhållit att det vid bedömningen av handelsvolymen i aktien ska beaktas att HomeStar i princip var den enda slutliga köparen av aktierna. HomeStar har motsatt sig vad FWC anfört och bl.a. framhållit att eventuella motiv för olika aktieägare saknar betydelse för valet av värderingsmetod. Tingsrätten överväger vad parterna anfört om säljarna respektive köparna under olika två rubriker nedan.

5.2.3.1 Säljarna av Hembra-aktier

FWC har fört fram att den höga sannolikheten för tvångsinlösen och för att det slutliga lösenpriset skulle bli 215 kr innebar att minoritetsaktieägarna bedömde att det var bättre att sälja aktierna direkt och göra alternativa investeringar jämfört med att avvakta en tvångsförsäljning och ändå få samma pris i slutändan. FWC har gjort gällande att den handel som skedde i Hembra-aktien under hösten 2019 och fram till Påkallandedagen måste bedömas med denna utgångspunkt och att handelsvolymen inte kan tas till intäkt för att börskursen är tillförlitlig för att fastställa aktiens verkliga värde. FWC:s resonemang har vunnit stöd av uppgifter från bl.a. professor Edmans, professor Yilmaz, professor Giamouridis och professor Hagströmer. Även Peter Norhammars vittnesmål ger stöd för att han sålde Länsförsäkringars Fastighets-fonds innehav trots att han bedömde att priset i Erbjudandet inte motsvarade aktiens verkliga värde. FWC har även hänvisat till bevisning om att Hembra-aktien under november och december 2019 uteslöts från ett stort antal olika index, vilket enligt FWC innebar att fonder som var tvungna att följa dessa index tvingades avyttra sina Hembra-aktier.

Av utredningen har framkommit att det bland de minoritetsaktieägare som valde att sälja sina aktier eller acceptera Erbjudandet fanns institutionella investerare, t.ex. fonder. Tingsrätten konstaterar att värdepappersfonder har begränsade möjligheter att inneha onoterade aktier och att sådana fonder måste leva upp till vissa närmare likviditetskrav. Det får anses stå klart att institutionella investerare som ägde aktier i Hembra kan ha sålt sina aktier för att kunna leva upp till krav av det slaget. Enligt

tingsrättens mening saknar det dock i princip betydelse om dessa minoritetsägare valde att sälja sina aktier av skäl hänförliga till sådana förhållanden. Det var nämligen en del av de faktiska förhållanden under vilka dessa aktieägare innehade sina aktier, dvs. att de var tvungna att förhålla sig till vissa regelverk och mandat och att deras möjlighet att kvarstå som aktieägare kunde försämrats i och med HomeStars avsikt att avnotera aktien eller av förhållandet att börskursen inte hade samma korrelation till index. Detta innebär att det inte kan bortses från att även institutionella investerare sålde sina aktier till ett pris kring 215 kr.

5.2.3.2 Köparna av Hembla-aktier

Förutom enskilda aktieägare som utökade sina innehav i oktober 2019, bl.a. Länsförsäkringar Fastighetsfonder, har det framkommit att FWC vid sidan av HomeStar var köpare av aktierna under Erbjudandeperioderna, såväl under den första som den förlängda acceptperioden. Att HomeStar avsåg att förvärva samtliga aktier i Hembla kan inte anses avvika från normala förhållanden i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Det förhållandet att det i realiteten endast fanns en slutlig köpare, dvs. HomeStar, saknar enligt tingsrätten betydelse vid bedömningen av omfattningen av handeln i Hembla-aktien.

Av utredningen framgår vidare, av uppgifter som bl.a. professor Jennergren har redovisat, att FWC efter Erbjudandet förvärvade så många Hembla-aktier att Särregeln inte kunde tillämpas vid fastställandet av lösenbeloppet.

5.2.4 Cirkeleffekten

FWC har fört fram att omständigheterna varit sådana att den cirkeleffekt som nämnts i förarbetena som exempel på när det kan föreligga särskilda skäl att frångå Börskursregeln har aktualiserats. I detta avsnitt behandlas några av de omständigheter som FWC har fört fram i detta sammanhang.

5.2.4.1 Erbjudandets utformning och premien i Erbjudandet

Som redan framgått av den tidigare redogörelsen lämnade HomeStar Erbjudandet till följd av budplikt. Detta innebar att HomeStar enligt Takeover-reglerna var förhindrat att ställa upp andra fullföljandevillkor än att erforderliga myndighetstillstånd erhöles. Erbjudandet var ovillkorligt och HomeStar hade genom offentliggörandet av att budpriset inte skulle höjas åtagit sig att inte höja budet.

Erbjudandet omfattade 33 258 744 Hembra-aktier till ett pris om 215 kr kontant per aktie. Det innebar att HomeStar inte kunde höja priset i Erbjudandet med anledning av Handelsbankens värderingsutlåtande och den enhälliga rekommendationen från den oberoende budkommittén att inte acceptera Erbjudandet.

Enligt FWC var premien som Erbjudandet innebar, dvs. 11,5 procent, historiskt låg. FWC har hänvisat till undersökningar baserade på data avseende premien för andra jämförbara aktier som lämnat offentliga uppköpserbjudanden i Sverige under perioden 1999 – 2021 som enligt FWC visar att premien legat 12,8 – 17,1 procentenheter högre än den premie som lämnades i Erbjudandet avseende Hembra-aktien.

FWC:s resonemang i denna del stöds av bl.a. uppgifter från Daniel Frigell samt professor Giamouridis, som talat om att premien i Hembra understigit jämförbara premier med cirka 20–30 procentenheter. Tingsrätten konstaterar att Erbjudandet innefattade en premie i förhållande till den tidigare börskursen. Enligt tingsrättens mening kan den omständigheten att andra aktier handlats till andra premier i samband med tidigare förvärv inte tillmätas den betydelse som FWC har gjort gällande.

I sammanhanget konstaterar tingsrätten att priset om 215 kr i Erbjudandet, som motsvarade priset i Föraffären, innefattade en premie om 11,5 procent jämfört med börskursen den 20 september 2019, dvs. en ökning om drygt 22 kr per aktie. Priset 215 kr motsvarade även en premie om 15,6 procent jämfört med den volymvägda genomsnittliga betalkursen för Hembra-aktien under de tre månader som föregick

Föraffären och om 17,6 procent jämfört med den volymägda genomsnittliga betal-kursen under de sex månader som föregick Föraffären. Priset om 215 kr var också 16,6 procent högre än Hemblas EPRA NAV per aktie per den 30 september 2019 och 18,6 procent högre än Hemblas EPRA NAV per aktie den 30 juni 2019. Enligt tingsrätten kan premien även mot den bakgrunden inte anses som låg.

5.2.4.2 Sannolikheten för konkurrerande bud

FWC har gjort gällande att marknaden, med hänsyn till HomeStars stora aktieinnehav i Hembla genom Föraffären och det ovillkorliga Erbjudandet, utgick från att det inte skulle komma något konkurrerande bud som kunde höja budpriset i Erbjudandet. FWC:s uppgifter i denna del stöds av de bedömningar som gjorts av bl.a. professor Edmans, professor Hagströmer, professor Yilmaz samt professor Giamouridis. Även Aktiespararna gjorde följande uttalande som ger stöd för FWC:s uppfattning i denna fråga.

”Budet kan dessutom inte höjas och Vonovia kommer att ligga kvar oavsett hur många som accepterar, vilket gör att ett konkurrerande bud i praktiken är uteslutet”.

