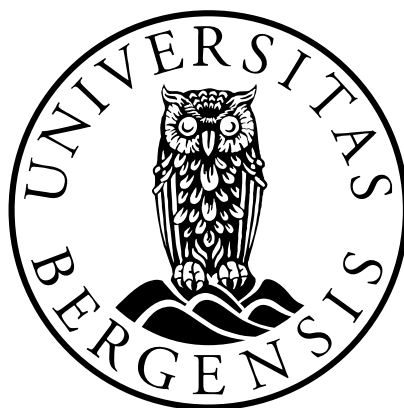


Utløsning av aksjeeier etter aksjeloven § 4-25

Prinsippet for verdsettelsen

Kandidatnummer: 42

Antall ord: 14.998



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

7.06.2021

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
1 Innledning.....	3
1.1 Tema.....	3
1.2 Nærmere om problemstillingen.....	4
1.3 Begrepsavklaring.....	7
1.4 Verdijusterende elementer.....	8
1.4.1 Premier og rabatter	8
1.4.2 Om løsningssummen skal justeres for premier og rabatter	9
1.5 Kort om metoder for verdsettelsen av «aksjens virkelige verdi».....	11
1.5.1 Rettslig bestemt verdsettelsesmetode.....	11
1.5.2 Kort om økonomisk verdsettelsesmetoder	12
1.6 Avgrensninger	13
1.7 Den videre fremstillingen.....	14
2 Grunnleggende om aksjeselskap og aksjeselskapsrettslige hensyn	15
3 Om § 4-25.....	18
3.1 Bakgrunn og begrunnelse.....	18
3.2 Vilkårene for utløsning etter § 4-25	19
3.2.1 «ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig»	19
3.2.2 «alvorlig og varig motsetningsforhold»	20
3.2.3 «andre tungtveiende grunner»	21
3.3 Prosessuelle rammer for utløsning	21
3.4 Virkningen av utløsning	22
4 Verdsettelsesobjektet ved utløsning etter § 4-25.....	23
4.1 Ordlyden.....	23
4.2 Forarbeider	25
4.3 Forarbeidene om formålet med § 4-25	28
4.4 Rettspraksis	30
4.4.1 Rt-2003-713 (Norway Seafoods)	31
4.4.2 Rt-2007-1392 (Flesberg).....	32
4.4.3 HR-2016-1439-A (Bergshaven).....	34
4.4.4 Oppsummert om høyesterettspraksis	35

4.4.5	LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo)	35
4.4.6	LE-2019-55741	37
4.5	Den konkrete vurderingen etter § 4-25	39
4.6	Ulike verdsettelsesobjekt for de alternative utløsningsgrunnlagene i § 4-25.....	46
5	Litteraturliste	49
5.1	Lover	49
5.2	Forarbeider	49
5.3	Rettspraksis	50
5.3.1	Høyesterett	50
5.3.2	Underrettspraksis.....	50
5.4	Juridisk litteratur	51

1 Innledning

1.1 Tema

Hovedregelen er at en aksjeeier som vil avslutte sitt eierskap i et selskap, må selge aksjene på avtalerettslig grunnlag, jf. aksjeloven (heretter «asl.») § 4-15(1).¹ Utgangspunktet gjelder uavhengig av bakgrunnen for salget; aksjeeieren vil realisere gevinst, salgsvederlaget skal dekke andre betalingsforpliktelser, misnøye med måten selskapet drives på eller interne intriger blant aksjeeierne. Avtalepartene forhandler og blir enige om prisen for aksjene som selges.²

I enkelte tilfeller kan et rent salg være uaktuelt eller svært vanskelig. Aksjeloven har unntak fra hovedregelen om salg for å løse slike situasjoner, der selskapet etter krav fra aksjeeieren eller selskapet innløser aksjene.

Et slik grunnlag er § 4-25, som gjelder «utløsning av en aksjeeier». Etter søksmål fra selskapet kan domstolen beslutte aksjeeierens aksjer innløst av selskapet, som følge av at «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig», «det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet» eller det «foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjeeieren utløses», jf. § 4-25(1). Bestemmelsen skal muliggjøre endringer i selskapets eierstruktur og ivareta at aksjeeierens mislighold eller motsetningsforhold blant aksjeeierne ikke gjør selskapet skadelidende.³

Finner domstolen at vilkårene er oppfylt og beslutter utløsning, skal retten fastsette en utløsningssum som selskapet utbetaler til aksjeeieren. Utløsningssummen skal «fastsettes etter aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt», jf. § 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(3) jf. § 4-17(5).⁴ Retten må foreta en verdsettelse for å fastsette utløsningssummen. Oppgavens hovedtema er om verdsettelsen av «aksjens virkelige verdi» ved utløsning av

¹ LOV-1997-06-13-44 lov om aksjeselskaper. NOU 1996:3 (Aksjelovutvalget) s. 74-75. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 108-109.

² Boye, Knut. *Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper*. Praktisk økonomi og finans, 03/2007. s. 79-83. s. 83. Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. Oslo 2018. s. 60.

³ NOU 1996:3 s. 76. Om hensyn og formålet bak regelen, pkt. 2, 4.3 og 4.5.

⁴ Asl. § 4-17 gjelder virkningen av samtykkenekt til aksjeerverv.

aksjeeier etter § 4-25 skal gjøres på bakgrunn av aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi eller aksjens antatte omsetningsverdi.⁵

Fremstillingen tar utgangspunkt i den rettsdogmatiske metode, der oppgaven skal redegjøre for gjeldende rett gjennom en analyse av relevante rettskilder.

Temaet om hvordan «aksjens virkelige verdi» skal forstås har vært gjenstand for omfattende diskusjon og uenighet i teorien. Begrepet brukes flere steder i aksjeloven, hvilket kan tilsi at det skal tolkes likt i alle sammenhenger. Ordlyden og forarbeidene gir liten veiledning for kartlegging av meningsinnholdet. Hvordan «aksjens virkelige verdi» skal forstås, er derfor overlatt til rettspraksis, og rettskildebildet er preget av en serie høyesterettsdommer.

Dommene viser at begrepet ikke alltid skal tolkes likt. En metodisk utfordring ligger i at rettspraksis kun i liten grad har tolket begrepet direkte i tilknytning til § 4-25. For spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt (jf. straks) som skal ligge til grunn for utløsning etter § 4-25, står derfor overføringsverdien fra Høyesteretts forståelse av begrepet i andre rettslige sammenhenger og tilgrensende bestemmelser sentralt.

1.2 Nærmere om problemstillingen

Konsekvensen av at utløsningssummen skal fastsettes til «aksjens virkelige verdi», er at aksjen må verdsettes. Ordlyden klargjør imidlertid ikke fremgangsmåten for verdsettelsen, herunder hva aksjens verdi skal fastsettes på bakgrunn av eller metoden som skal anvendes. Aksjeloven har ingen legaldefinisjon av «aksjens virkelige verdi».⁶ Sammen med valg av verdsettelsesmetode er valget av verdsettelsesobjekt styrende for den beløpsmessige størrelsen på løsningssummen, og derfor av vesentlig betydning for selskapet og aksjeeier.⁷

Meningsinnholdet i «aksjens virkelige verdi» har vært behandlet av Høyesterett i ulike rettslige sammenhenger. Rettspraksis viser at til tross for ordlyden «aksjens virkelige verdi», er det ikke nødvendigvis aksjen i seg selv hovedfokuset ved verdsettelsen.

Rt-2007-1392 (Flesberg) gjaldt innløsning av aksjer etter samtykkenekt til aksjeerverv, hvor innløsningssummen fastsettes på bakgrunn av «aksjenes virkelige verdi», jf. § 4-17(1) nr. 4 jf.

⁵ Se pkt. 1.2.

⁶ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 149.

⁷ Se pkt. 1.4 og 1.5.

(5). Hovedspørsmålet for Høyesterett var om aksjene skulle innløses til aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi eller aksjens antatte omsetningsverdi. Høyesterett la til grunn at «aksjens virkelige verdi» etter § 4-17(5) skulle ta utgangspunkt i aksjens antatte omsetningsverdi, der det er grunnlag for å fastslå denne.⁸

Rt-2003-713 (Norway Seafoods) gjaldt majoritetsaksjonærens tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter lov om allmennaksjeselskap (heretter «asal.») § 4-25.⁹

Bestemmelsen tilsvarende asl. § 4-26.¹⁰ Ettersom aksje- og allmennaksjeloven var gjenstand for felles behandling, har felles lovforarbeider, og er innholdsmessig og systematisk i stor grad identiske, kan dommen gi tolkningsbidrag til rettsspørsmål etter aksjeloven.¹¹ Dommen ble også ansett relevant i de øvrige høyesterettsdommene. Høyesterett la til grunn at innløsningssummen skulle ta utgangspunkt i «aksjens virkelige verdi», som skulle baseres på aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier, ikke aksjens antatte omsetningsverdi.¹²

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) var et av hovedspørsmålene om løsningssummen etter aksjeeiers krav på innløsning ved myndighetsmisbruk fra majoritetsaksjonærens side skulle baseres på aksjens antatte omsetningsverdi eller aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier, jf. asl. § 4-24 jf. § 4-17(5). Høyesterett la til grunn at innløsningssummen skulle ta utgangspunkt i aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi.¹³

Rettspraksisen viser altså at «aksjens virkelige verdi» kan fastsettes og beregnes med to ulike utgangspunkt; aksjens forholdsmessige andel av selskapet underliggende verdi eller aksjens antatte omsetningsverdi.¹⁴ Verdsettelsen knyttes da til to ulike objekt, aksjen som sådan og selskapets underliggende verdier. Med *verdsettelsesobjekt* menes derfor i denne fremstillingen en henvisning til aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi og aksjens

⁸ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 1 og 41. Om dommen, pkt. 4.4.2.

⁹ LOV-1997-06-13-45 lov om allmennaksjeselskap.

¹⁰ Aarbakke, Magnus, Aarbakke, Asle, Knudsen, Gudmund, Ofstad, Tone, Skåre, Jan. *Aksjeloven og allmennaksjeloven*. Oslo 2017. 4 utg. s. 313.

¹¹ Andenæs, Mats Henry, Andenæs, Ole, Berge, Stig, Christoffersen, Margrethe Buskerud. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. Oslo 2016. 3 utg. s. 3. Truyen, Filip, *Norway Seafoods-dommen. Et signal om bedre minoritetsvern?* Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 3/2003. s. 343-356. s. 353. Truyen, Filip. *Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?* Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 1/2008. s. 62-70. s. 64.

¹² Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 74. Om dommen, pkt. 4.4.1.

¹³ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 165. Om dommen, pkt. 4.4.3.

¹⁴ Andenæs mfl. s. 132 og 252. Woxholth s. 61-62.

antatte omsetningsverdi. Dette danner utgangspunktet for fastsettelsen av «aksjens virkelige verdi» og derfor løsningssummen jf. § 4-17(5).

Selskapets underliggende verdi fastlegges ved bruk av økonomiske verdsettelsesmetoder av selskapets eiendeler, drift og kontantstrøm, samt framtidsutsikter.¹⁵ Selskapets underliggende verdi med fradrag for gjeld (selskapets nettoverdier) fordeles pro rata på antall aksjer i selskapet.¹⁶ Det gir aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi.

Aksjenes antatte omsetningsverdi refererer til aksjenes markedsverdi, som kan fastlegges på to måter. Der markedsverdien kan observeres og fastslås gjennom tidligere aksjeomsetning, skal den legges til grunn.¹⁷ Aksjeselskapene § 4-25 er tiltenkt å regulere har ofte den egenskap at aksjene er lite likvide og sjelden omsettes. Det blir da vanskelig å fastsette omsetningsverdien.¹⁸ Aksjenes antatte omsetningsverdi kan da beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi, for deretter å gjøre fradrag for verdijusterende elementer (premier og rabatter).¹⁹

Høyesterettsavgjørelsene viser at ordlyden «aksjens virkelige verdi» – selv med utgangspunkt i § 4-17(5) – har ulikt meningsinnhold utfra innløsnings situasjonen. Hva som utgjør verdsettelsesobjektet, beror derfor på en tolkning av den konkrete hjemmelen som er utgangspunktet for henvisningen til § 4-17(5).²⁰ Høyesterett har ikke tatt stilling til verdsettelsesobjektet i relasjon til § 4-25, og problemstillingen er hvilket meningsinnhold som skal legges til grunn for «aksjens virkelige verdi» etter § 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(3) jf. § 4-17(5). Mer presist er rettsspørsmålet om beregningen av utløsningssummen skal ta utgangspunkt aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier eller aksjenes antatte omsetningsverdi.²¹

¹⁵ Se pkt. 1.5. Clausen, Einar. *Virkelig verdi*. Praktisk økonomi og finans, 01/2002. s. 38-48. s. 39. Dahl, Gunnar A. *Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller*. Praktisk økonomi og finans, 02/2011. s. 3-14. s. 4 og 10. Schwencke, Hans Robert, Haugen, Dag Olav, Baksaas, Kjell Magne, Stenheim, Tonny og Avlesen-Østli, Erik. *Årsregnskapet i teori og praksis*. Oslo 2020. 22 utg. s. 185.

¹⁶ HR-2016-1439-A (Bergshaven). Nedrelid, Audun. *Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp*. Tidsskrift for forretningsjus, 03/2013. s. 198-246. s. 215. Woxholth s. 39.

¹⁷ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 41.

¹⁸ Om § 4-25, pkt. 3. NOU 1996:3 s. 75. Boye, s. 79.

¹⁹ Om premier og rabatter, pkt. 1.4. LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo) s. 7. Larsen, Ulf. *Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer*. Tidsskrift for forretningsjus, 04/2007. s. 270-295. s. 294-295.

²⁰ Moljord, Kåre. *Mens vi ventet på Bergshav Holding (HR-2016-1439-A)*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 4/2016. s. 17-20. s. 20. Truyen (2008) s. 67-68.

²¹ Se pkt. 4.

1.3 Begrepsavklaring

Loven bruker *innløsning* der *aksjeeier* går til søksmål mot selskapet for å innløse aksjene etter § 4-24, som følge av myndighetsmisbruk jf. §§ 5-21 og 6-28, annen aksjeeier har misbrukt sin innflytelse i selskapet eller det er oppstått alvorlige og varige motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet. Der *selskapet* går til søksmål mot aksjeeieren for at retten skal beslutte at aksjene innløses, bruker loven *utløsning*. Terminologien kan virke forvirrende.²² Forskjellen i begrepsbruken skyldes parten som går til søksmål, og har ingen juridisk betydning.²³ I det følgende vil lovens begrepsbruk benyttes.

Dersom ikke annet er fastsatt i lov eller vedtekter, gir hver aksje én stemme på generalforsamlingen og en generalforsamlingsbeslutning krever alminnelig flertall, jf. §§ 5-3(1) og 5-17(1). Med minoritetsaksjonær menes aksjeeier som representerer mindre enn 50 % av stemmene, og majoritetsaksjonær aksjeeier som representerer mer enn 50 % av stemmene.²⁴

Utløsningssummen skal fastsettes til «aksjens virkelige verdi», jf. § 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(3) jf. § 4-17(5). Tilsvarende gjelder andre bestemmelser som regulerer ulike former for inn- og utløsning av aksjeeiere etter loven, hvor løsningssummen fastsettes med utgangspunkt i § 4-17(5).²⁵ Selv om dette ikke fremgår av bestemmelsenes ordlyd, skal aksjene innløses til «virkelig verdi» ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter asal. § 4-25/asl. § 4-26.²⁶ Fordi asal. § 4-24(4) om innløsning av små aksjeposter henviser til asal. 4-25(2), gjelder det samme for denne bestemmelsen.²⁷ Det er følgelig rettsregelen om at aksjen skal verdsettes til

²² Andenæs mfl. s. 249. Woxholth s. 318-319.

²³ Om virkning av utløsning, pkt. 3.4. Virkingen blir lik jf. § 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(4) og § 4-25(3) andre punktum sml. § 4-24(2) andre punktum.

²⁴ Sml. NOU 1992:29 s. 46. Se pkt. 2.

²⁵ § 4-17(5) om innløsning ved samtykkenekt, 4-18(3) tredje punktum om personalklausuler, 4-23(2) om forkjøpsrett ved aksjesalg og 4-24(3) om innløsning etter krav fra aksjeeier. Prinsippet gjelder også for oppløsning etter § 16-19(2) andre punktum, jf. Andenæs s. 132. Moljord, Kåre. *Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer – fra Norway Seafoods til Flesberg – og tilbake*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 3/2015. s. 1-25. s. 3. Truyen (2008) s. 67. Trolig gjelder det også oppløsning med grunnlag i alminnelige rettsgrunnsetninger jf. Rt-2000-931 (Inco) jf. Truyen (2008) s. 67.

²⁶ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 74.

²⁷ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 74. NOU 1996:3 s. 215. Truyen (2008) s. 67.

«aksjens virkelige verdi» i alle innløsnings situasjonene etter aksje- og allmennaksjeloven, som omtales som *verdsettelsesnormen*.²⁸

1.4 Verdijusterende elementer

1.4.1 Premier og rabatter

Aksjenes antatte omsetningsverdi og aksjenes verdi basert på aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier vil ofte være ulik. Det gir utslag i løsningssummen.²⁹

Verdsettelsesobjektet må derfor avgjøres. Verdijusterende elementer som gjør at omsetningsverdien er høyere enn aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier, kalles premier. Rabatt brukes om negative avvik. Det oppstår av ulike grunner.

Størrelsen på aksjeposten som omsettes har betydning for prisen kjøperen er villig til å betale.³⁰ Flertallsprinsippet i § 5-17 gir majoritetsaksjonærene mulighet til å styre selskapet uten at minoritetsaksjonærene har noe vesentlig innflytelse på drift og strategi, eller tilgang på selskapskapitalen før en majoritetsbeslutning om å dele ut deler av denne.³¹ Det gjør det mindre attraktivt å eie en minoritetsaksjepost. Minoritetsaksjeposter omsettes derfor ofte til rabatterte priser sammenliknet med aksjenes forholdsmessige andel av underliggende verdi – en minoritetsrabatt.³² På den annen side vil kjøperen som oppnår større innflytelse ofte betale en premie for dette – kontrollpremie – i størrelsesorden 10-15 %.³³ En kontrollerende eierandel gir muligheten til å velge og påvirke styret, og derigjennom selskapets ledelse.³⁴ Ved å påvirke selskapets drift og strategi i en gunstig retning, kan aksjeeieren øke verdien av egne eiendeler. Tilgangen på styreplass gir aksjeeieren større innsikt og bedre informasjonsgrunnlag om selskapet i forhold til aksjeeiere uten styreplass, som reduserer risikoen ved investeringen.³⁵

²⁸ Tilsvarende Andenæs mfl. s. 132, Moljord (2015) s. 2-3, Truyen (2008) s. 67, Woxholth, Axel. *Aksjenes virkelige verdi*. Jussens Venner, 02-03/2019. s. 77-130. s. 81-82.

²⁹ Larsen s. 271-272. Verdsettelsesmetode har også betydning for verdsettelsen og utløsningssummen, pkt. 1.5.

³⁰ Schwencke mfl. s. 189.

³¹ Se pkt. 2. NOU 1996:3 s. 74. Asl. § 3-6. Typisk utbytte etter § 8-1.

³² Boye s. 81. Moljord (2015) s. 8. Nedrelid s. 228-229. Schwencke mfl. s. 189.

³³ Schwencke mfl. s. 190.

³⁴ §§ 6-2, 6-3, 6-7, 6-14, 6-15.

³⁵ Moljord (2015) s. 8. Nedrelid s. 225. Schwencke mfl. s. 189-190.

Dersom kjøperen kan oppnå kostnadsbesparelser og høyere effektivitet ved å samordne egen og selskapets drift – synergieffekter – kan det gi utslag i en høyere betalingsvillighet for aksjene – en synergipremie.³⁶

Aksjer i mindre og unoterte aksjeselskaper er som hovedregel lite likvide sammenliknet med aksjer i allmennaksjeselskap. Med likviditet menes muligheten til raskt og kostnadseffektivt omsette aksjeposten til kontanter.³⁷ Manglende markedsplass å omsette slike aksjer på gir et lite marked med få kjøpere.³⁸ Det gjør det kostnads- og tidskrevende å finne en kjøper. Aksjeerververen risikerer å bli låst i selskapet, uten mulighet til å avhende aksjene. Risikoen vil gjenspeiles i aksjenes markedsverdi, og omtales som likviditetsrabatt.³⁹

Følger aksjeselskapet aksjelovens hovedregler, vil et aksjeervert være subjekt for samtykke fra styret, § 4-15(2) jf. § 4-16(2), og forkjøpsrett, jf. § 4-19. Selskapet kan også vedtektsfeste krav til visse egenskaper ved aksjeeierne, eksempelvis at vedkommende må være ansatt i virksomheten, jf. § 4-18. Slike omsetningsbegrensninger gjør aksjene ytterligere illikvide.⁴⁰ Likviditetsrabatten kan bli 5-60 % og gi betydelig utslag i verdifastsettelsen.⁴¹

Andre forhold som kan gi utslag i rabatter, er at selskapet ikke deler ut utbytte eller har ulike aksjeklasser der en av aksjeklassene ikke har utbytte- eller stemmerett, sml. § 4-1(1).⁴²

1.4.2 Om løsningssummen skal justeres for premier og rabatter

Spørsmålet er når «aksjens virkelige verdi» skal justeres for premier og rabatter ved fastsettelsen av løsningssummen. Dette må besvares på bakgrunn av Høyesteretts avgjørelser.

I Rt-2003-713 (Norway Seafoods) la Høyesterett til grunn at aksjenes virkelige verdi ved tvangsinnløsningssituasjonen etter asal. § 4-25 skulle ta utgangspunkt i aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi. Høyesterett la samtidig til grunn at alle aksjer av samme klasse skulle ha samme verdi ved verdsettelsen, implisitt at det ikke skal

³⁶ Sml. § 5-11 og 5-15. Dyrnes, Sverre. *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper*. Moderne forretningsjus II. Bergen 2011. s. 96. Nedrelid s. 225.

³⁷ Schwencke mfl. s. 189.

³⁸ NOU 1996:3 s. 73. Boye s. 79. Dahl s. 13.

³⁹ Boye s. 81-82. Schwencke mfl. s. 189-190.

⁴⁰ NOU 1996:3 s. 73-74. Nedrelid s. 230-231. Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 47.

⁴¹ Schwencke mfl. s. 190.

⁴² Moljord (2015) s. 8. Nedrelid s. 232. NOU 1996:3 s. 74 om utbytte.

gjøres fradrag for likviditets- og minoritetsrabatt som oppstår i en slik tvangsinnløsnings situasjon, jf. avs. 74.⁴³

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) la Høyesterett til grunn at aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi var utgangspunktet for «virkelig verdi» etter asl. § 4-24(3) jf. § 4-17(5). Også her la Høyesterett til grunn at det ved verdsettelsen ikke skulle gjøres fradrag for at de innløste aksjene utgjorde en minoritetspost, manglet stemmerett og var illikvide.⁴⁴

På den annen side må det på bakgrunn av Rt-2007-1392 (Flesberg) legges til grunn at det skal gjøres fradrag for omsetningsbegrensninger, og minoritets- og likviditetsrabatter der aksjens antatte omsetningsverdi er utgangspunktet for verdsettelsen.⁴⁵ Samtidig skal subjektive forhold ved den enkelte aksjeerverver som gjør at vedkommende er villig til å betale en høyere pris av strategiske hensyn – kontroll- og synergipremie – ikke tas hensyn til ved fastleggelsen av aksjens antatte omsetningsverdi.⁴⁶ Det er fordi selskapets drift og inntekter på selvstendig grunnlag er utgangspunktet for verddivurderingen.⁴⁷ Heller ikke for de øvrige innløsnings situasjonene – også der verdsettelsesobjektet er selskapets underliggende verdi – skal det gjøres tillegg kontroll- og synergipremie.⁴⁸ Et slikt påslag ville også utgjort en tilfeldig forskjell for aksjeeieren som får aksjene innløst.⁴⁹

Justeringen for rabatter i det ene og ikke det andre tilfellet, er en naturlig konsekvens av verdsettelsesobjektet som legges til grunn. Selskapets underliggende verdi er i prinsippet upåvirket av hva selskapets aksjer omsettes for. Selskapets utleieeiendom og leieinntektene fra denne vil eksempelvis ikke påvirkes av hva selskapets aksjer omsettes for. Aksjens omsetningsverdi gjenspeiler til en viss grad markedets oppfatning av selskapets underliggende verdi, men det er ikke alltid samsvar mellom underliggende verdi og aksjens markedsverdi.⁵⁰ Da blir det feil å hensynta forhold som knytter seg til situasjonen ved omsetning av aksjene.

⁴³ Moljord (2015) s. 9-10. Nedreid s. 229 og 231. Truyen (2008) s. 64.

⁴⁴ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 165.

⁴⁵ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 49 og 51. Moljord (2015) s. 9. Nedreid s. 229-231.

⁴⁶ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 49 jf. LB-2006-53528 (Flesberg overskjønn) s. 12. Moljord (2015) s. 9. Nedreid s. 224-226.

⁴⁷ Nedreid s. 224.

⁴⁸ Moljord (2015) s. 24. Nedreid s. 224-226 med videre henvisninger.

⁴⁹ Woxholth A. s. 84-85.

⁵⁰ Nedreid s. 223. Schwencke s. 189. Woxholth s. 59.

Når målet er å finne aksjens antatte omsetningsverdi, må derimot forhold som normalt påvirker hva kjøperen er villig til å betale for aksjene hensyntas.⁵¹

Ettersom spørsmålet om fradrag for verdijusterende elementer henger sammen med og beror på om aksjene som sådan eller selskapets underliggende verdi er verdsettelsesobjektet, kan det legges til grunn at dersom utløsningssummen etter § 4-25 skal baseres aksjenes på forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier, skal det ikke gjøres fratrukk for verdijusterende elementer.⁵² Derimot må det gjøres fradrag for verdijusterende elementer som omsetningsbegrensninger, minoritet- og likviditetsrabatter dersom verdien skal fastlegges på bakgrunn av aksjenes antatte omsetningsverdi.

Forutsetningen for den videre drøftelsen er at aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi er høyere enn aksjenes omsetningsverdi – aksjene omsettes med rabatt. Videre legges det til grunn én aksjeklasse med like økonomiske og organisatoriske rettigheter.⁵³

1.5 Kort om metoder for verdsettelsen av «aksjens virkelige verdi»

Når verdsettelsesobjektet er bestemt, må «aksjens virkelige verdi» beregnes for å fastsette utløsningssummen. Selve verdsettelsen av «aksjens virkelige verdi» gjøres ved bruk av én eller flere økonomiske *verdsettelsesmetoder*. De økonomiske verdsettelsesmetodene bygger på matematiske formler og beregninger, og hører dermed ikke til den juridiske siden av § 4-25.