Flera av FWC:s sakkunniga, bl.a. professor Yilmaz, har fört fram att det hade varit mer fördelaktigt för ett konkurrerande bolag som önskat köpa Hembla att avvakta till dess att HomeStar blev ägare till 100 procent av aktierna i bolaget och då vända sig till HomeStar med ett bud i stället för att under erbjudandeperioden lägga ett konkurrerande bud, som skulle ha drivit upp priset för den konkurrerande budgivaren. Mot detta har HomeStar fört fram bl.a. att det inte fanns något som hindrade andra potentiella köpare från att lägga konkurrerade bud avseende Hembla, varken före eller efter Föraffären. HomeStar har även framhållit möjligheten som aktieägarna hade att köpa minst tio procent av aktierna i Hembla för att på så sätt blockera HomeStars möjligheter att få rätt att lösa in de återstående aktierna.

Med hänsyn till vad FWC har anfört bedömer tingsrätten att det är rimligt att utgå från

att marknaden hade tillgång till information som tydde på att det var låg sannolikhet att det skulle läggas konkurrerande bud som skulle höja budpriset. Av Takeover-reglerna följer även att det inte finns någon skyldighet att offentliggöra ett värderingsutlåtande i de fall det kommer konkurrerande bud. Mot denna bakgrund ger det förhållandet att HomeStar redan den 23 september 2019 uppgav att Handelsbanken skulle anlitas för ett värderingsutlåtande ytterligare visst stöd för att marknaden kunde utgå från att konkurrerande bud inte kunde förväntas.

Sammantaget anser tingsrätten att bedömningen i målet ska ske med utgångspunkt i att börskursen har kunnat påverkas av minoritetsaktieägarnas förväntningar på att det var mycket låg sannolikhet att det skulle komma konkurrerande högre bud.

5.2.4.3 Sannolikheten för tvångsinlösen

Enligt FWC utgick marknaden från att det var en mycket hög sannolikhet att HomeStar skulle uppnå ett sådant ägande (90 procent) att Hembla-aktien skulle tvångsinlösas. FWC har hänvisat till att marknaden redan vid annonseringen av Erbjudandet den 23 september 2019 hade fått information om att HomeStar ägde 61,19 procent av Hembla och att HomeStar avsåg att köpa samtliga aktier i bolaget och påkalla tvångsinlösen vid 90-procentigt ägande. Marknaden kände även till att Vonovia tidigare efter ett offentligt uppköpserbjudande hade påkallat tvångsinlösen i Victoria Park. Vidare offentliggjordes genom Erbjudandet att det var ovillkorligt och att HomeStar avsåg att avnotera Hembla-aktien, vilket HomeStar hade kunnat besluta om även utan 90 procents ägande. Marknaden kunde då förvänta sig att institutionella minoritetsaktieägare skulle välja att avyttra sina aktier oavsett om priset i Erbjudandet var skäligt eftersom det i regel inte är kompatibelt med deras placeringsregler och mandat att inneha aktier i onoterade bolag samt eftersom sannolikheten för ett högre pris på aktierna var låg. Marknaden kunde således bedöma att det fanns skäl för minoritetsaktieägarna att välja att avyttra aktierna innan Påkallandedagen, både med hänsyn till risken för att de skulle befinna sig i en oattraktiv minoritetsposition ("pressure-to-tender") och med hänsyn till bedömningen att det var bättre att få 215 kr

direkt jämfört med att få samma pris efter ett tvångsinlösenförfarande. Vidare framgick att HomeStar den 7 november 2019 hade förvärvat ytterligare cirka 3 procent av aktierna mellan Föraffären och Erbjudandet. Vid tidpunkten för Erbjudandet ägde således HomeStar 64,21 procent av aktierna, vilket innebar att HomeStar endast behövde förvärva 26 procent av aktierna, motsvarande cirka 72 procent av minoritetsaktieägarnas aktier, för att få rätt till tvångsinlösen. FWC:s bedömning om att marknaden bedömde att det var en hög sannolikhet för tvångsinlösen stöds av bl.a. professor Edmans, professor Hagströmer och professor Yilmaz bedömningar.

Tingsrätten konstaterar att HomeStar inte har ifrågasatt att marknaden en tid innan Påkallandedagen kunde bedöma att det fanns en hög sannolikhet att HomeStar skulle påkalla tvångsinlösen. I sammanhanget har HomeStar hänvisat till att detta berodde på att det pris som gavs genom Erbjudandet innebar en hög premie i förhållande till börskursen och att marknaden kunde bedöma att premien var tillräcklig för att Erbjudandet skulle accepteras av tillräckligt många aktieägare för att HomeStar skulle ges rätt till tvångsinlösen.

Det är utrett att marknaden den 10 december 2019 fick information om att HomeStar hade förvärvat så många Hembla-aktier, motsvarande 94,1 procent av aktiekapitalet, att HomeStar hade rätt att tvångsinlösa de återstående aktierna. Det står således klart att marknaden från den tidpunkten kunde utgå från att tvångsinlösen skulle ske.

Tingsrätten finner att det för tiden dessförinnan inte går att dra lika säkra slutsatser om hur marknaden bedömde sannolikheten för att Erbjudandet skulle vara framgångsrikt och medföra rätt till tvångsinlösen för HomeStar.

Vid en sammantagen bedömning finner tingsrätten att utredningen ger stöd för slutsatsen att marknaden bedömde att sannolikheten för att HomeStar skulle förvärva tillräckligt många aktier för att kunna påkalla tvångsinlösen var hög redan en tid innan den 10 december 2019, då det stod klart att HomeStar uppnått en tillräcklig ägarandel. Redan det förhållandet att HomeStar efter Föraffären den 23 september 2019 innehade mer än 61 procent av aktierna och att budpriset i kommande uppköpserbjudande skulle

vara 215 kr talar för att det är rimligt att utgå från att marknaden den 23 september 2019 bedömde att det var mycket sannolikt att HomeStar skulle förvärva ytterligare minst 29 procent av aktierna. Det framgår vidare att sannolikheten för tvångsinlösen ökade från den 23 september 2019 till den 7 november 2019 – då Föraffären godkändes, Erbjudandet offentliggjordes och HomeStar förvärvat ytterligare aktier – och därefter ökade ytterligare under perioden från den 9 november till den 10 december 2019.

5.3 Bedömning av om det föreligger särskilda skäl

Tingsrätten övergår nu till att pröva om det föreligger särskilda skäl att frånga Börskursregeln utifrån vad FWC har gjort gällande. Bedömningen görs med utgångspunkt i vad som framgått av den tidigare redogörelsen när det gäller de rättsliga utgångspunkterna och vad som utretts om de faktiska förhållanden som föregick påkallandet av inlösen av Hembla-aktierna.

Enligt tingsrätten ska frågan om det föreligger särskilda skäl att frånga Börskursregeln bedömas med utgångspunkt i om handeln och övriga omständigheter under perioden den 23 september – 18 december 2019 avvek från normala förhållanden på så sätt att börskursen för Hembla-aktien på Påkallandedagen inte kan anses utgöra en tillförlitlig måttstock på aktiens värde.

Inledningsvis bedömer tingsrätten vilka omständigheter som talar för att börskursen på Påkallandedagen var ett tillförlitligt mått på Hembla-aktiens värde vid den tidpunkten. Därefter tar tingsrätten ställning till om det som FWC har anfört medför att det föreligger särskilda skäl att frånga Börskursregeln.

5.3.1 Omständigheter som talar för att börskursen är tillförlitlig

Det är ostridigt i målet att börskursen den 20 september 2019 och dessförinnan inte var påverkad av HomeStars agerande. FWC har inte heller påstått att aktien var föremål

för så ringa handel att den noterade kursen av det skälet inte kunde anses utgöra ett tillförlitligt mått på aktiens värde.

Det framgår av utredningen, främst Pangeas analys, att det fanns en fungerande handel i Hembla-aktien under tiden från att Föreffären offentliggjordes den 23 september 2023 och fram till Påkallandedagen den 18 december 2019. Tingsrätten gör även bedömningen att handeln har varit regelbunden och omfattande. Detta ska ses i ljuset av att uttalandet i förarbetena att det, särskilt när det gäller aktier som är föremål för omfattande och regelbunden börshandel, framstår som lämpligt att tillmäta aktiernas marknadsvärde avgörande betydelse när lösenbeloppet bestäms.¹³ Den omfattning i och regelbundenhet med vilken aktien handlades på börserna talar alltså för att börskursen på Påkallandedagen ska anses vara ett tillförlitligt mått på aktiens värde.

Det står vidare klart att marknaden har varit likvid och effektiv samt att den har kunnat ta till sig av information som haft betydelse för att bedöma värdet av aktierna i Hembla. Det ska vidare beaktas att det inte har förekommit något brottsligt eller otillbörligt agerande från HomeStar och att HomeStar inte har lämnat några vilseledande uppgifter eller på annat sätt brutit i informationsgivningen. HomeStar har inte heller överträtt några regelverk som haft betydelse för börskursen.

Till detta ska läggas att börskursen på Påkallandedagen överensstämde med det pris som HomeStar hade betalat för sina aktier i Hembla i Föreffären samt under och vid sidan av Erbjudandet. Även detta är en indikation på att börskursens på Påkallandedagen är en lämplig måttstock på aktiens värde.¹⁴

Genom accepter och sidoaffärer förvärvade HomeStar sammanlagt cirka 87 procent av aktierna för 215 kr. Medräknat Föreffären förvärvade HomeStar sammanlagt 95,36 procent av aktierna till priset 215 kr. Bland de minoritetsaktieägare som valde att sälja sina aktier under den aktuella perioden fanns professionella investerare, som

¹³ A.prop. s. 449 f.

¹⁴ Se Balken II och hänvisning till citat i rättsfallet i a.prop. s. 447.

förväntas kunna fatta välgrundade beslut att sälja aktierna. Aktiespararna uttalade att aktieägarna borde acceptera Erbjudandet.

Till detta kommer att budpriset om 215 kr innefattade en premie om 11,5 procent i förhållande till börskursen den 20 september 2019.

Frågan om särskilda skäl föreligger att frånga Börskursregeln måste bedömas mot bakgrund av detta.

5.3.2 Föraffärens betydelse

I målet är utrett att HomeStar genom Föraffären förvärvade mer än 61 procent av Hembla-aktierna till priset 215 kr, som bestämdes efter förhandlingar mellan Blackstone och HomeStar. FWC:s argumentation bygger på att priset i Föraffären var för lågt i förhållande till marknadsvärdet av Blackstones aktieinnehav i Hembla. FWC har gjort gällande att Blackstones försäljning var snabb och forcerad och att priset 215 kr per aktie inte var marknadsmässigt, utan att Blackstone sålde sitt aktieinnehav i Hembla till underpris som inte motsvarade aktiens verkliga fundamentala värde. FWC har även framhållit att försäljningsprocessen som ledde fram till försäljningen var sådan att den inte säkerställde att köpesumman motsvarade aktiernas marknadsmässiga värde.

Det har inte framkommit att priset i Föraffären marknadstestats genom en försäljnings- eller auktionsprocess, där olika presumtiva köpare har kontaktats. Det är ostridigt att priset om 215 kr var det pris som Vonovia och Blackstone kom överens om efter förhandlingar och att priset därmed bestämdes av dessa två parter.

När det gäller vad FWC gjort gällande om att Blackstones försäljning var snabb och forcerad eftersom innehavsperioden var drygt tre år och motiverad av hänsynstaganden som inte varit relaterade till Hembla eller Hembla-aktiens värde gör tingsrätten följande överväganden.

FWC har i och för sig lagt fram viss bevisning om att innehavstiden var ovanligt kort jämfört med Blackstones investeringsperspektiv och investeringar i andra bolag där Blackstone var majoritetsägare. Vid bedömningen av innehavstiden bör dock även beaktas att innehavet i Hembla skedde genom private equity-fonder som kan ha haft en kortare investeringshorisont.¹⁵ FWC har även lagt fram skriftlig bevisning som ger stöd för att Blackstone var utsatt för negativ publicitet i media med anledning av kritik från bl.a. FN-rapportörer mot att det i Hembla skedde renoveringar av hyreslägenheter med efterföljande hyreshöjningar och vräkningar av hyresgäster. FWC har även framhållit att det var Blackstone som kontaktade Vonovia i syfte att sälja innehavet i Hembla. Enligt tingsrätten talar bevisningen dock inte med någon särskild styrka för att den negativa publiceringen hade sådan effekt på Blackstones övriga verksamhet att Blackstone accepterade en snabb försäljning av Hembla-aktierna till ett pris som understeg vad Blackstone skulle ha accepterat om den negativa publiceringen inte hade förelegat, även om det inte kan uteslutas att publiceringen påverkade Blackstones vilja att sälja sina Hembla-aktier. Det förhållandet att priset i Föraffären innefattade en premie på 11,5 procent i förhållande till börskursen den 20 september 2019 och att Blackstone bedömdes ha gjort en vinst på 6 miljarder kr på investeringen i Hembla talar emot en sådan slutsats.

Däremot konstaterar tingsrätten att det saknas anledning att ifrågasätta FWC:s uppgifter, som underbyggts av Daniel Frigell,¹⁶ om att det är förenat med uppenbara svårigheter för en majoritetsägare att sälja samtliga sina aktier över börsen utan prispåverkan på börskursen i sänkande riktning. Hur stor prispåverkan blir varierar naturligtvis beroende på olika faktorer, bl.a. under hur lång tidsperiod som försäljningen av volymen sker. Enligt tingsrätten finns det dock skäl att utgå från att Blackstone mot denna bakgrund bedömt sig ha affärsmässiga skäl att sälja hela sitt innehav vid sidan av börsen till en köpare. Mindre klart är om detta innebär att Blackstone därmed gått med på en försäljning med någon rabatt. Det är inte heller alldeles klart på vilket sätt en sådan rabatt skulle ha missgynnade minoritetsaktieägarna

¹⁵ Jfr professor Jennergrens uppgifter i aktbilaga 103, avsnitt 1.

¹⁶ Jfr Daniel Frigells utlåtande i aktbilaga 4, s. 22.

och negativt påverkat börskursen jämfört med alternativa sätt för Blackstone att sälja aktierna, t.ex. till någon annan än Vonovia, eller för Vonovia att förvärva Blackstones aktier, t.ex. genom att Vonovia och Blackstone hade kommit överens om att förvärvet skulle ske inom ramen för Erbjudandet och Blackstone hade åtagit sig att acceptera Erbjudandet till priset 215 kr.

Sammantaget ansluter sig tingsrätten till skiljenämndens bedömning att Blackstones försäljning av Hembla-aktierna var frivillig. Utredningen i målet talar inte med någon nämnvärd styrka för att den föranleddes av skäl som tvingade Blackstone att sälja till ett pris som understeg aktiernas värde. Det bör framhållas att tingsrätten anser att utredningen i målet inte ger tillräckligt stöd för att dra några slutsatser om vilka närmare överväganden Blackstone gjorde i samband med försäljningen. Det går därmed enligt tingsrätten inte att slå fast att Blackstone bedömde köpeskillingen som attraktiv, i vart fall inte i vidare bemärkelse än att det står klart att Blackstone gick med på en försäljning till överenskommet pris.