1.5.1 Rettslig bestemt verdsettelsesmetode

Spørsmålet er om valget av verdsettelsesmetode for fastsettelsen av utløsningssummen er rettslig bestemt. Verken ordlyden eller forarbeidene sier noe om fremgangsmåten, og gir derfor ikke noe svar. Høyesterett har ikke konkludert på en «riktig» verdsettelsesmetode. Høyesterett var i både Rt-2003-713 (Norway Seafoods) og HR-2016-1439-A (Bergshaven)

⁵¹ Moljord (2015) s. 9. Woxholth A. s. 93.

⁵² LE-2019-55741 s. 10. Moljord (2016) s. 20. Moljord (2015) s. 23-24. Nedreid s. 232-233. Woxholth, A. s. 86 og 93.

⁵³ § 4-1 første sml. andre punktum.

åpen i valg av verdsettelsesmetode; den metoden som var best egnet til å fastslå selskapets underliggende verdi, skulle velges.⁵⁴ Skjønnspraksis har tatt utgangspunkt i forskjellige verdsettelsesmetoder, og også blandet flere ulike verdsettelsesmetoder.⁵⁵ Det kan derfor ikke legges til grunn at verdsettelsen gjøres med en bestemt verdsettelsesmetode.

1.5.2 Kort om økonomisk verdsettelsesmetoder

Verdsettelsesmetodene bygger på matematiske formler, med betydelig innslag av skjønn og teori.⁵⁶ Innslaget av skjønn og usikre forutsetninger gjør det vanskelig å finne frem til en objektiv virkelig verdi, og ulike verdsettelsesmetoder kan gi ulikt resultat.⁵⁷ Den objektive virkelig verdi fremkommer først ved salg mellom frivillige, velinformerte og uavhengige parter.⁵⁸

Verdsettelsesmetodene kan deles inn inntjenings- og balansebaserte metoder. De balansebaserte metodene tar utgangspunkt i selskapets eiendeler og bygger på selskapets bokførte verdier i balansen justert for gjeld og latent skatt. Sentrale metoder er likvidasjonsverdi, substansverdi/verdijustert egenkapital, matematisk verdi/bokført egenkapital og gjenanskaffelsesverdi/etableringskost.⁵⁹ Disse metodene er teknisk enkle.⁶⁰

De inntjeningsbaserte metodene baseres på selskapets betalingsstrømmer eller resultater, og inneholder større innslag av usikre forutsetninger om selskapets fremtidige utvikling.⁶¹ Sentrale metoder er kontantstrømbaserte metoder, resultatbaserte metoder og multiplbaserte metoder.⁶² Kontantstrømbaserte metoder tar utgangspunkt i estimater om selskapets fremtidige kontantstrømmer. Kontantstrømmen er differansen mellom virksomhetens innbetalinger og utbetalinger i en bestemt tidsperiode, som kan være positiv eller negativ.⁶³ Neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer er ansett som den beste modellen for verdiberegninger når det ikke er observerbare markedspriser.⁶⁴ På grunn av inflasjon,

⁵⁴ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 74. HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 165.

⁵⁵ Moljord (2015) s. 10 med videre henvisninger.

⁵⁶ Clausen s. 48. Dahl s. 14.

⁵⁷ Clausen s. 44. Dahl s. 3-4, 14.

⁵⁸ Clausen s. 46. Dahl s. 14. Nedrelid s. 223.

⁵⁹ Boye, Knut og Dahl, Gunnar A. *Verdsettelsesmodeller*. Praktisk økonomi og finans, 01/2002. s. 82-102. s. 88. Clausen s. 39-40. Dahl s. 10.

⁶⁰ Dahl s. 10.

⁶¹ Boye og Dahl s. 101. Dahl s. 4.

⁶² Clausen s. 39. Dahl s. 4.

⁶³ Sml. regnskapsloven § 6-4 og Ot.prp.nr.42 (1997-1998) s. 170.

⁶⁴ Boye og Dahl s. 92-96, 101. Clausen s. 40. Dahl s. 4 og 11. Schwencke mfl. s. 185. NOU 1995:30 s. 91

muligheten til å oppnå alternativ avkastning og usikkerhet om de fremtidige pengene mottas, er en pengesum som mottas i dag mer verdt enn samme pengesum mottatt i fremtiden.⁶⁵ Derfor brukes det en neddiskonteringsrente (avkastningskravet) for å beregne verdien på verdsettelsestidspunktet – nåverdien – av pengene som mottas i fremtiden. Neddiskonteringsrenten tar høyde for tid og risikoen knyttet til selskapet og om estimerte kontantstrømmer realiseres.⁶⁶

1.6 Avgrensninger

Fokuset i oppgaven ligger på den lovregulerte hjemmelen for utløsning av aksjeeier i § 4-25. Asl. § 12-7 åpner for vedtektsbestemt innløsning av aksjer ved nedsettelse av aksjekapitalen. Vedtektene er en selskapsrettslig konstruksjon som innebærer selskapsspesifikke regler som binder selskapet, selskapets organer og aksjeeierne – det er selskapets «grunnlov».⁶⁷ Vedtekter utformes ved selskapsstiftelsen og endres av generalforsamlingen, jf. §§ 2-2 og 5-18. Asl. § 12-7 gir hjemmel til å vedtektsfeste at både selskapet og aksjeeier kan gis rett til å kreve innløsning, og supplerer §§ 4-24 og 4-25. Rettsspørsmål knyttet til utløsning på grunnlag vedtektsbestemmelse vil ikke være gjenstand for nærmere drøftelse.⁶⁸

Til forskjell fra vedtektene regulerer aksjonæravtaler forholdet mellom aksjeeierne på avtalerettslig grunnlag. Aksjonæravtaler er bindende for avtalens parter, og binder ikke selskapet med mindre selskapet er part i aksjonæravtalen.⁶⁹ Dette innebærer at aksjonæravtalen ikke binder selskapet selskapsrettslig – kun avtalerettslig – og må håndheves på linje med andre avtaler.⁷⁰ Aksjonæravtaler regulerer ofte samarbeidet mellom aksjeeierne og utøvelsen av aksjonærrettigheter i selskapet, eksempelvis aksjeeierens krav på og fordeling av styreplasser, daglig leder, stemmegivning, beslutning om utbytte o.l.⁷¹ Brudd på aksjonæravtale kan lede til og være en indikasjon på samarbeidsproblemer i selskapet, som i sin tur kan gi grunnlag for utløsning.⁷² Det er antatt at det er mulig å avtaleregulere utløsning av medaksjonær i aksjonæravtale, med tilhørende avtalereguleringer av prinsippene for

⁶⁵ Nedreid s. 213-214.

⁶⁶ Clausen s. 41. Dahl s. 5-6. Nedreid s. 213-214.

⁶⁷ Woxholth s. 102-103.

⁶⁸ Aarbakke mfl. s. 773 flg. om temaet.

⁶⁹ Woxholth s. 109-110.

⁷⁰ Woxholth s. 113-114.

⁷¹ Woxholth s. 109.

⁷² Eks. Rt-1952-967. Vilkår for utløsning, pkt. 3.2.

beregningen av utløsningssummen.⁷³ Fordi dette bygger på avtalerettslig grunnlag, faller det uten for oppgavens rammer. Utløsningen kan også gjennomføres etter avtale mellom aksjeeier og selskapet, eller tredjepart, jf. § 4-25(3) andre punktum. Dette faller også utenfor oppgavens ramme.

Oppgavens tema er aksjelovens regler. Allmennaksjeloven, som primært regulerer selskaper med større eierspredning, som ofte er børsnotert og kan innhente kapital fra allmennheten, har ingen hjemmel tilsvarende § 4-25.⁷⁴ Aksjelovutvalget fant en slik bestemmelse unødvendig, fordi aksjene i allmennaksjeselskap som utgangspunkt er fritt omsettelige og mer likvide, særlig børsnoterte aksjer.⁷⁵ Normalt er det uproblematisk for aksjeeieren å selge aksjene til en akseptabel pris. Forholdet til allmennaksjeloven vil derfor kun trekkes inn i tilknytning til aktuell rettspraksis og der det har overføringsverdi til sammenfallende bestemmelser, men vil ikke gis nærmere presentasjon utover dette.

1.7 Den videre fremstillingen

I pkt. 2 vil det kort redegjøres for aksjeselskap og aksjeselskapsrettslige hensyn. Disse hensynene ligger til grunn for lovens system og er sentrale i tolkningsprosessen for å fastlegge innholdet i den enkelte rettsregel, herunder § 4-25. Pkt. 3 vil omhandle bakgrunnen og begrunnelsen for § 4-25, samt vilkårene for å få medhold i et krav om utløsning. Det er for å gi en forståelse for behovet og hvilke situasjoner § 4-25 er tiltenkt å løse, og synliggjøre hvilke hensyn som er aktuelle ved utløsningssituasjonen og dermed for spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn. I pkt. 4 vil hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn ved utløsning etter § 4-25 drøftes.

⁷³ Se Normann, Kristin. *Misligholdsbeføyelser ved brudd på aksjonæravtale*. Institutt for privatrettens skriftserie, 175/2009. s. 41-58. s. 54-58.

⁷⁴ Aarbakke mfl. s. 32-33, 86.

⁷⁵ Asl. § 4-15(2) jf. § 4-16(1) sml. asal. § 4-15(1). NOU 1996:3 s. 76-77. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 109-110.

2 Grunnleggende om aksjeselskap og aksjeselskapsrettslige hensyn

Aksjeselskap

En aksje er en ideell eierandel i et aksjeselskap.⁷⁶ Aksjen gir økonomiske og organisatoriske rettigheter, som økonomisk utbytte eller møte- og stemmerett på generalforsamlingen.⁷⁷

Aksjeselskapets øverste myndighet er generalforsamlingen, der aksjeeierne som utgangspunkt har stemmerett jf. §§ 5-1(1) og 5-3(1). Generalforsamlingen velger et styre som har ansvar for selskapets økonomi, forvaltning og organisering.⁷⁸

Vinningsformålet

Dersom ikke annet er fastsatt i vedtektene, er aksjeselskapets formål å skaffe «aksjeeierne økonomisk utbytte», sml. § 2-2(2).⁷⁹ Dette omtales ofte som selskapets overordnede økonomiske formål eller vinningsformålet.⁸⁰

Likhetsprinsippet

Likhetsprinsippet kommer til uttrykk i § 4-1(1) første punktum. Likhetsprinsippet innebærer at alle *aksjer* i samme aksjeklasse skal likebehandles og at aksjene gir like økonomiske og organisatoriske rettigheter i selskapet, jf. § 4-1(1) første punktum. Aksjerettighetene er knyttet til aksjene, jf. § 3-1(2) første punktum.⁸¹ Likhetsprinsippet innebærer eksempelvis at alle aksjer i samme aksjeklasse har rett på like stort utbytte per aksje og at hver aksje gir lik stemmerett på generalforsamlingen.⁸²

⁷⁶ Woxholth s. 30.

⁷⁷ § 8-1, og §§ 5-2(1) og 5-3(1). Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 138. Andenæs mfl. s. 125-126. Woxholth s. 58.

⁷⁸ §§ 6-2(1) og 6-12

⁷⁹ Sml. også § 1-1(3) nr. 2.

⁸⁰ Eks. HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 97. NOU 2016:22 s. 52. Andenæs mfl. s. 344-345. Aarbakke mfl. s. 119 og 506. Woxholth s. 121

⁸¹ Aarbakke mfl. s. 236. Andenæs mfl. s. 127-130. Woxholth s. 77-79.

⁸² § 8-1 og § 5-3(1)

Fordi utløsningen innebærer utbetaling av selskapsformuen til en enkeltaksjonær som øvrige aksjeeiere ikke mottar, aktualiseres likhetsprinsippet ved tolkingen av § 4-25. En slik utbetaling trenger normalt ikke øvrige aksjeeiere å finne seg i.⁸³

Kreditorhensynet

Ansvarsbegrensningen i § 1-2 medfører at aksjeeierne ikke hefter for selskapsforpliktelsene overfor kreditorene. Aksjeeierne har heller ingen plikt til å gjøre innskudd i selskapet utover aksjetegningen.⁸⁴ Ansvarsbegrensningen gjør at kreditorer har få andre dekningsmuligheter enn selskapsformuen dersom selskapet går konkurs. Ettersom kreditt er avgjørende for et velfungerende næringsliv, er en rekke av aksjelovens regler som gjelder disponering av selskapsformuen utformet med hensyn til kreditorinteressen og kreditors dekningsmulighet, og må tolkes i lys av dette.⁸⁵

Asl. § 4-25 skal ikke primært ivareta kreditorinteressen, men aksjonærfellesskapet. Selv om det er forutsatt at kreditorinteressen er tilstrekkelig ivaretatt gjennom måten utløsning gjennomføres på, er kreditorhensynet likevel relevant fordi virkningene av utløsning reduserer selskapsformuen dersom utbetalingen finansieres ved kapitalnedsettelse eller av selskapets frie egenkapital.⁸⁶

Majoritetsprinsippet og minoritetshensynet

Generalforsamlingen er selskapets øverste organ og myndighet, jf. § 5-1(1). Aksjeeierne har møte- og stemmerett på generalforsamlingen, jf. §§ 5-2(1) og 5-3(1). Asl. § 5-17(1) fastsetter at «en beslutning på generalforsamlingen krever flertall av de avgitte stemmer (alminnelig flertall) for å være gyldig, med mindre det foreligger særlig rettsgrunnlag for noe annet».⁸⁷ Flertallet kan derfor treffe beslutninger i strid med minoritetens ønske, noe minoritetsaksjonærene normalt må akseptere. Flertalls-/majoritetsprinsippet skal ivareta at selskapet er styringsdyktig og effektivt ledet.⁸⁸ Samtidig gir majoritetsprinsippet et

⁸³ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108-109. NOU 1996:3 s. 76.