Vidare delar tingsrätten skiljenämndens bedömning att Föraffären i princip saknar betydelse för prövningen av om det ska anses föreligga särskilda skäl att inte tillämpa Börskursregeln på Påkallandedagen. Som Skiljenämnden har framhållit kan situationen inte bedömas annorlunda än om HomeStar direkt hade valt att lämna Erbjudandet med priset 215 kr, dvs. ett pris som HomeStar ensamt skulle ha bestämt. Villkoren för Föraffären kan därmed inte ges någon särskild betydelse för bedömningen av om börskursen på Påkallandedagen är en bra måttstock på Hembla-aktiens värde. I detta ligger att det i princip saknar betydelse vilka närmare överväganden som Blackstone och HomeStar gjorde inför försäljningen. Vid den bedömningen beaktar tingsrätten att Föraffären var ett led i HomeStars ambition att förvärva samtliga aktier i Hembla och att priset i Föraffären därmed skulle vara det samma som i det offentliga uppköpserbjudandet som HomeStar till följd av Föraffären skulle bli skyldigt att lämna till Hemblas övriga aktieägare. Det saknas skäl att ifrågasätta att HomeStar bestämde priset i Föraffären med hänsyn till att priset skulle inkludera en premie i förhållande till börskursen som var stor nog för att tillräckligt

många aktieägare skulle acceptera priset inom eller utom ramen för Erbjudandet.

Att Börskursen på Påkallandedagen var ett resultat av Föraffären, dvs. en överenskommelse mellan Blackstone och HomeStar, och vad FWC i övrigt anfört i punkterna 4–5 i sina grunder talar således inte med någon nämnvärd styrka för att det finns särskilda skäl att frånga Börskursregeln.

5.3.3 Erbjudandets och Särregelns betydelse

En del av FWC:s resonemang bygger på att börskursen efter det att ett offentligt uppköpserbjudande har lämnats inte längre fungerar normalt och att det därför finns anledning att vara försiktig med att tillämpa Börskursregeln i situationer då ett uppköpserbjudande inte har antagits av så många aktieägare att Särregeln blir tillämplig. I stället för att återspegla marknadens förväntningar på ett bolags framtida avkastning och andra marknadsfaktorer som under normala förhållanden har betydelse för aktiens värde anpassar sig börskursen till budpriset. Uppköpserbjudandet får enligt FWC en framträdande betydelse och kan överskugga annan information.

Som framhållits tidigare har parterna utgått från att börskursen i en budsituation normalt, om budet överstiger börskursen, anpassar sig till budnivån under erbjudandeperioden. Den effekten nämns i lagmotiven och har alltså förutsetts.¹⁷

FWC har vidare argumenterat för att kravet på att särskilda skäl ska vara en från normalfallet avvikande situation, inte behöver innebära att situationen skiljer sig från vad som är normalt när ett tvångsinlösen föregåtts av ett uppköpserbjudande. FWC har fört fram att det förhållandet att börskursen anpassar sig till och parkerar vid budpriset i sig kan medföra att börskursen inte längre är en tillförlitlig måttstock på aktiens verkliga värde och att särskilda skäl att inte tillämpa Börskursregeln därmed föreligger.

¹⁷ Svante Johansson, aktbilaga 306 s, 5, Gustaf Sjöberg aktbilaga 125 s 2 f, Johan Munck aktbilaga 242, s. 1 och SOU 1997:22 s 283.

Tingsrätten konstaterar att det inte är ovanligt att tvångsinlösen sker efter ett offentligt uppköpserbjudande.¹⁸ Som tingsrätten tidigare har framhållit har lagstiftaren varit medveten om detta och ändå angett att lösenbeloppet för noterade aktier som utgångspunkt ska motsvara det noterade värdet, även i de fall där Särregeln inte är tillämplig. Enligt tingsrätten finns det därmed inte rent generellt skäl att frånga Börskursregeln när en tvångsinlösen föregås av ett offentligt erbjudande samtidigt som Särregeln inte är tillämplig.

Mot denna bakgrund finns det enligt tingsrättens mening inte särskilda skäl att frånga Börskursregeln redan med stöd av att följande förhållanden kan konstateras

- 1) att tvångsinlösen föregicks av ett offentligt uppköpserbjudande,
- 2) att börskursen på Påkallandedagen motsvarade budpriset i Erbjudandet, och
- 3) att Särregeln inte är tillämplig.

Dessa omständigheter avviker inte från normala förhållanden i en tvångsinlösen-situation. Professor Hagströmer har t.ex. anfört att hans slutsats om att Hembra-aktien prissattes i stark relation till uppköpsbudet och att aktiens fundamentala värde inte speglades i börskursen i allmänhet gäller vid uppköpserbjudanden och att Hembra-aktien i det hänseendet inte är något ovanligt fall.¹⁹

Varken förarbetena eller ändamålsskäl ger heller enligt tingsrätten stöd för att det under sådana omständigheter generellt är fråga om en utvidgning av Särregeln som bör motverkas. Att tillämpa Börskursregeln även efter ett offentligt uppköpserbjudande har lämnats har enligt tingsrätten stöd i lag. Vad FWC har anfört med hänvisning till bl.a. professor Sjöberg, att tillämpningen måste stå i överensstämmelse med grund-läggande fri- och rättigheter i Regeringsformen och Europakonventionen, och att tvångsvisa transaktioner därmed förutsätts vara värdehöjande för att de ska få tillåtas, ger inte stöd för slutsatsen att det generellt bör krävas lite för att frånga Börskursregeln i dessa situationer.

¹⁸ Detta stöds av bl.a. Muncks utlåtande, aktbilaga 242 s. 2.

¹⁹ Jfr aktbilaga 39, p. 2.1.

Annorlunda uttryckt anser tingsrätten att det förhållandet att Särregeln inte är tillämplig för att fastställa lösenpriset inte är tillräckligt för att konstatera att inte heller Börskursregeln är tillämplig. Tingsrätten anser därmed att det inte finns ändamålsskäl för att dra slutsatsen att det i en sådan situation, dvs. i de fall Särregeln inte är tillämplig endast bör fordras lite för att särskilda skäl ska anses föreligga att frånga Börskursregeln.

5.3.4 Betydelsen av Handelsbankens och budkommitténs bedömningar

Enligt Takeover-reglerna ska målbolaget i vissa situationer inhämta och inom viss tid offentliggöra ett värderingsutlåtande (innefattande fairness opinions) avseende aktierna i målbolaget från oberoende expertis (Takeover-reglerna III.3). Av kommentaren till bestämmelsen framgår att en fairness opinion syftar till att motverka den obalans i informationshänseende som kan finnas om styrelseledamöter, ledande befattningshavare och liknande lämnar eller deltar i ett offentligt uppköpserbudande.

Enligt FWC ska Handelsbankens värderingsutlåtande och den oberoende budkommitténs negativa utlåtande tillmätas ett starkt bevisvärde för att priset 215 kr inte var skäligt i november 2019 och därmed var än mindre skäligt på Påkallandedagen.

Tingsrätten konstaterar att marknaden den 21 november 2019 fick kännedom om Handelsbankens och den oberoende budkommitténs utlåtanden. Marknaden kunde därmed prissätta även denna information. Det förhållandet att börskursen inte höjdes efter dessa negativa utlåtanden är inte något som enligt tingsrätten har särskild betydelse för om det föreligger särskilda skäl att frånga Börskursregeln. Det av HomeStar beslutade åtagandet att inte höja budpriset har varit i enlighet med gällande regelverk och det förhållandet att budpriset inte höjdes efter offentliggörandet av utlåtandena kan inte anses utgöra särskilda skäl att frånga Börskursregeln. Det är vidare klarlagt att de uttalanden från budkommittén och Handelsbanken som har offentliggjorts till marknaden inte hindrade HomeStar från att förvärva en så stor andel av aktierna att bolaget fick rätt till tvångsinlösen. Uttalandena har inte heller medfört

att aktieägare avstått från att sälja sina aktier till ett pris om cirka 215 kr. Vad FWC har anfört i dessa delar kan således varken ensamt eller tillsammans med andra omständigheter utgöra särskilda skäl att frångå Börskursregeln.

5.3.5 Betydelsen av anslutnings- och deltagandegraden i Erbjudandet

FWC har gjort gällande att det var en historiskt låg deltagande- och anslutningsgrad till Erbjudandet. Av utredningen har framkommit att det var 78,09 procent av minoritetsaktieägarna som accepterade Erbjudandet. FWC har gjort gällande att detta är den lägsta anslutningsgraden som uppmätts och att uppköpet av Hembra-aktien således är ett avvikande fall när det gäller andelen som accepterat Erbjudandet. FWC har hänvisat till bl.a. en genomgång av data från börsanalystjänster (S & P Capital IQ och Bloomberg) avseende offentliga uppköpserbjudanden i Sverige under åren 2009–2019, som enligt FWC visar att genomsnittlig acceptansgrad är cirka 90 procent, att medianen väsentligt överstiger 90 procent, och att lägsta anslutningsgrad vid majoritetsbud uppgått till cirka 80 procent.

Tingsrätten konstaterar att den statistik som framkommit om anslutningsgraden till Erbjudandet är ostridig, även om HomeStar har lyft fram att betydligt fler aktieägare än de som accepterat Erbjudandet har sålt sina aktier för 215 kr.

Tingsrätten gör bedömningen att olika uppköpserbjudanden är svåra att jämföra och att det inte är alldeles tydligt att det urval FWC har gjort är representativt som jämförelse av Erbjudandet som följde av budplikt. I sammanhanget noteras Aktiespararnas kommentar den 3 december 2019 om att ”det normalt inte är attraktivt att anta budpliktsbud”. Vidare anser tingsrätten att FWC:s utredning om hur många som accepterat Erbjudandet bortser från det faktum att Blackstone accepterade att sälja samtliga sina aktier till samma pris. Uppgifterna om deltagande- och anslutningsgrad bortser även från att FWC innehade en betydande del av dem aktier som inte lämnades in i budet. Det förefaller rimligt att utgå från att de minoritetsaktieägare som valde att sälja sina aktier skulle ha sålt till HomeStar om FWC inte hade agerat köpare. Det kan

inte heller bortses från HomeStars förvärv av aktier vid sidan av Erbjudandet.

På anförda skäl kan anslutnings- och deltagandegraden i bred bemärkelse således inte sägas vara märkbart låg. Det förhållandet att cirka 78 procent av minoritetsaktieägarna accepterade Erbjudandet har dock i och för sig betydelse för prövningen av om det föreligger särskilda skäl att frångå Börskursregeln. Tingsrätten anser emellertid att anslutningsgraden inte ensamt är avgörande för bedömningen av om börskursen på Påkallandedagen var en tillförlitlig måttstock på aktiens värde, utan att även övrig handel som har skett i Hembla-aktien under den relevanta perioden till priset 215 kr måste vägas in i bedömningen. Anslutnings – och deltagandegraden blir även högre om FWC:s egna transaktioner till priset av cirka 215 kr och egna aktier som inte lämnades in i budet tillmäts betydelse. Som redovisats ovan anser tingsrätten att denna handel varit omfattande och att den ger starkt stöd för att börskursen är tillförlitlig som mått på aktiens värde. Tingsrätten ansluter sig i övrigt till vad skiljenämnden har anfört i den särskilda skiljedomen (punkterna 457 och 460).

Det ovanstående talar närmast för att börskursen i stället ska läggas till grund för att bestämma lösenpriset.

5.3.6 Ytterligare om att börskursen skulle ha varit högre

FWC har bl.a. åberopat teoretiska värderingar från Daniel Frigell och professor Yilmaz till stöd för att börskursen i Hembla-aktien skulle ha varit högre på Påkallandedagen i den situationen att tvångsinlösen inte hade ägt rum.

Daniel Frigell har bl.a. använt sig av den analysmetod som Handelsbanken haft i sitt värderingsutlåtande genom att tillämpa samma utgångspunkter och jämförelsebolag som Handelsbanken, men Frigell har beräknat värdet per Påkallandedagen i stället för som Handelsbanken per den 12 november 2019. Handelsbankens värderingsrapport tog sin utgångspunkt i en fundamentalanalys, dvs en värdering där grundläggande karaktäristika och ekonomiska nyckeltal hos Hembla beaktades. Handelsbanken

analyserade även budet utifrån ett antal nyckeltal baserade på jämförelser med andra noterade fastighetsbolag ("Jämförelsebolagen") och med historiska budpremier vid offentliga uppköpserbjudanden. När Frigell tillämpade Handelsbankens värderingsmetod kom han fram till att värdet på aktien per Påkallandedagen, baserat på genomsnittligt P/EPRA NAV, uppgått till mellan 218–268 kr.

Vidare har Frigell gjort egna analyser av aktiens värde per Påkallandedagen. Den värderingsmetod han använt sig av i första hand är en värdering utifrån det redovisade sambandet mellan avkastning på eget kapital och P/EPRA NAV-multiplar. Han har motiverat valet av värderingsmetod med att den tar hänsyn till variationen hos Jämförelsebolagens och Hemblas fundamenta och avkastningsförmåga, genom att metoden pekar ut ett högre motiverat värde för bolag med högre avkastningstillväxt. Grundat på den avkastning på eget kapital som man kunde förvänta sig på Påkallandedagen (22 procent) och på att detta översteg Jämförelsebolagens avkastning, har Frigell uppskattat att värde av Hembla-aktien på Påkallandedagen var 277,1 kr. I andra hand har Frigell beräknat värdet baserat på de genomsnittliga P/EPRA NAV-multiplarna för jämförelsebolagen och har då hamnat på ett punktestimat om 240,3 kr. Han har även analyserat de synergieffekter som Vonovia uppgav att Föraffären skapade och då kommit till slutsatsen att synergieffekterna ökat värdet per aktie med cirka 22,90 kr.

Professor Yilmaz har gjort en så kallad AMTP-analys (adjusted market trading price) för att beräkna värdet på Hembla-aktien på Påkallandedagen. I en första analys har han enbart beaktat marknadsrelaterad information med utgångspunkt i börskursen den 20 september 2019. Han har då hamnat på beloppet 225,32 kr. Han har även gjort en regressionsanalys av historiska kursrörelser i Hembla-aktien jämfört med rörelser i två branschprisindex (marknadsindex OMX Stockholm 30 och fastighetsindex OMX Stockholm Real Estate GI). Han har då kommit fram till att värdet på Påkallandedagen uppgick till 248,26 kr (då beräkningen innefattat synergieffekter som Vonovia uppgett att Föraffären betingade) respektive 279,88 kr (när beräkningen innefattat en nedtryckt börskurs).