⁸⁴ Sml. selskapsloven §§ 2-4 og 1-2(1) bokstav b. Woxholth s. 120. Aarbakke mfl. s. 90-91.

⁸⁵ Eks. § 3-4 jf. § 3-5, § 3-6, § 8-1 osv. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 14. Ot.prp.nr.36 (1993-1994) s. 46 og 49. Aarbakke mfl. s. 27, 90-91. Woxholth s. 120.

⁸⁶ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. s. 108. Om virkningene av utløsning, pkt. 3.4.

⁸⁷ Det samme gjelder for valg og ansettelse, jf. § 5-17 (2). Styrebeslutninger og valg og ansettelse krever også alminnelig flertall, jf. §§ 6-25 og 6-26. I ansvarlige selskaper kreves det enstemmighet på selskapsmøtet, jf. sel. § 2-12(1).

⁸⁸ HR-2020-1947-A avs. 39. Andenæs mfl. s. 296-298. Woxholth s. 73-74.

styringsrom som muliggjør maktmisbruk og overkjøring av minoritetsaksjonærene. Som følge av aksjeminoritetens begrensede innflytelse på styringen av selskapet og aksjemajoritetens styringsrom, har aksjeloven regler for å verne aksjeminoriteten. Dette omtales som minoritetsrettigheter, minoritetsvern eller minoritetshensynet.⁸⁹

For å sikre legitimitet rundt beslutninger av større viktighet for aksjeeierne, er det strengere krav til stemmeovervekt og deltagende aksjekapital enn det alminnelige flertallskravet ved eksempelvis vedtektsendringer eller innføring av aksjeklasser med ulike rettigheter, jf. §§ 5-18 og 5-20(1) nr. 4.⁹⁰ I andre sammenhenger er kravet til stemmeovervekt lavere for å gi aksjeminoriteten muligheten til å få vedtatt forslaget, typisk vedtak som innebærer kontroll av majoritetens styring av selskapet, som at tingretten får ansvaret for selskapsavvikling i § 16-14(1).⁹¹

Andre regler gir rettsmidler for å forhindre majoritetens misbruk, eksempelvis muligheten til anfektelsessøksmål og granskning, jf. §§ 5-22 og 5-25. Helt sentrale bestemmelser for å verne om minoritetsaksjonærene er §§ 5-21 og 6-28 (myndighetsmisbruk), som setter materielle skranker for hva generalforsamlingen og styret kan beslutte.

En viktig rettighet for å styrke og verne aksjeminoriteten er § 4-24, som gir aksjeeieren rett til å kreve innløsning ved myndighetsmisbruk, misbruk av innflytelse i selskapet eller alvorlig og varige motsetningsforhold.⁹² Selv om § 4-25 har et annet utgangspunkt, er minoritetshensynet likevel relevant ved tolkningen av bestemmelsen. Asl. § 4-25 retter seg både mot tilfeller av misbruk fra minoritetsaksjonæren og tilfeller som ikke forutsetter noe skyld fra minoritetsaksjonæren. Bestemmelsen § 4-25 er en rettighet reservert for aksjemajoriteten fordi beslutning om utløsningssøksmål mot aksjeeieren krever flertall på generalforsamlingen.⁹³ Derfor kan en majoritetsaksjonær misbruke flertallsprinsippet gjennom forsøk på ubegrunnede utløsningssøksmål mot minoriteten.

⁸⁹ NOU 1996:3 s. 73-74. Woxholth. s. 74-75. HR-2020-1947-A avs. 39.

⁹⁰ §§ 5-18 til 5-20. § 5-20 krever tilslutning fra alle selskapets aksjeeiere.

⁹¹ Eksempelvis § 5-6(2) styrets plikt til innkalling til ekstraordinær generalforsamling, § 5-25(2) om granskning, § 7-3(2) om nyvalg av revisor, § 8-4(1) rettslig fastsettelse av utbytte, § 17-4(1) erstatningsansvar på tross av beslutning om ansvarsfrihet.

⁹² NOU 1996:3 s. 74-75.

⁹³ Sml. NOU 1996:3 s. 75. Vilkårene for utløsning, pkt. 3.2-3.3.

3 Om § 4-25

3.1 Bakgrunn og begrunnelse

Asl. § 4-24 om innløsning og § 4-25 om utløsning av aksjeeier var nye av aksjeloven 1997.⁹⁴ Det klare utgangspunktet er at aksjeeieren kvitter seg med aksjene i aksjeselskapet gjennom frivillig avhendelse til en markedsbasert pris, jf. § 4-15(1). Det innebærer at aksjeeieren har risikoen for verdifall på aksjene som følge av selskapets utvikling og andre forhold etter aksjeinnskuddet eller -ervertet, få eller ingen kjøpere eller at det ikke tilbys en akseptabel pris i aksjeeiernes øyne.⁹⁵ Derfor utgjør § 4-25 en unntaksregel, og omtales i forarbeidene som en «sikkerhetsventil i lovverket».⁹⁶ Terskelen for at utløsningskravet fører frem er følgelig høy.⁹⁷

Behovet for § 4-25 må ses i sammenheng med at bestemmelsens tiltenkte anvendelsesområde er «selskaper med mindre aksjespredning hvor aksjeeierne har en nær tilknytning til selskapet og dets virksomhet». Her vil organiseringen som aksjeselskap ofte være en «ramme for samarbeid[et]».⁹⁸ Aksjer i mindre aksjeselskap er ikke gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning, og muligheten til å finne en kjøper til en akseptabel pris er dermed begrenset.⁹⁹ Situasjoner som oppfyller vilkårene i § 4-25(1) gjør markedet for aksjene mindre, fordi omstendighetene gjør selskapet lite attraktivt. Dette forsterkes av – på tross av hovedregelen om at aksjer er fritt omsettelige – at lovens normalordning er at aksjeervert krever samtykke fra selskapets styre, sml. § 4-15(1) og § 4-15(2) jf. § 4-16(1).¹⁰⁰ Hovedregelen om fri omsettelighet praktiseres derfor med betydelig modifikasjon. Kravet om godkjenning av ny aksjeeier innebærer at det kan være vanskeligere å finne en kjøper.¹⁰¹

Samlet medfører dette at å selge aksjene ikke alltid er «et reelt alternativ» fordi det vil være «vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris som tilsvarer

⁹⁴ NOU 1996:3 s. 75. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 138.

⁹⁵ NOU 1996:3 s. 74-75.

⁹⁶ NOU 1996:3 s. 76. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 108 og 110.

⁹⁷ Aarbakke mfl. s. 315

⁹⁸ NOU 1996:3 s. 75.

⁹⁹ NOU 1996:3 s. 73-74. Bråthen, Tore. *Innløsning og utelukkelse av aksjonær*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 4/1999. s. 86-107. s. 89. Woxholth s. 74.

¹⁰⁰ NOU 1996:3 s. 75.

¹⁰¹ Samtykke kan bare nektes på «saklig grunn», jf. § 4-16(2) første punktum.

aksjenes underliggende verdi». Asl. §§ 4-24 og 4-25 skal avbøte denne svikten i markedsmekanismene.¹⁰²

3.2 Vilkårene for utløsning etter § 4-25

3.2.1 «ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig»

Etter § 4-25(1) nr. 1 kan retten utløse en aksjeeier som ved «mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig». Ordlyden «krenket [...] vesentlig» er et kvalifiserende uttrykk som fortsetter klanderverdig opptreden, som innebærer at ikke ethvert mislighold vil være tilstrekkelig for utløsning. Om misligholdet utgjør en vesentlig krenkelse, beror etter ordlyden på en totalvurdering av forholdene som påberopes. Forarbeidene fremhever situasjonen der aksjeeierens forhold «vesentlig kan skade selskapets virksomhet» bør gi adgang til å utløse vedkommende.¹⁰³

Ifølge forarbeidene skal vilkåret omfatte det samme som § 4-24(1) nr. 2, der en «aksjeeier i selskapet har misbrukt sin innflytelse i selskapet».¹⁰⁴ Misbruk av innflytelse i selskapet er derfor et mislighold av selskapsforholdet som kan gi grunnlag for utløsning. Til § 4-24(1) nr. 2 er det uttalt at bestemmelsen skal ramme tilfeller der en dominerende aksjeeier utøver innflytelse i selskapet på andre måter enn gjennom selskapsorganene.¹⁰⁵ Innflytelse kan eksempelvis følge av større aksjeposter, aksjonæravtaler eller stilling som daglig leder. Misbruk av innflytelse kan bestå i indirekte påvirkning av styremedlemmer, generalforsamling eller avtaleinngåelse på vegne av selskapet for egen vinning.¹⁰⁶

Ordlyden i § 4-25(1) nr. 1 er imidlertid videre formulert enn § 4-24(1) nr. 2, slik at også andre typer mislighold av selskapsforholdet er omfattet.¹⁰⁷ Generelt har ikke aksjeeierne et omfattende sett av plikter overfor selskapet, utover å betale aksjeinnskuddet jf. § 1-2(2).¹⁰⁸ Som det uttales i HR-2020-1947-A, står i utgangspunktet en «aksjeeier fritt til å ivareta egne

¹⁰² NOU 1996:3 s. 75-76.

¹⁰³ NOU 1996:3 s. 76.

¹⁰⁴ NOU 1996:3 s. 126.

¹⁰⁵ NOU 1996:3 s. 125.

¹⁰⁶ Bråthen (1999) s. 92 jf. Rt-1997-1330.

¹⁰⁷ Aarbakke mfl. s. 314.

¹⁰⁸ Andenæs mfl. s. 127.

interesser uten at det medfører ansvar».¹⁰⁹ Høyesterett la til grunn at aksjeloven må suppleres med en alminnelig lojalitetsplikt.¹¹⁰ Det er først når aksjeeieren i kraft av denne posisjonen utøver sine aksjonærrettigheter som stemmegivning, at aksjeeieren må forholde seg til lover og vedtekter, spesielt § 5-21. Stemmegiving i strid med bestemmelser i lover og vedtekter, kan innebære et mislighold av selskapsforholdet. Andre eksempler på mislighold av selskapsforholdet kan være *minoritetsmisbruk*, manglende overholdelse av biforpliktelse etter vedtektene, tegningsvilkår eller aksjonæravtale, eksempelvis konkurranseforbud.¹¹¹ Forsøk på å urettmessig få utbetalt penger fra selskapet, er ansett omfattet av nr. 1.¹¹²

3.2.2 «alvorlig og varig motsetningsforhold»

Vilkåret «alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet» er identisk med § 4-24(1) nr. 3. Det tilsier at §§ 4-25(1) nr. 2 og 4-24(1) nr. 3 skal tolkes likt, noe forarbeidene bekrefter.¹¹³

Ordlyden «alvorlig» tilsier en høy terskel, og at motsetningsforholdet må gå ut over normal uenighet om forretningsmessige disposisjoner og strategier. Forarbeidene beskriver at situasjonen må være av så «dyptgripende karakter at det ikke kan forventes at aksjeeieren skal fortsette deltakerforholdet». Ordlyden «varig» innebærer at det motsetningsforholdet ikke kan være forbigående. I forarbeidene fremgår det at motsetningsforhold ikke kan dreie seg om «enkelstående episode eller har vart en kort tid», men må være av «en slik fasthet at det er liten grunn til å tro at det kan rette seg».¹¹⁴

Ordlyden retter oppmerksomheten på motsetningsforholdets virkninger, som må gå utover selskapets drift. Opphavet til motsetningsforholdet avgrenses derfor ikke av ordlyden, og kan komme både av selskapsspesifikke forhold og forhold som ikke har utspring i selskapets virksomhet. Motsetningsforholdet kan bestå av legitime innsigelser og uenigheter knyttet til selskapets virksomhet, drift og strategi. Uenighetene kan også ha sitt opphav i klanderverdige forhold, men det er ingen forutsetning at aksjeeieren har krenket selskapsforholdet gjennom

¹⁰⁹ HR-2020-1947-A avs. 36. Dommen gjelder majoritetsaksjonærs erstatningsansvar etter § 17-1. Dissens (3-2) om ansvarsgrunnlaget, men enighet om de rettslige utgangspunktene, jf. avs. 87.

¹¹⁰ HR-2020-1947-A avs. 45.

¹¹¹ Minoritetsmisbruk: Truyen, Filip. *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*. Jussens Venner, 05-06/2004. s. 305-328. s. 324-325. Annen misbruk: Aarbakke mfl. s. 314. Bråthen (1999) s. 101 jf. Rt-1966-648.

¹¹² LB-2008-080764.

¹¹³ NOU 1996:3 s. 126.

¹¹⁴ NOU 1996:3 s. 126 jf. 125.

mislighold for at vilkåret er oppfylt, sammenliknet med § 4-25(1) nr. 1.¹¹⁵ Typisk vil uenigheter om strategi, drift eller svikt i tillit til øvrige aksjeeieres forretningsmessige ferdigheter som gjør det vanskelig å treffe beslutninger i styret eller på generalforsamlingen omfattes av vilkåret, fordi det kan gå ut over driften og styringen av selskapet.