Med hänsyn till den stora osäkerhet som är förenad med teoretiskt inriktade värderingar kan inte Börskursregeln frångås enbart till följd av värderingar som anger att aktiens värde överstiger börskursen. Det framhölls även av Kommittén i förarbetena till Börskursregeln.²⁰

I den mån de teoretiska värderingarna talar för att börskursen skulle ha varit högre om det inte vore för Erbjudandet och det förväntade lösenpriset måste även beaktas att börskursen inte med någon större grad av säkerhet skulle ha motsvarat ett tänkt ”verkligt värde” eller ett värde som i allmän mening kan sägas motsvara ett ”skäligt” pris. Det normala är att olika aktörer gör olika värderingar och att de lägger en mängd olika aspekter till grund för sina ageranden, som i sin tur ger information till andra aktörer om aktien vilket kan leda till reaktioner som kan påverka börskursen. Såväl Daniel Frigell som professor Talley har lämnat uppgifter i den riktningen. Dessutom går det inte att bortse från att HomeStar på Påkallandedagen innehade en mycket stor majoritet av aktierna och att detta kunde inverka på minoritetsägarnas möjligheter att framöver omsätta sina aktier, alldeles oavsett om HomeStar skulle lösa in deras aktier eller inte.

Tingsrätten finner vidare att de uppgifter som FWC har åberopat om att Hembla-aktien skulle ha haft ett betydligt högre värde än 215 kr om Erbjudandet inte förelegat och en tvångsinlösen inte hade aktualiserats varken var för sig eller tillsammans kan anses ge stöd för att HomeStar genom Förfären och Erbjudandet påverkat börskursen till nackdel för minoritetsaktieägarna. Tingsrätten fäster här vikt vid att priset i Erbjudandet innefattade en premie om 11,5 procent i förhållande till börskursen den 20 september 2019 och att tvångsinlösen påkallades förhållandevis kort tid efter att Erbjudandet hade lämnats. Påkallandedagen inträffade en månad och nio dagar efter att Erbjudandet hade lämnats, tio dagar efter att den initiala acceptfristen löpt ut samt inträffade under den förlängda acceptfristen och således under erbjudandeperioden. Vid denna bedömning beaktar tingsrätten även vad som har framgått om att Hemblas betavärden den 20 september 2019 var förhållandevis låga i relation till nämnda index.

²⁰ SOU 1997:22 s. 282.

Att index och aktier i andra fastighetsbolag utvecklades positivt under perioden talar enligt tingsrättens mening inte med någon styrka för att börskursen på Påkallandedagen inte var representativ för Hembla-aktiens värde.

Det förhållandet att aktien handlades marginellt över 215 kr under den relevanta perioden fram till Påkallandedagen kan inte heller ges den betydelse som FWC har gjort gällande. Det kan möjligen vara så, som professor Hagströmer har varit inne på, att det fanns aktieägare som räknade med att aktien i en tvångsinlösenprocess skulle betinga ett högre värde än 215 kr. Enligt tingsrätten är det naturligt att olika aktörer gör skilda bedömningar om värdet av en aktie och att detta påverkar börskursen. Det förhållandet att handel har skett till priser som något överstiger det erbjudna priset om 215 kr talar emellertid inte i sig för att börskursen är tillförlitlig som måttstock på aktiens värde. Dessutom talar detta i någon mån för att budpriset inte ensamt var styrande för börskursen. Det kan inte heller bortses från möjligheten att FWC påverkade börskursen i höjande riktning. Att handel har skett till priser som något överstiger det erbjudna priset om 215 kr talar således inte emot en tillämpning av Börskursregeln. Sammantaget är det förhållandet att aktien handlades strax över 215 kr enligt tingsrätten inte tillräckligt för att dra slutsatsen att aktiens värde översteg 215 kr eller för att börskursen skulle ha varit högre om det inte vore för exempelvis Erbjudandets utformning.

Det förhållandet att det förekom viss handel till ett pris strax över 215 kr kan således inte tas till intäkt för att HomeStar, genom sitt agerande eller position, påverkade kursen till nackdel för minoritetsaktieägarna.

5.3.7 Cirkeleffekten som särskilt skäl att frångå Börskursregeln

FWC har framhållit att situationen skiljer sig från andra fall av tvångsinlösen som har föregåtts av ett offentligt uppköpserbudande. FWC har bl.a. framhållit följande omständigheter som, förutom Föraffären som tingsrätten redan har gjort en bedömning av, skiljer sig från normalfallet i en budsituation.

- a) Erbjudandet lämnades av en aktieägare som förvärvat en betydande majoritet av aktierna i Hembla.
- b) Erbjudandet genererade en historiskt låg anslutningsgrad.
- c) Priset i Erbjudandet innefattade en historiskt låg premie.
- d) Budpriset höjdes inte trots en negativ ”fairness opinion” och utlåtande från den oberoende budkommittén.
- e) Aktien under uppköpstiden tenderade att handlas över budpriset.

FWC har även anfört att börskursen för Hembla-aktien från det att Förfärdaren annonserades den 23 september 2019 anpassades till priset 215 kr och därefter helt styrdes av marknadens förväntningar på det kommande tvångsinlösenförfarandet och det kommande lösenbeloppet i stället för förväntningarna på Hemblas framtida avkastning och andra marknadsfaktorer som under normala förhållanden har betydelse för aktiens värde. Därmed har det enligt FWC varit fråga om en sådan cirkeleffekt som lyfts fram i förarbetena som exempel på vad som kan utgöra särskilda skäl att frånga Börskursregeln.²¹

FWC har gjort gällande att börskursen i Hembla-aktien var särskilt påverkad av Erbjudandet genom att HomeStar redan ägde över 60 procent av Hembla-aktierna när Erbjudandet lades, att det var uteslutet att det skulle komma något konkurrerande bud, att sannolikheten för att HomeStar skulle kunna påkalla tvångsinlösen bedömdes som mycket hög.

FWC har även framhållit att Erbjudandets struktur ytterligare medförde att börskursen låstes till priset i Erbjudandet och det förväntade lösenpriset eftersom Erbjudandet var ovillkorligt och marknaden kände till att budet inte skulle höjas blev börskursen än mer styrd av marknadens förväntningar om att det slutliga lösenpriset skulle motsvara budpriset.

Professor Talley har liknat cirkeleffekten – dvs. när börskursen för en aktie som är

²¹ A.prop. s. 451.

föremål för ett uppköpserbjudande anpassas till priset i erbjudandet som inkluderar en premie i förhållande till börskursen och därefter styrs av marknads förväntningar på det kommande lösenbeloppet – vid en ”ekokammare”. Enligt professor Talley kommer börskursen att prissätta marknads förväntningar om det kommande inlösenpriset. Om marknaden uppfattar att det finns en hög sannolikhet för att inlösenpriset kommer att motsvara priset i Erbjudandet, kommer börskursen att vara styrd av dessa förväntningar och motsvara budpriset, oavsett om budpriset representerar aktiens verkliga eller fundamentala värde. Enligt professor Talley finns det två möjliga sätt att bryta cirkeleffekten och på så sätt få börskursen att inte endast avspegla det förväntade lösenpriset. Det första sättet är att budgivaren vidtar åtgärder genom att t.ex. öppna upp för en höjning av budpriset i de fall erbjudandet inte antas av tillräckligt många aktieägare eller i händelse av en negativ fairness opinion. Det andra sättet är att skiljenämnd och domstolar prövar om börskursen i en budsituation är representativ för aktiens verkliga värde i stället för att utan närmare prövning avläsa börskursen en viss dag. En sådan tillämpning, där alternativa värderingsmetoder ges plats vid sidan av börskursen, skulle enligt professor Talley påverka hur marknaden bedömer sannolikheten för att lösenbeloppet kommer att motsvara budpriset. Detta skulle i sin tur bidra till att börskursen i fler fall avspeglar aktiens verkliga värde, vilket i förlängningen skulle leda till att börskursen blir mer tillförlitlig som måttstock på aktiens värde.

Som tidigare konstaterats är det vanligt förekommande att börskursen anpassar sig till budpriset, som i regel innefattar en premie, efter att ett offentligt uppköpserbjudande har lämnats. Tingsrätten ansluter sig till skiljenämndens uppfattning att detta särskilt gäller när marknaden gör bedömningen att budet kommer att accepteras i sådan omfattning att det blir aktuellt med tvångsinlösen av återstående aktier.

Som tingsrätten har konstaterat i det föregående har marknaden kunnat beakta företagsspecifik och marknadsrelaterad information som utan tvivel var av betydelse för börskursen i Hembla. Börskursen på Påkallandedagen var därmed inte ett ofrånkomligt resultat av budpriset, även om förekomsten av Erbjudandet tillmättes en betydelse som kunde överskugga annan information. Enligt tingsrättens bedömning

fanns det förutsättningar för marknads aktörer att avstå från att sälja sina aktier, om budpriset och därmed börskursen på ett tydligt sätt skulle anses ha avvikit från aktiens värde. Om innehavare av tillräckligt många aktier skulle ha gjort den bedömningen hade de dessutom kunnat blockera HomeStars möjligheter till tvångsinlösen. Det förhållandet börskursen styrdes av marknads förväntningar på lösenbeloppet kan således inte i sig anses leda till slutsatsen att det föreligger särskilda skäl att frånga börskursen.

5.3.8 Sammantagen bedömning

Tingsrätten har i det föregående kommit fram till att det finns omständigheter som med styrka talar för att börskursen på Påkallandedagen är en tillförlitlig måttstock på Hembla- aktiens värde. Den slutsatsen bygger bl.a. på bedömningen att budpriset, som blev styrande för börskursen, innefattade en premie och att en omfattande handel ägde rum till det priset. Vid bedömningen beaktar tingsrätten också det faktum att HomeStar förvärvade samtliga aktier förutom de som FWC innehade och ytterligare cirka 329 000 aktier till priset av 215 kr.

Därutöver ska det beaktas att tvångsinlösen påkallades relativt kort tid efter Erbjudandet och under Erbjudandeperioden. Också detta talar för att HomeStar genom Föraffären och Erbjudandet inte kan anses ha påverkat börskursen på Påkallandedagen till nackdel för minoritetsaktieägarna.

Det som främst skulle kunna anses tala för att det föreligger särskilda skäl att frånga börskursen är FWC:s påstående att kursen var frikopplad från företagsspecifik och marknadsrelaterad information. Som framgår ovan anser tingsrätten visserligen att budpriset och det förväntade lösenbeloppet kan sägas ha dominerat marknads prissättning av aktien. Tingsrätten gör dock bedömningen att marknads aktörer inte, vare sig till följd av Erbjudandets utformning eller något annat skäl, var förhindrade att beakta även annan information. Att börskursen på Påkallandedagen motsvarade priset i Erbjudandet kan inte heller anses avvika från normala förhållanden.

Mot bakgrund av den omfattade handel som ägde rum till ett pris om 215 kr eller till priset som inte nämnvärt avviker från detta kan inte heller de teoretisk inriktade värderingar som FWC har åberopat leda till slutsatsen att börskursen inte är ett tillförlitligt mått på Hembla-aktiens värde.

Tingsrätten gör sammantaget bedömningen att det som har kommit fram inte utgör särskilda skäl att inte tillämpa Börskursregeln. Till grund för detta ligger bedömningen att priset i Erbjudandet visserligen hade en avgörande inverkan på börskursen men att detta pris samtidigt med god marginal översteg börskursen innan Föraffären, som ägde rum endast lite mer än två månader före Påkallandedagen, och att innehavare av en mycket stor andel av aktierna också i tiden därefter hade gått med på att sälja sina aktier till detta pris. Mot detta ska ställas att Erbjudandet lämnades av en aktieägare med en betydande majoritet, att det var ett budpliktsbud som var ovillkorligt med ett budpris som inte kunde höjas samt att Handelsbanken och den oberoende budkommittén gjorde uttalanden som var negativa. Tingsrätten konstaterar i det sammanhanget att marknaden var informerad om dessa förhållanden och att informationen alltså kunde prissättas. Till det ska läggas att det rör sig om faktiska förhållanden som inte heller kan tänkas bort när aktieägarnas förmögenhetsställning bestäms. Enligt tingsrättens mening är dessa förhållanden således inte tillräckliga för att betvivla tillförlitligheten av börskursen som måttstock på aktiernas värde i detta fall. Slutsatsen blir således att det inte finns särskilda skäl att frångå Börskursregeln. Käromålet ska därför ogillas.

5.4 Rättegångskostnader

Vid denna utgång ska FWC ersätta HomeStars rättegångskostnader.

Ersättning för rättegångskostnad ska fullt motsvara kostnaden för rättegångens förberedande och talans utvecklande jämte arvode till ombud eller biträde, om kostnaden varit skäligen påkallad för tillvaratagande av partens rätt (18 kap. 8 § rättegångsbalken).

HomeStar har yrkat ersättning för sina rättegångskostnader med 12 826 615,08 kr, 1 161,17 EUR, och 920 186,62 USD (alla belopp exklusive mervärdesskatt). Av de yrkade rättegångskostnaderna avser 9 567 350 kr ombudsarvode för de i målet aktuella ombuden (motsvarande 2651,75 timmars arbete, från maj 2022), 2 011 112,70 kr kostnader för sakkunniga samt för Johan Munck och Svante Johansson, 290 000 kr eget arbete för personer inom Vonovia och Victoriahem som arbetat med tvisten, samt 34 679,43 kr utlägg för bud, transporter och omkostnader hänförliga till huvudförhandlingen. Vidare innefattar yrkandet utlägg med sammanlagt 551 644,31 kr och 1 131,17 EUR för resor m.m. hänförliga till deltagande under huvudförhandlingen för bl.a. Håkan Thorsell, samt 371 828,64 kr för översättningskostnader för parternas yttranden i målet. Av de yrkade rättegångskostnaderna har dessutom 920 186,92 USD avsett ombudsarvode hänförligt till den bevisinhämtningsprocess (en så kallad § 1782-begäran vid en domstol i New York som FWC riktade mot Vonovias styrelseledamot Christian Ulbrich och JP Morgan, som var Vonovias/HomeStars ekonomiska rådgivare vid Föraffären och Erbjudandet.

5.4.1 Kostnader för ombud i målet, sakkunniga och eget arbete

FWC har överlämnat till tingsrätten att bedöma skäligheten av de av HomeStar yrkade kostnaderna för ombud i målet, för sakkunniga och för HomeStars egna arbete. Tingsrätten finner att de begärda kostnaderna får anses skäliga.

5.4.2 Utlägg för närvaro vid huvudförhandlingen

HomeStar har yrkat ersättning för utlägg motsvarande 34 679,43 kr (Cederquists utlägg), 551 644,31 kr och 1 161,17 EUR (HomeStars utlägg). FWC har överlämnat till tingsrätten att bedöma skäligheten av begärt utlägg för Håkan Thorsell (536 049,75 kr), men har i övrigt vitsordat utlägggen.