3.2.3 «andre tungtveiende grunner»

Ordlyden «andre tungtveiende grunner» i § 4-25(1) nr. 2 er åpen og legger få begrensninger på hvilke forhold som kan utgjøre grunnlag for utløsning. Vilkåret er ikke drøftet i forarbeidene, ut over at det kreves en «klar interesseovervekt i favør av selskapets interesse i utløsning».¹¹⁶

Ettersom ordlyden er så åpen, vil også motsetningsforhold som ikke direkte påvirker driften kunne gi grunnlag for utløsning. Eksempler på «tungtveiende grunner» kan være straffbare fysiske handlinger overfor en annen aksjeeier, økonomisk utroskap og underslag av selskapets midler eller sykdom som umuliggjør videre deltakelse i driften av selskapet.¹¹⁷

3.3 Prosessuelle rammer for utløsning

Selskapets beslutning om å gå til utløsningssøksmål mot aksjeeier treffes av generalforsamlingen med alminnelig flertall etter forslag fra styret, jf. § 4-25(2) jf. § 5-17(1).¹¹⁸ Aksjeeieren som søkes utløst er inhabil i avstemningen på generalforsamlingen, jf. § 5-3(4).¹¹⁹ Forarbeidene forutsetter at det er «en minoritetsaksjeeier som kreves utløst» og bestemmelsen er ikke «ment å gi en minoritetsgruppering mulighet til å utløse en majoritetsaksjeeier».¹²⁰ Majoritetsaksjeeier må her forstås som mer enn 50 % av aksjene.¹²¹ Søksmålet må trolig fremmes innen «rimelig tid» etter de forhold som gir grunnlag for utløsning har oppstått.¹²²

¹¹⁵ NOU 1996:3 s. 125.

¹¹⁶ NOU 1996:3 s. 126.

¹¹⁷ Sml. sel. § 2-36(1) c) jf. NOU 1980:19 s. 127. De samme forholdene kan være omstendigheter som gir grunnlag for utelukkelse etter asl. § 4-25(1) nr. 2. Aarbakke mfl. s. 315. Bråthen (1999) s. 102.

¹¹⁸ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 138. Bråthen (1999) s. 102.

¹¹⁹ Bråthen, Tore. *Inhabilitet på generalforsamlingen i aksjeselskaper*. Moderne forretningsjus III. Oslo 2016. s. 53. Bråthen (1999) s. 103.

¹²⁰ NOU 1996:3 s. 126.

¹²¹ LB-2015-137573 s. 15.

¹²² NOU 1996:3 s. 126 sml. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 108-109, 110 og 138. Bråthen (1999) s. 98 og 103.

3.4 Virkningen av utløsning

Ordlyden «utløse en aksjeeier» innebærer at aksjeeieren utløses i sin helhet, jf. § 4-25.¹²³

Aksjeeieren vil ikke lenger være aksjeeier i selskapet og mister sine aksjonærrettigheter.¹²⁴

Retten fastsetter utløsningssummen, som selskapet kan yte ved at «aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen» eller at selskapet overtar og eier aksjene «innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte etter § 8-1», jf. 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(4) første og andre punktum.¹²⁵ Det skal ifølge forarbeidene ivareta hensynet til kreditorene, ettersom det ikke medfører at selskapskapitalen disponeres over i større utstrekning enn selskapet har anledning til etter alminnelige regler.¹²⁶ Løsningssummen vil likevel kunne innebære en vesentlig økonomisk byrde for selskapet og dermed kreditorene, eksempelvis ble den i Bergshaven-saken fastsatt til MNOK 248,6.¹²⁷

¹²³ NOU 1996:3 s. 126. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 138.

¹²⁴ Sml. §§ 4-2 og 4-7.

¹²⁵ NOU 1996:3 s. 126. § 9-6(2) gjelder for ervervet av egne aksjer, jf. 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(4) tredje punktum. Kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet må ivaretas, jf. § 8-1(4) jf. § 3-4.

¹²⁶ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108.

¹²⁷ Sml. HR-2016-1439-A avs. 134 jf. LA-2016-115887. Gjelder direkte § 4-24, men virkningen er lik. Om dommen, pkt. 4.4.3.

4 Verdssettelsesobjektet ved utløsning etter § 4-25

4.1 Ordlyden

Spørsmålet er om ordlyden gir anvisning på hvilket verdssettelsesobjekt som skal legges til grunn for beregningen av utløsningssum etter § 4-25. Verdssettelse av aksjene etter § 4-25 følger av henvisning til § 4-17(5). Ordlydstolkningen må følgelig baseres på denne. Gjennom krysshenvisningene følger det at utløsningssummen etter § 4-25 skal «fastsettes etter aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt». Kravet må anses fremsatt ved begjæring om utløsning til tingretten.¹²⁸

Ordlyden «*aksjens virkelige verdi*» kan indikere at det er aksjen som sådan som skal verdsettes. Aksjens omsetningsverdi vil fremgå gjennom prisen erververen er villig til å betale når aksjen omsettes. Aksjens markedsverdi vil være påvirket av selskapet og dets underliggende verdi, men markedsverdien kan avvike fra selskapets underliggende verdi grunnet minoritets- og likviditetsrabatter.¹²⁹ Når ordlyden henspiller til nettopp «*aksjens virkelige verdi*» – som ikke er ensbetydende med aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi – kan dette indikere at aksjen som sådan og dennes omsetningsverdi som må legges til grunn.

En aksje er en eierandel i aksjeselskapet og representerer en forholdsmessig ideell andel i selskapets underliggende verdi/kapital.¹³⁰ Det kan tilsi at når ordlyden peker på «*aksjens virkelige verdi*», henviser det til aksjens faktiske forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi, og ikke omsetningsverdien som påvirkes av andre forhold enn selskapets eiendeler og kontantstrøm.¹³¹

Som Høyesterett påpeker i Rt-2007-1392 (Flesberg) ved tolkningen av «*aksjens virkelige verdi*» i § 4-17(5), er ordlyden uklar.¹³² Det er vanskelig å si at ordlyden trekker i den ene

¹²⁸ Sml. HR-2016-1439-A (Bergshaven) og LB-2007-3799/RG-2008-752.

¹²⁹ Se pkt. 1.4. Schwencke mfl. s. 189.

¹³⁰ Aarbakke mfl. s. 230. Nedreliid s. 215.

¹³¹ Se pkt. 1.4.1.

¹³² Avs. 28.

eller andre retning. Begge løsningene ligger innenfor bestemmelsen ordlyd, slik at det ikke utgjør et hinder for noen av tolkningsalternativene.

Systembetragtninger/kontekstuell tolkning

Hensynet til sammenheng i bestemmelsen kan tilsi at utløsningssummen skal baseres på aksjens antatte omsetningsverdi. I Rt-2007-1392 (Flesberg) utgjorde sammenhengen i bestemmelsen et tungtveiende argument for at aksjens antatte omsetningsverdi ble lagt til grunn, da alternativene til innløsning ville gitt en markedsbasert pris.¹³³ Det følger av § 4-25(3) andre punktum at utløsningskravet ikke kan tas til følge om «aksjeeieren er villig til å overdra aksjene til en kjøper selskapet utpeker mot et vederlag som minst tilsvarer utløsningssummen». Dersom den presumtivt høyere utløsningssummen med utgangspunkt i aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi legges til grunn, er det vanskelig å finne kjøpere som vil betale «et vederlag som minst tilsvarer utløsningssummen». Ved senere salg vil kjøperen få en lavere omsetningsbasert pris.¹³⁴ Dersom § 4-25(3) andre punktum skal ha en realitet, tilsier det at aksjens antatte omsetningsverdi legges til grunn.¹³⁵

Også henvisningen til verdsettelsesnormen i § 4-17(5) kan tilsi at aksjens antatte omsetningsverdi skal legges til grunn. Det følger av Rt-2007-1392 (Flesberg) at innløsningssummen ved innløsning etter samtykkenekt til aksjeervert etter § 4-17(5) skal baseres på aksjens antatte omsetningsverdi.¹³⁶ Asl. § 4-25(3) første punktum henviser til § 4-17(5) og forarbeidene uttaler at «utløsningssummen skal fastsettes etter reglene i § 3-13 tredje ledd» – som tilsvarer § 4-17(5).¹³⁷ Når ordlyden i § 4-25 henviser til at utløsningssummen skal fastsettes etter regelen i § 4-17(5) – hvor det er lagt til grunn at innløsningssummen skal svare til aksjens antatte omsetningsverdi – tilsier ordlyden og retts tekniske hensyn at samme prinsipp legges til grunn for fastsettelsen av utløsningssummen etter § 4-25.¹³⁸

Innløsning etter krav fra aksjeeier etter § 4-24 henviser også til § 4-17(5) for fastsettelsen av løsningssummen. I HR-2016-1439-A (Bergshaven) la Høyesterett til grunn at innløsningssummen ved innløsning etter § 4-24 skal baseres på selskapets underliggende

¹³³ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 40 og 43. Se pkt. 4.4.2.

¹³⁴ Unntak kan tenkes i eksempelvis vekstselskaper (eks. teknologiselskaper) med stort potensiale.

¹³⁵ Sml. Moljord (2015) s. 13.

¹³⁶ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 41.

¹³⁷ NOU 1996:3 s. 122.

¹³⁸ Tilsvarende HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 148.

verdi. Høyesterett mente at henvisningen til § 4-17(5) innebar at ordlyden i § 4-24(3) trakk i retningen av samme verdsettelsesprinsipp som Flesberg-dommen la til grunn for § 4-17(5) – aksjens antatte omsetningsverdi. Det ble imidlertid tillagt begrenset vekt.¹³⁹

Som etter § 4-25 kan aksjene ikke innløses dersom selskapet utpeker en annen til å overta dem mot et vederlag som minst svarer til innløsningssummen, jf. § 4-24(2) andre punktum. Også for § 4-24 kan det derfor argumenteres at dersom muligheten til at tredjemann overtar aksjene skal ha en realitet, tilsier det at aksjene innløses til antatt omsetningsverdi. Kjøperen vil neppe betale merprisen sammenliknet med omsetningsverdien.¹⁴⁰ Argumentet ble derimot ikke vurdert i HR-2016-1439-A (Bergshaven).

Selv om ordlyden og retts tekniske hensyn kan trekke i retning av at antatt omsetningsverdi legges til grunn, viser Høyesteretts tilnærming i HR-2016-1439-A (Bergshaven) at ordlyden og de retts tekniske hensynet knyttet til lik tolkning av «aksjens virkelige verdi» i ulike sammenhenger anses lite tungtveiende i spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn. Derfor gir verken en ren ordlydstolkning eller en kontekstuell tolkning et tydelig svar på hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn.

4.2 Forarbeider

Spørsmålet er om forarbeidene kan gi klarhet i hva som ligger i «aksjens virkelige verdi» og verdsettelsesobjektet som skal legges til grunn ved utløsning etter § 4-25. Forarbeidene har ingen nærmere redegjørelse eller drøftelse av fastsettelsen av utløsningssummen etter § 4-25. Det uttales kun at «utløsningssummen skal fastsettes etter reglene i § 3-13 tredje ledd» – tilsvarende § 4-17(5).¹⁴¹ Dermed blir forarbeidene til § 4-17(5) sentrale.

Til § 4-17(5) er det uttalt at uttrykket «virkelig verdi» skal forstås i samsvar med uttrykket i regnskapsmessig sammenheng.¹⁴² Dagens regnskapslov har ingen definisjon av «virkelig verdi», som ble ansett å være et «innarbeidet lovuttrykk».¹⁴³ Den tidligere regnskapsloven og aksjeloven definerte «virkelig verdi» for omløpsmidler som «salgsverdien etter fradrag for salgskostnadene», altså omsetningsverdien, jf. regnskapsloven 1977 § 20(2) og asl. 1976 §

¹³⁹ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 148, 163 og 165.

¹⁴⁰ Moljord (2015) s. 16

¹⁴¹ NOU 1996:3 s. 126.

¹⁴² Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 31-33. NOU 1996:3 s. 122.

¹⁴³ Forarbeidene til dagens regnskapslov, NOU 1995:30 s. 130.

11-9(2).¹⁴⁴ Ifølge forarbeidene til regnskapsloven skal «virkelig verdi» forstås som det universelle verdibegrepet. Det universelle verdibegrepet

«uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente».¹⁴⁵

Om beregningen av nåverdien, uttaler forarbeidene at:

«For finansielle eiendeler [aksjer] som omsettes i et perfekt eller et effisient marked, er markedsverdien i dag beste anslag på nåverdien av antatt fremtidig salgspris, uansett tidshorisont.»¹⁴⁶

I et perfekt eller effisient kapitalmarked har investorer fullstendig og korrekt offentlig og ikke-offentlig kursrelevant informasjon. I et slikt marked vil aksjekursen «umiddelbart avspeile all tilgjengelig og relevant informasjon».¹⁴⁷ Aksjekursen vil derfor reflektere markedets gjennomsnittlige oppfatning av nåverdien til selskapets underliggende eiendeler og dermed kunne gi et riktig bilde av aksjens virkelige verdi.¹⁴⁸

Forarbeidene til regnskapsloven trekker følgelig tydelig i retning av at lovgiver har siktet til omsetningsverdien ved bruk av uttrykket «virkelig verdi». Spørsmålet er i hvilken grad dette har overføringsverdi til § 4-25. Uttalelsen om markedsverdi som beste anslag på nåverdi forutsetter et effisient marked. Større aksjemarkeder som aksjebørser er ansett som effisiente.¹⁴⁹ Kun aksjer i allmennaksjeselskap kan omsettes på børs, ikke aksjer i aksjeselskap.¹⁵⁰ Aksjer i aksjeselskap er heller ikke normalt gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning.¹⁵¹ Enkelte aksjeselskaper kan handles på OTC-listen (over the counter). Dette er imidlertid en markedsplass – ikke en børs – for unoterte aksjer, og gjelder et fåtall regulære aksjeselskap.¹⁵² En slik markedsplass er derfor et unntakstilfelle. Selskapene har også begrenset informasjonsplikt sammenliknet med børsnoterte selskaper. Generelt har ikke aksjeselskap samme informasjon- og meldeplikt om selskaps- og kursrelevant

¹⁴⁴ NOU 1995:30 s. 130. Nedrelid s. 208-209.