Håkan Thorsell har närvarat under samtliga huvudförhandlingsdagar. HomeStar har gjort gällande att Håkan Thorsell har utgjort en finansiell bisittare som varit HomeStar

behjälplig under huvudförhandlingen och att kostnaderna för honom varit skäligen påkallade för att tillvarata HomeStars rätt. Åtgärden har enligt HomeStar varit nödvändig med hänsyn till att FWC cirka två månader inför den planerade huvudförhandlingen åberopade tre nya sakkunniga och det inte fanns möjlighet för HomeStar att anlita sakkunniga för att bemöta bevisningen. Med hänsyn till vad HomeStar har anfört anser tingsrätten att de kostnader som HomeStar har haft för Håkan Thorsells närvaro under förhandlingen får anses vara skäliga.

5.4.3 Översättningskostnader

HomeStar har anfört att de begärda översättningskostnaderna, som FWC har invänt mot, avser kostnader för översättningar av inlagor till personer inom HomeStars tyska moderbolag Vonovia, som haft bäst insikt i de förhållanden som varit tvistiga i målet. Som tingsrätten uppfattar det är det personer inom Vonovia som svarandeombuden har behövt få uppgifter och synpunkter från för att kunna föra HomeStars talan i målet. Kostnaderna bedöms därmed ersättningsgilla inom ramen för målet. Tingsrätten ser ingen anledning att ifrågasätta att det begärda beloppet är skäligt.

5.4.4 Kostnader med anledning av § 1782-förfarandet

FWC har bestritt HomeStars rätt till ersättning för kostnader i ett så kallat § 1782-förfarande vid amerikansk domstol i New York, USA. I slutet av november 2022 framställde FourWorld Event Opportunities Fund L.P. en så kallad § 1782-begäran vid en domstol i New York. Syftet med begäran var att få handlingar som skulle användas som bevisning i förevarande mål. Begäran riktades mot Christian Ulrich, styrelseledamot i Vonovia, och JP Morgan, ekonomisk rådgivare för Vonovia vid Föraffären och Erbjudandet.

HomeStar har anfört i huvudsak följande till stöd för sin begäran om ersättning i denna del. De kostnader som yrkandet avser utgör kostnader för Vonovias ombud i USA. Rättegångsbalken uppställer inga krav på att arbetet ska ha utförts av parten i målet

direkt, utan arbetet och kostnaden kan ha utförts av personal eller annan för partens räkning (SOU 1938:44 s. 238 och NJA II 1943 s. 234 ff). FWC har med § 1782-begäran sökt kringgå skiljenämndens och tingsrättens beslut att avslå FWC:s editionsyrkanden. Det finns ett berättigat intresse för HomeStar att försvara sig mot FWC:s åtgärder i USA på samma sätt som HomeStar haft rätt att bemöta FWC:s editionsyrkanden i målet.

FWC har bestritt att kostnaderna är ersättningsgilla på, sammanfattningsvis, följande grunder.

- i) Kostnaderna avser andra förfaranden än det nu aktuella målet.
- ii) Förfarandena har omfattat andra parter på såväl käre- som svarandesidan än i det nu aktuella målet.
- iii) Förfarandena har ägt rum i en annan rättsordning, nämligen i USA. Det är en fråga för den amerikanska domstolen – och ytterst den amerikanska lagstiftaren – att besluta hur rättegångskostnader ska fördelas i amerikanska domstolsförfaranden.

Tingsrätten gör följande bedömning.

Vid bestämmandet av ersättning för rättegångskostnad gäller som utgångspunkt att det är partens verkliga kostnader som ska ersättas. I de fall parten har anlitat ett ombud är det den faktiska kostnaden för ombudet som ska ersättas, förutsatt att den varit skäligen påkallad för tillvaratagandet av partens rätt (se ”Partens egna arbete” NJA 2023 s. 94 punkterna 10–11). De rättegångskostnader som HomeStar begär ersättning för avser kostnader för amerikanska ombud till Vonovia. Det har inte framkommit att HomeStar har varit skyldigt att bekosta Vonovias ombud och det är oklart på vilka grunder kostnaderna har belastat HomeStar. Det är således inte utrett att kostnaderna, i den mån de har belastat HomeStar, har varit befogade eller i övrigt påkallade för att ta tillvara HomeStars rätt i den här rättegången. Tingsrätten anser därför att dessa kostnader inte är ersättningsgilla som rättegångskostnader för HomeStar. HomeStars yrkande om ersättning i denna del ska därmed avslås.

5.4.5 Sammanfattande slutsats om rättegångskostnadernas storlek

På ovan anförda skäl ska HomeStar tillerkännas ersättning för sina rättegångskostnader om sammanlagt 12 826 615,08 kr och 1 161,17 EUR. Tingsrätten har avslagit HomeStars yrkande om ersättning för rättegångskostnader motsvarande 920 186,92 USD.

5.4.6 Fördelningen av rättegångskostnader

I 22 kap. 25 § andra stycket ABL finns särskilda bestämmelser för det fall minoritetsaktieägare helt eller delvis ska svara för rättegångskostnader i ett mål i allmän domstol, där minoritetsaktieägarna väckt talan mot en skiljedom i en inlösentvist. Enligt den bestämmelsen ska kostnadsansvaret fördelas efter storleken på respektive minoritetsaktieägars aktieinnehav. Om det finns särskilda skäl får domstolen besluta om en annan fördelning (dock att bestämmelserna i 18 kap. 9 § rättegångsbalken inte ska tillämpas).

Tingsrätten konstaterar att FWC har ställt en gemensam bankgaranti som säkerhet för HomeStars rättegångskostnader. Detta har skett sedan HomeStar i första hand yrkat att kärandena skulle ställa en gemensam säkerhet enligt säkerhetslagen. Det förhållandet att en gemensam säkerhet har ställts anser tingsrätten inte utgör särskilda skäl att fördela rättegångskostnaderna på något annat sätt än utifrån storleken på respektive kärandes aktieinnehav. Mot den bakgrunden och då tingsrätten anser att det HomeStar anfört i övrigt inte utgör särskilda skäl att besluta om en annan fördelning, ska kostnadsansvaret mellan minoritetsaktieägarna fördelas efter storleken på respektive kärandeparts aktieinnehav. Fördelningen framgår av domslutet. Om yrkad ränta råder inte tvist.

5.5 Sekretess

Vid huvudförhandlingen har inom stängda dörrar lagts fram uppgifter för vilka gäller sekretessbestämmelsen i 36 kap. 2 § offentlighets- och sekretesslagen (2009:400).

Bestämmelsen ska fortsätta att vara tillämplig i enlighet med det som anges i domslutet.

Därutöver har uppgifter på s. 80 i aktbilaga 363, s. 22 i aktbilaga 371, s. 33 i aktbilaga 378 och s. 62 i aktbilaga 384 lagts fram inom stängda dörrar. Enligt tingsrättens bedömning kan det inte antas att den som dessa uppgifter rör lider avsevärd skada om uppgifterna röjs. Det saknas därför skäl att förordna om fortsatt sekretess beträffande dessa uppgifter.

HUR MAN ÖVERKLAGAR, se [bilaga 2](#) (TR-02)

Ett skriftligt överklagande, ställt till Svea hovrätt, ska ha kommit in till tingsrätten senast den 29 juli 2024. Prövningstillstånd krävs.

Ricardo Valenzuela

Karin Werner

Ariel Saadon