¹⁴⁵ NOU 1995:30 s. 130.

¹⁴⁶ NOU 1995:30 pkt. 4.3.6 s. 131-132.

¹⁴⁷ NOU 1995:30 pkt. 3.2. Woxholth s. 60.

¹⁴⁸ Moljord (2015) s. 23. Nedrelid s. 219.

¹⁴⁹ Nedrelid s. 219-220.

¹⁵⁰ FOR-2007-06-29-876 Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) § 13-2(1).

¹⁵¹ NOU 1996:3 s. 73.

¹⁵² Bergo, Knut. *Børs og verdipapirrett*. Oslo 2014. 4 utg. s. 93 og 221. Euronext NOTC/Verdipapirforetakenes forbund. *Hvordan OTC-systemet fungerer*. 2018.

informasjon sammenliknet med allmennaksjeselskap.¹⁵³ Aksjekursen vil da ikke ha priset inn all tilgjengelig og relevant informasjon, og markedet for aksjer i aksjeselskap er derfor ikke effisient.

Det er følgelig flere forskjeller mellom den situasjonen regnskapslovens forarbeider beskriver, og den faktiske situasjonen ved utløsning etter § 4-25. Regnskapslovens forarbeider klargjør ikke hva som er den beste metoden for å beregne nåverdien i ikke-effisiente markeder. Aksjelovens forarbeider redegjør eller drøfter ikke hva disse forskjellene har eller kan ha å si for beregningen av utløsningssummen, herunder om det samme skal gjelde for ikke-effisiente markeder. Det usikkert i hvilken grad lovgiver har hatt vært bevisst ulikhetene når forarbeidene kun henviser til hva som fremgår av forarbeidene til § 4-17(5). Det svekker den rettskildemessige vekten av regnskapslovens betraktninger ved spørsmålet om verdsettelsesobjektet etter § 4-25.

Utover henvisningen til virkelig verdi i regnskapsmessig sammenheng, uttaler forarbeidene direkte til § 4-17(5) at:

«Aksjenes virkelige verdi må beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi. I selskaper hvor det er liten omsetning av selskapets aksjer, kan det imidlertid være vanskelig å konstatere noen omsetningsverdi. I mangel av slike holdepunkter vil den prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet kunne gi veiledning.»¹⁵⁴

Også her trekker forarbeidene tydelig i retning av aksjenes antatte omsetningsverdi. Uttalelsen om utgangspunkt i antatt omsetningsverdi samsvarer med henvisningen til markedsverdi – omsetningsverdi – i regnskapslovens forarbeider. Verdsettelsen av aksjer etter § 4-17(5) skjer i forbindelse med at en aksjeerverver blir nektet styresamtykke til ervervsen, jf. § 4-15(2) jf. § 4-16(1). Aksjeeieren har – som en av flere alternativer – muligheten til å kreve aksjene innløst.¹⁵⁵ Situasjonen er betinget av et forutgående aksjesalg mellom forutsetningsvis frivillige og velinformerte parter. Som forarbeidene fremhever, kan salgsprisen gi veiledning til aksjens antatte omsetningsverdi.

Til forskjell fra § 4-17(5) har det ved § 4-25 ikke skjedd et forutgående frivillig salg av aksjer mellom velinformerte parter. Situasjonen der § 4-25 er aktuell, tilsier svært begrenset – om

¹⁵³ Sml. verdipapirhandelloven § 4-2 og §§ 5-4 til 5-14. MAR artikkel 17 (1). Bergo s. 120.

¹⁵⁴ NOU 1996:3 s. 122.

¹⁵⁵ Øvrige alternativer etter § 4-17 vil gi en markedsbasert pris, jf. Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 40.

noen – omsetning av selskapets aksjer. Dermed vil det ikke være en avtalt pris å ta utgangspunkt i. Likevel viser forarbeidene at der det er begrenset med aksjeomsetning av selskapets aksjer etter § 4-17(5), er retten henvist til å ta utgangspunkt i selskapets verdi, for så å gjøre skjønnsmessige fradrag for rabatter for å beregne aksjens antatte omsetningsverdi.¹⁵⁶ På tross av ulikhetene i situasjonen etter §§ 4-25 og 4-17, viser forarbeidene at tidligere omsetning av aksjene i selskapet ikke er en nødvendig forutsetning for å legge til grunn aksjens antatte omsetningsverdi. For § 4-25 vil det riktig nok mangle et holdepunkt i form av et forutgående aksjesalg ved fastsettelsen av omsetningsverdien, men forarbeidene tatt i betraktning kan det ikke være avgjørende argument mot å legge til grunn antatt omsetningsverdi at det ikke tidligere har skjedd avtalebasert omsetning av aksjer i forkant av utløsningen.¹⁵⁷

Samlet sett trekker de nevnte forarbeidsuttalelsene relativt tydelig i retning av at antatt omsetningsverdi skal ligge til grunn for fastsettelsen av utløsningssummen. En sammenlikning av situasjonen som beskrives i forarbeidene til §§ 4-17 og 4-25 viser flere ulikheter, som begrenser forarbeidenes vekt. Forarbeidene drøfter heller ikke likhetene og forskjellene ved §§ 4-17 og 4-25, eller klargjør hvorvidt uttalelsene står seg på tross av ulikhetene. Dette er også med på å svekke overføringsverdien forarbeidene har for spørsmålet etter § 4-25.

4.3 Forarbeidene om formålet med § 4-25

Spørsmålet er om formålet og hensynene bak § 4-25 kan gi anvisning på verdsettelsesobjektet ved utløsning etter § 4-25. Da Høyesterett i HR-2016-1439-A (Bergshaven) vurderte de siterte forarbeidsuttalelsene til § 4-17 i relasjon til § 4-24, var konklusjonen at forarbeidsuttalelsene trakk i retning av antatt omsetningsverdi.¹⁵⁸ Høyesterett tolket imidlertid Flesberg-dommen slik at hvilke hensyn som ligger bak de forskjellige innløsningssituasjonene kan tilsi ulike løsninger på problemstillingen, og så derfor delvis bort fra de nevnte uttalelsene.¹⁵⁹ I Bergshaven-dommen fulgte Høyesterett opp denne tilnærming til problemstillingen. Da Høyesterett konkluderte med et annet verdsettelsesobjekt i Bergshaven-

¹⁵⁶ Jf. sitatene ovenfor. NOU 1996:3 s. 122. Andenæs mfl. s. 194. LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo) s. 7.

¹⁵⁷ Sml. Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 50.

¹⁵⁸ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 143. Om dommen, pkt. 4.4.3.

¹⁵⁹ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 144-148.

dommen enn Flesberg-dommen, la Høyesterett stor vekt på at innløsningsretten etter § 4-24 hadde et annet formål enn § 4-17 og at det lå ulike hensyn bak bestemmelsene.¹⁶⁰ Derfor må det undersøkes hva forarbeidene sier om formålet til § 4-25, relevante hensyn og hvilke situasjoner bestemmelsen er tiltenkt å løse.

I tilknytning til § 4-25 og mindre aksjeselskaper med få eiere tett tilknyttet driften og samarbeidet, påpeker forarbeidene at dyp splittelse kan være «til vesentlig skade for selskapet som sådan». Det kan derfor være nødvendig med en lovhjemmel for å utløse enkeltaksjeeiere.¹⁶¹ Følelig står hensynet til selskapets fortsatte virksomhet og drift sentralt i begrunnelsen for § 4-25. Det gjenspeiles i vilkårsutformingen, der «mislighold [som] har krenket *selskapsforholdet* vesentlig» og alvorlige og varige motsetningsforhold vedrørende «*driften av selskapet*» kan gi grunnlag for utløsning, jf. § 4-25(1) nr. 1 og 2.

Hensynet til selskapets drift henger sammen med hensynet til vernet av selskapets kapital. Forarbeidene påpeker at hensynet til vernet av selskapskapitalen står i samme stilling etter §§ 4-24 og 4-25, fordi løsningssummen ytes gjennom kapitalnedsettelse eller at selskapet overtar aksjene innenfor rammen av fri egenkapital, jf. § 4-25(3) første punktum jf. § 4-24(4) andre og tredje punktum.¹⁶² Det kan heves at det for vernet av selskapskapitalen – og dermed selskapet, kreditorene og øvrige aksjeeiere – vil være bedre at utløsningssummen baseres på aksjens antatte omsetningsverdi. Utbetalingen av utløsningssummen vil utgjøre mindre belastning for selskapets kapitalgrunnlag. Kreditorene vil ha bedre dekningsgrunnlag, selskapet større kapitalgrunnlag for videre drift og aksjeeierne må ikke i samme utstrekning se selskapskapitalen redusert og kanalisert til en enkeltaksjonær.¹⁶³

Forarbeidene forutsetter imidlertid at selskapskapitalen er tilstrekkelig ivaretatt gjennom de lovbestede prosedyrene for inn- og utløsning.¹⁶⁴ Asl. § 4-25 skal heller ikke primært verne kreditorinteressen. Bestemmelsen tar først og fremst sikte på å løse forholdet mellom aksjeeierne. Styret skal også avveie interessen i å utelukke aksjeeieren mot de økonomiske konsekvensene for selskapet før forslag om utløsning fremmes.¹⁶⁵

¹⁶⁰ Sml. HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 149-163. Om dommen, pkt. 4.4.3.

¹⁶¹ NOU 1996:3 s. 76.

¹⁶² NOU 1996:3 s. 76. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108.

¹⁶³ Sml. NOU 1996:3 s. 76 og Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108.

¹⁶⁴ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 108.

¹⁶⁵ NOU 1996:3 s. 76.

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) ble hensynet til de øvrige aksjeeierne anført som et argument mot at innløsningssummen skulle baseres på selskapets underliggende verdi.¹⁶⁶ Høyesterett fant imidlertid at hensynet til de øvrige aksjeeierne er ivaretatt gjennom lovens bestemmelser og domstolens skjønnsrom til å etterkomme krav om inn- og utløsning.¹⁶⁷ Dermed fremstår ikke hensynet til selskapskapitalen eller de øvrige aksjeeierne som et vesentlig argument i retning å legge aksjens antatte omsetningsverdi til grunn.

Forarbeidene uttaler at der det har oppstått en dyptgripende uenighet mellom aksjeeierne, vil «en henvisning til å selge aksjene ikke alltid være et reelt alternativ». Det kan være «vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris som tilsvarer *aksjenes underliggende verdi*.» Forarbeidene anser at en «rett til å tre ut av selskapet ved å få utbetalt *sin andel av selskapets verdi* kan i slike situasjoner være den eneste reelle muligheten for å få realisert aksjenes verdi».¹⁶⁸ Utover at forarbeidenes ordbruk indikerer at aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi skal legges til grunn, fremgår det at formålet er å løse en situasjon hvor markedet for aksjene er fraværende. Det fremstår lite fornuftig å basere seg på en omsetningsverdi i en ikke-eksisterende markedssituasjon med de implikasjonene det har for aksjeverdien, når formålet er å kunne realisere aksjenes faktiske verdi.

Forarbeidene og Høyesteretts vurderinger gjør at hensynet til selskapet og øvrige aksjeeiere ikke utgjør et klart argument mot å legge til grunn aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi. Ordbruken og forarbeidenes situasjonsbeskrivelse trekker i retning av aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi. Det er likevel vanskelig å si at formålet bak § 4-25 gir et tydelig svar på verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn.

4.4 Rettspraksis

Spørsmålet er hvilke argumenter som kan utledes fra rettspraksis til fastleggelsen av verdsettelsesobjektet ved utløsning etter § 4-25. Høyesterett har ikke behandlet spørsmålet om verdsettelsesobjekt ved utløsning etter § 4-25. I det følgende vil det derfor dreie seg om hvilke argumenter og tolkningsbidrag som kan utledes fra sentrale dommer om «virkelig verdi» i

¹⁶⁶ Om dommen, pkt. 4.4.3.

¹⁶⁷ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 160-162.

¹⁶⁸ NOU 1996:3 s. 75 til § 4-24 om alvorlig og varig motsetningsforhold.

andre sammenhenger, knyttet til vurderingen av hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn ved utløsning etter § 4-25.¹⁶⁹

Det er enkelte lagmannsrettsdommer som inngående drøfter spørsmålet om verdsettelsesobjektet etter § 4-25. Lagmannsrettsdommer har mindre rettskildemessig vekt enn høyesterettsdommer. Dommene spriker også i konklusjonen om verdsettelsesobjekt. LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo) ble avsagt før HR-2016-1439-A (Bergshaven), som svekker dommens relevans sammenliknet med LE-2019-55741.

4.4.1 Rt-2003-713 (Norway Seafoods)

Dommen gjelder direkte asal. § 4-25, og var første høyesterettsdom vedrørende «virkelig verdi». Dersom en aksjeeier selv eller gjennom datterselskaper eier mer enn 90 % av aksjene i et allmennaksjeselskap, kan resterende aksjeeiere tvangsinnløses mot et vederlag.¹⁷⁰ Ordlyden i asal. § 4-25 viser ikke til «virkelig verdi» som utgangspunkt for verdsettelsen, og fastsetter dermed hverken verdsettelsesnormen eller verdsettelsesobjektet.¹⁷¹

Høyesterett kom etter en gjennomgang av en betenkning fra Aarbakke, omfattende skjønnspraksis som fulgte synspunktene i betenkningen og forarbeidene, at utgangspunktet for fastsettelsen av innløsningssummen var aksjenes «virkelig verdi».¹⁷² Høyesterett la enstemmig til grunn at «virkelig verdi» skal forstås som aksjens forholdsmessige andel av selskapsverdien.¹⁷³ Hvilken økonomisk verdsettelsesmetode som skal brukes, måtte vurderes konkret i det enkelte tilfellet ut fra hvilken verdsettelsesmetode som best reflekterer selskapsverdien.¹⁷⁴

Utover de positive rettskildene i forarbeider og skjønnspraksis, ble flere hensyn vektlagt. På generell basis ble lovgivers ønske om å styrke minoritetsvernet gjennom aksjeloven 1997 trukket frem.¹⁷⁵ Ved tvangsinnløsning vil majoritetsaksjonæren kontrollere 100 % av aksjene.

¹⁶⁹ De konkrete tolkingsbidragene i relasjon fastleggelsen av meningsinnholdet i «aksjens virkelige verdi» etter § 4-25, kommenteres i pkt. 4.5.

¹⁷⁰ Tilsvarer asl. § 4-26 jf. Aarbakke mfl. s. 313. Aksjene må utgjøre mer enn 9/10 av de stemmeberettigede aksjene, jf. § asal./asl. 4-25/4-26.

¹⁷¹ Avs. 56.

¹⁷² Avs. 52-65, særlig avs. 65. Det forelå 63 skjønn fra ordningen kom i 1976 til Norway Seafoods ble avsagt, jf. Bøhren, Øyvind og Krosvik, Nils Erik. *Tvangsinnløsning av minoritetseiere: Rettsøkonomien i norske skjønnsaker gjennom 25 år*. Tidsskrift for Rettsvitenskap, 1-2/2005. s. 122.

¹⁷³ Avs. 74.

¹⁷⁴ Avs. 58 og 74.

¹⁷⁵ Avs. 70. Se NOU 1996:3 pkt. 8.41 og Ot.prp.nr.23 (1996-1997) pkt. 10.1.4.

Dermed får majoritetsaksjonæren i praksis umiddelbar tilgang på selskapets underliggende verdier.¹⁷⁶ Dersom vederlaget til minoritetsaksjonærene skal tilsvare aksjenes børskurs – og den ikke tilsvare selskapets underliggende verdi – vil majoritetsaksjonæren kunne berike seg på minoritetsaksjonærenes bekostning. Dette vil være i strid med likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-25.¹⁷⁷

Høyesterett vektla også hensynet til å motvirke misbruk og illojalitet. Dersom børsverdien skulle legges til grunn, kan majoritetsaksjonæren spekulere i innløsningstidspunktet for å oppnå størst mulig gevinst på minoritetsaksjonærenes bekostning ved å velge tidspunktet da «rabatten» i børsverdien er størst, samt være fristet til å tilbakeholde opplysninger om selskapet for å presse kursen ned og oppnå dette.¹⁷⁸

Majoritetsaksjonærens innflytelse skaper også et lite velfungerende marked og lav omsetning av aksjene. Omsetningsprisen (børskursen) blir dermed en dårlig verdiindikator. Rettstekniske hensyn ble i den forlengelse vektlagt; manglende omsetningen av aksjen krever en skjønnsmessig beregning av aksjens antatte omsetningsverdi. Deretter må det gjøres skjønnsmessig fradrag for rabattene, som innebærer et dobbeltskjønn.¹⁷⁹

4.4.2 Rt-2007-1392 (Flesberg)

Hovedspørsmålet i Rt-2007-1392 (Flesberg) var hva som lå i ordlyden aksjens «virkelige verdi» i § 4-17(5) ved krav om innløsning av aksjer etter samtykkenekt fra styret til aksjeerverv, jf. asal. § 4-17(1) nr. 4 jf. (5).¹⁸⁰ Høyesterett la enstemmig til grunn at innløsningsvederlaget skulle beregnes på bakgrunn av aksjenes antatte omsetningsverdi.¹⁸¹

Forskjellene i innløsningssituasjonene etter samtykkenektelse og majoritetsaksjonærens tvangsinnløsning gjorde at Høyesterett tilla Rt-2003-713 (Norway Seafoods) begrenset vekt.¹⁸² Forskjellen består særlig i at tvangsinnløsningssituasjonene ikke har et forutgående frivillig salg, hvor avtalen også indikerer en antatt omsetningsverdi. Ved det forutgående

¹⁷⁶ Asl./asal. § 13-24 (1).

¹⁷⁷ Avs. 70.

¹⁷⁸ Avs. 69 og 71.

¹⁷⁹ Avs. 67.

¹⁸⁰ Avs. 1 og 28.

¹⁸¹ Avs. 43

¹⁸² Avs. 38-39 og 44.

salget som ligger til grunn for samtalenekt etter § 4-17, utgjorde omsetningsprisen et retts teknisk logisk utgangspunkt.¹⁸³

Høyesterett fant støtte for konklusjonen i forarbeidene til både aksje- og regnskapsloven, der det uttales at beregningen må ta utgangspunkt i antatt omsetningsverdi.¹⁸⁴

Den indre sammenhengen i § 4-17 ble fremhevet som et argument for at antatt omsetningsverdi måtte legges til grunn. Når alternativene til innløsning etter § 4-17 gir en markedsbasert pris, tilsier det at aksjens antatte omsetningsverdi legges til grunn.¹⁸⁵

Erververen har da heller ikke noen begrunnet forventning om en pris tilsvarende aksjens forholdsmessige andel av de underliggende verdier. Bestemmelsens formål er å sikre at aksjeeieren kommer seg ut av selskapet gjennom innløsningsmuligheten og omsetningsverdien holder kjøperen skadesløs. Forarbeidene henviser til nettopp omsetningsverdien, uten at det uttrykkes et ønske om å sikre erververen bedre rett i form av tilgang til selskapets underliggende verdier.¹⁸⁶

Misbruksargumentet trekkes frem i forbindelse med at aksjeeier kan alliere seg med en kjøper som presumtvt ikke vil få samtykke til ervervet, og slik oppnå en høyere pris ved å kreve innløsning når samtykke nektes. Slik får aksjeeieren tilgang til de underliggende verdiene i stedet for den antatt lavere omsetningsverdien.¹⁸⁷ Innløsning til aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier ville også kunne undergravd samtykkeordningen, som er lovens utgangspunkt.¹⁸⁸

Minoritetsvernet problematiseres ikke i Flesberg-dommen. Minoritetsvernet ivaretas gjennom innløsningsmuligheten ved samtykkenekt og kommer ikke på spissen fordi aksjeeieren ikke oppnår en høyere pris ved alternativene til innløsning etter § 4-17.

Høyesterett la til grunn at synergi- og kontrollpremier ikke skulle tas med i beregningen av innløsningssummen. Det skulle derimot omsetnings- og likviditetsrabatter.¹⁸⁹

¹⁸³ Avs. 41.

¹⁸⁴ Avs. 29-34. Pkt. 4.2.

¹⁸⁵ Avs. 40 og 43.

¹⁸⁶ Avs. 41-43.

¹⁸⁷ Avs. 44.

¹⁸⁸ Avs. 44.

¹⁸⁹ Avs. 47 sml. 51. Moljord (2015) s. 9.

4.4.3 HR-2016-1439-A (Bergshaven)

Aksjeeieren hadde fremsatt krav om oppløsning etter asl. § 16-19(1), men Høyesterett mente vilkåret om «særlig tungtveiende grunner» ikke var oppfylt. Det subsidiære kravet om innløsning førte frem etter § 4-24(1) nr. 1. Dermed ble det et spørsmål om prinsippene for verdsettelsen ved innløsning etter § 4-24(3), som sier at «innløsningssummen fastsettes etter reglene i § 4-17 femte ledd». Høyesterett la enstemmig til grunn at innløsningssummen måtte fastsettes på bakgrunn av aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi.

En mulig tolkning av ordlyden var å si at «reglene i § 4-17 femte ledd» var fastslått i Flesberg-dommen som aksjens antatte omsetningsverdi. Høyesterett mente at både ordlyden og retts tekniske hensyn, samt forarbeidene til § 4-17, trakk i retning av samme verdsettelsesobjekt for § 4-24 som etter § 4-17.¹⁹⁰ Høyesterett påpekte imidlertid at loven ikke har en egentlig definisjon av aksjeverdi.¹⁹¹

Høyesterett så deretter på forskjeller og likheter i innløsningssituasjonen etter §§ 4-17 og 4-24, samt hvilke hensyn som kunne begrunne forskjellig løsning av spørsmålet om verdsettelsesobjekt.¹⁹² Forarbeidene inneholder uttalelser som underbygger at formålet med, og situasjonen etter, § 4-24 er forskjellig fra § 4-17, som kunne indikere et annet verdsettelsesobjekt.¹⁹³ At løsningen etter § 4-24 måtte bli en annen hadde også støtte i forarbeider knyttet til subsidiær innløsning som alternativ til krav om oppløsning fra tidligere aksjelover.¹⁹⁴ Høyesterett mente forskjellene i innløsningssituasjonen svekket vekten Flesberg-dommen hadde i relasjon til § 4-24.¹⁹⁵

Høyesterett trakk i likhet med Norway Seafoods frem lovgivers ønske om å styrke minoritetsvernet ved aksjeloven 1997 til støtte for at innløsning skal skje til aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi.¹⁹⁶ Fordi den underliggende verdien ofte vil være høyere enn omsetningsverdien, vil det være mer fordelaktig for aksjeeieren som innløses.

¹⁹⁰ Avs. 143 og 148. Pkt. 4.2

¹⁹¹ Avs. 149.

¹⁹² Avs. 149.

¹⁹³ Avs. 152-153.

¹⁹⁴ Avs. 153-157.

¹⁹⁵ Avs. 151.

¹⁹⁶ Avs. 158.

Ved å ta utgangspunkt i den presumtivt høyere underliggende verdien, mente Høyesterett at myndighetsmisbruk fra majoritetsaksjonærene kunne forhindres.¹⁹⁷

Særlig interessant er at Høyesterett uttaler – *obiter dictum* – at samme løsning må legges til grunn for innløsning på grunnlag av «alvorlige og varige motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet», jf. § 4-24(1) nr. 3.¹⁹⁸ Asl. §§ 4-24(1) nr. 3 og 4-25(1) nr. 2 tolkes likt.¹⁹⁹ Det var anført at aksjeeierne som ikke hadde tatt del i myndighetsmisbruket ville bli skadelidende som følge av at innløsningssummen skulle ta utgangspunkt i selskapets underliggende verdi. Høyesterett mente dette ikke var et tungtveiende argument. I utformingen av lovbestemmelsen har lovgiver tatt hensyn til øvrige aksjeeiere og innlemmet dette gjennom domstolens skjønnsmessige adgang til å etterkomme innløsningskravet.²⁰⁰

4.4.4 Oppsummert om høyesterettspraksis

Høyesteretts argumentasjon innebærer at særlig ordlyden og til dels forarbeidene tillegges begrenset vekt, til fordel for en konkret vurdering av hensynene som gjør seg gjeldende i den aktuelle innløsningssituasjonen.²⁰¹ Spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn i andre sammenhenger – herunder § 4-25 – må også bero på en analyse hensynene og formålet innløsningsbestemmelsen skal ivareta og situasjonene den skal løse.

4.4.5 LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo)²⁰²

Saken gjaldt utløsning etter § 4-25(1) nr. 2 med grunnlag i «alvorlig og varig motsetningsforhold» mellom aksjonærgrupper. Partene var enig i at det forelå grunnlag for utløsning, og saken gjaldt derfor kun fastsettelsen av utløsningssummen. Hvilket verdsettelsesobjekt retten skulle ta utgangspunkt i, sto dermed sentralt. Lagmannsretten konkluderte i tråd med Flesberg-dommen om § 4-17(5) at aksjens antatte omsetningsverdi skulle legges til grunn ved utløsning etter § 4-25.²⁰³

¹⁹⁷ Avs. 159.

¹⁹⁸ Avs. 162.

¹⁹⁹ Se pkt. 3.2.2.

²⁰⁰ Avs. 160-161.

²⁰¹ Sml. Rt-2007-1392 avs. 41-44 og HR-2016-1439-A avs. 149.

²⁰² Anke til Høyesterett nektet, jf. HR-2008-993-U.

²⁰³ s. 7.

Lagmannsretten mente ordlyden i § 4-25 – ved å henwise til § 4-17(5) – tilsa at bestemmelsene skulle ha samme verdsettelsesobjekt. I tillegg talte retts tekniske hensyn for at begrepet «aksjens virkelige verdi» i § 4-17(5) tolkes lik i alle situasjoner det anvendes. Forarbeidene ga ikke holdepunkter for at lovgiver hadde tilsiktet ulike verdsettelsesobjekt etter §§ 4-25 og 4-17(5).²⁰⁴

Både Rt-2003-713 (Norway Seafoods) og Rt-2007-1392 (Flesberg) ble trukket frem for å vurdere hvilke hensyn, forskjeller og likheter i situasjonene etter asl. §§ 4-17, 4-25 og asal. § 4-25, som kunne tilsi ulike løsninger på problemstillingen. Lagmannsretten trakk paralleller til tvangsutløsningssituasjonene etter asal. § 4-25, hvor utløsning etter både asl. § 4-25 og asal. § 4-25 kan gjennomføres uavhengig av minoritetsaksjonærens ønske. Vilåarene for utløsning er imidlertid forskjellige. Asal. § 4-25 skiller seg også fra asl. § 4-25 – hvor utløsning reduserer selskapets egenkapital – ved at tvangsovertagende majoritetsaksjonær dekker løsningssummen.²⁰⁵

Lagmannsretten mente også at muligheten til å nekte krav om innløsning der innløsningen vil «medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke urimelig overfor selskapet» talte imot å legge til grunn aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi, ettersom det medfører større økonomisk belastning for selskapet, jf. § 4-24(2) første punktum.²⁰⁶

Asl. § 4-26 har ingen henvisning til asl. § 4-17.²⁰⁷ Lagmannsretten mente derfor at lovgiver har valgt en annen regulering av verdsettelseskriteriet ved asl./asal. § 4-26/4-25 enn aksjelovens øvrige innløsningssituasjoner. Flesberg-dommen viste at til tross for at Norway Seafoods benytter begrepet «aksjens virkelige verdi», så har begrepet et annet innhold enn «aksjens virkelige verdi» i asl. § 4-17(5).²⁰⁸

Lagmannsretten så ingen argumenter av betydning for at aksjeeieren som misligholder selskapsforpliktelsene skal gis verdier tilsvarende aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi. Også i situasjoner der utløsning begrunnes i alvorlig og varig motsetningsforhold, mente lagmannsretten at det normalt må antas at forhold på

²⁰⁴ s. 6.

²⁰⁵ s. 6.

²⁰⁶ s. 7.

²⁰⁷ Asl. § 4-26 tilsvarer asal. § 4-25.

²⁰⁸ s. 7.

minoritetsaksjonærens side er en medvirkende årsak til omstendighetene som gir grunnlag for utløsning. Derfor var det heller ikke noen sterke reelle grunner til å anvende ulike verdsettelsesobjekt ved utløsning etter § 4-25(1) nr. 1 og nr. 2.²⁰⁹

Selv om de reelle hensynene trukket frem i Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 41-44 ikke gjør seg gjeldende ved § 4-25, mente lagmannsretten at det totale rettskildebildet tilsa samme verdsettelsesobjektet som etter § 4-17(5).²¹⁰

Det var ikke ordinær omsetning av selskapets aksjer som ga grunnlag for å fastlegge aksjenes omsetningsverdi. Verdsettelsen måtte dermed ta utgangspunkt i selskapets underliggende verdi, for deretter å gjøre fratrekk for rabatter. Lagmannsretten la til grunn at verdsettelsen må bygge på en forutsetning om fortsatt drift, så lenge det ikke er sannsynliggjort at selskapet vil likvideres. Verdsettelsen måtte bygge på hva en objektiv utenforstående tredjepart med full innsikt i virksomheten ville vært interessert i å betale for aksjene til de utløste aksjeeierne.²¹¹

4.4.6 LE-2019-55741²¹²

Dommen gjaldt i likhet med LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo) utløsning av minoritetsaksjonær på grunnlag av «alvorlig og varig motsetningsforhold», jf. § 4-25(1) nr. 2. Det var enighet om at grunnlaget for utløsning etter nr. 2 var til stede. Anførselen om at aksjeeier ved «mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig» etter nr. 1 ble ikke ansett bevist.²¹³ Et av hovedspørsmålene i saken var om aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi eller aksjens antatte omsetningsverdi skulle legges til grunn ved fastsettelsen av utløsningssummen.

I stedet for å vurdere forarbeidsuttalelsene som ligger til grunn for § 4-17(5), fulgte lagmannsretten Høyesteretts tilnærming i HR-2016-1439-A (Bergshaven) om at spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn beror på en konkret vurdering av den enkelte innløsningssituasjonen og hensynene som gjør seg gjeldende.²¹⁴ Etter å ha referert til sentrale uttalelser i Rt-2003-713 (Norway Seafoods), Rt-2007-1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven), la lagmannsretten til grunn at utløsningssummen måtte baseres på

²⁰⁹ s. 6.

²¹⁰ s. 7.

²¹¹ s. 7. Sml. Rt-2003-714 avs. 57. Nedreid s. 215-216 og 224-225.

²¹² Anke til Høyesterett nektet, jf. HR-2020-936-U.

²¹³ s. 7.

²¹⁴ s. 8.

aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi uten fradrag for minoritet- eller likviditetsrabatt.²¹⁵

Lagmannsretten la stor vekt på at Høyesterett i HR-2016-1439-A (Bergshaven) uttalte at utløsningssummen måtte baseres på aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi der innløsning begrunnes i «alvorlige og varige motsetningsforhold», jf. § 4-24(1) nr. 3.²¹⁶ Ifølge Høyesterett har lovgiver tatt hensyn til aksjeeierne som ikke har gjort seg skyldig i eller medvirket til myndighetsmisbruk ved utformingen av bestemmelsen, og som blir skadelidende som følge av at aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi legges til grunn.²¹⁷

Lagmannsretten la videre vekt på at utløsningen gjaldt en minoritetsaksjonær i et familieselskap. I en slik situasjon vil det være vanskelig eller umulig å finne andre kjøpere enn selskapets eksisterende aksjeeiere.²¹⁸ Det var med andre ord ikke noe marked for aksjene. Det lot seg heller ikke påvise en omsetningsverdi på aksjene.²¹⁹

I motsetning til LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo), fant lagmannsretten det ikke bevist at de utløste aksjeeierne var skyld i eller hadde skapt situasjonen som foranlediget utløsningen. Da tilsa hensynet til et styrket minoritetsvern – som trukket frem i forarbeidene og Høyesterett – at utløsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi uten fradrag for minoritet- og likviditetsrabatt.²²⁰

Det forhold at gjenværende aksjeeier i realiteten ville bli eneeier i selskapet, talte i samme retning.²²¹ Samme argument gjenfinnes i Rt-2003-713 (Norway Seafoods), der morselskapet etter tvangsinnløsning vil få full tilgang til datterselskapets eiendeler og rettigheter ved fusjon, jf. asal. §§ 4-25 og 13-24(1).²²² Både asal. § 4-25 og asal. § 4-25 gir i en slik situasjon majoritetsaksjonæren muligheter til å oppnå fordeler på minoritetsaksjonærens bekostning dersom aksjens antatte omsetningsverdi er lavere enn aksjens forholdsmessige andel av

²¹⁵ s. 9. Tilsvarende i LG-2020-14054.

²¹⁶ Avs. 160.

²¹⁷ s. 8.

²¹⁸ s. 8.

²¹⁹ s. 8.

²²⁰ s. 9. Rt-2003-713 (Norway Seafoods). HR-2016-1439-A (Bergshaven).

²²¹ s. 9.

²²² Tilsvarende asal. §§ 4-26 og 13-24(1).

selskapets underliggende verdi. Minoritetshensynet taler derfor mot en slik løsning, og det samme gjør likhetsgrunnsetningen.²²³

4.5 Den konkrete vurderingen etter § 4-25

Rettstekniske og prosessdrivende hensyn

Høyesterett la i HR-2016-1439-A (Bergshaven) til grunn at selskapets underliggende verdi skal legges til grunn som verdsettelsesobjekt dersom innløsning skjer på grunnlag av «alvorlig og varig motsetningsforhold», jf. § 4-24(1) nr. 3.²²⁴ Vilkåret om «alvorlig og varig motsetningsforhold» i § 4-24(1) nr. 3 tolkes likt «alvorlig og varig motsetningsforhold» i § 4-25(1) nr. 2, der det heter i forarbeidene at alternativet i 4-25(1) nr. 2 «svarer til [§ 4-24(1) nr. 3]». ²²⁵ Dette gir flere konsekvenser som taler sterkt i retning av at utløsning etter § 4-25 også må baseres på aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.

Rettstekniske hensyn taler i utgangspunktet for at «aksjens virkelige verdi» i § 4-17(5) blir tolket likt i alle sammenhenger det henvises til bestemmelsen. Høyesterett tiller ikke dette avgjørende vekt i Bergshaven-dommen.²²⁶ Det kan innvendes at retstekniske hensyn da ikke utgjør et sentralt argument for det ene eller andre verdsettelsesobjektet, og at løsningen heller må bygge på hensynene bak bestemmelsen og hva som gir det beste resultatet, slik som i Bergshaven-dommen. Ettersom ordlyden og forarbeidene innebærer at §§ 4-24(1) nr. 3 og 4-25(1) nr. 2 skal tolkes likt, er det imidlertid i prinsippet de *samme* forholdene som kan begrunne utløsnings- og innløsningskravene. Rettstekniske hensyn taler dermed sterkt i retning av å legge samme verdsettelsesobjekt til grunn, ettersom ulike verdsettelsesobjekt basert på om selskapet eller aksjeeier går til søksmål vil medføre et retsteknisk uheldig og lite sammenhengende regelverk.

Situasjonen kan sammenliknes med innløsning etter samtykkenekt, hvor innløsningssummen fastsettes til aksjens antatte omsetningsverdi. Som fremhevet av Høyesterett, vil alternativene til innløsning av aksjene etter § 4-17 gi aksjeeieren en omsetningsbasert pris.²²⁷ Alternativet til at selskapet krever aksjeeier utløst etter § 4-25(1) nr. 2, er at aksjeeieren krever seg innløst

²²³ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 70

²²⁴ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 160-162.

²²⁵ NOU 1996:3 s. 126. Om vilkåret, pkt. 3.2.2.

²²⁶ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 148.

²²⁷ § 4-17(1) nr. 4 jf. (5). Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 40.

etter § 4-24(1) nr. 3. Det vil gi aksjeeieren krav på den underliggende verdien.²²⁸ Da bør samme verdsettelsesobjekt legges til grunn etter § 4-25.

Ut over at ulikt verdsettelsesobjekt vil være retts teknisk uheldig, kan det også virke prosessdrivende. Ulikt verdsettelsesobjekt etter §§ 4-24(1) nr. 3 og 4-25(1) nr. 2 skaper en «førstemann til domstolen»-situasjon, der aksjeeier og selskapet er tjent med å først fremme søksmål om inn- og utløsning for å sikre seg mot motpartens tilsvarende krav. Aksjeeier vil være tjent med å fremme innløsningssøksmål for å få tilgang til de underliggende verdiene, og samtidig fjerne risikoen for å bli utløst til antatt omsetningsverdi dersom selskapet går til utløsningssøksmål. Selskapet har interesse i fremme å utløsningssøksmål mot aksjeeieren for at utløsningssummen skal beregnes etter aksjenes antatte omsetningsverdi, før aksjeeieren fremmer krav om innløsning til aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi. Dette vil motvirke at partene ser an situasjonen, løser motsetningsforholdet og kommer til enighet. Søksmål er kostnadskrevende for partene og samfunnet. Loven bør heller tilrettelegge og motivere minnelige løsninger, noe forarbeidene trekker frem som et mulig positivt resultat av innføringen av inn- og utløsningsreglene.²²⁹ Særlig der minoritetsaksjonæren blir utløst til antatt omsetningsverdi fordi vedkommende forventet utviklingen i selskapet i håp om at uenighetene kunne løses, fremstår det som en svekkelse av minoritetsvernet som i forarbeidene og rettspraksis tydelig er søkt styrket.²³⁰ Partene må bære risikoen for egne strategiske valg, men ordninger som tilskynder søksmål er ingen tjent med.

“Pønalhensynet”

Høyesterett har gjennomgående lagt vekt på og kommet frem til løsninger som ikke incentiverer, men forhindrer misbruk, mislighold og illojal opptreden hos de involverte parter.²³¹ Utløsning etter § 4-25(1) nr. 1 av aksjeeier som ved mislighold krenker selskapsforholdet vesentlig forutsetter relativt klanderverdig opptreden.²³² Misbrukshensynet er derfor et relevant argument i spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn etter § 4-25. I relasjon til nr. 1 tilsier ønsket om å motvirke og forhindre at aksjeeieren oppnår fordeler ved å misligholde og misbruke seg til selskapets underliggende verdier, at

²²⁸ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 160-162.

²²⁹ NOU 1996:3 s. 74.

²³⁰ NOU 1996:3 s. 75-77. Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 70. HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 158.

²³¹ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 69 og 71. Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 44. HR-2016-1439-A (Bershaven) avs. 159. Se pkt. 4.4.

²³² Se pkt. 3.2.1.

aksjens antatte omsetningsverdi legges til grunn. Aksjeeieren kan spekulere i mislighold for å bli utløst der det ikke finnes potensielle kjøpere. I slike situasjoner bør aksjeeieren straffes for misligholdet ved å avspises med aksjenes antatte omsetningsverdi, såkalt «pønale hensyn».²³³ Misligholdende aksjeeier har ikke noe berettiget forventning om aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi, og minoritetsvernet gjør seg ikke gjeldende i en slik sammenheng.

Dersom er slikt misligholds- og pønalhensyn skal tilleggs stor vekt i spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn, bør det i utgangspunktet forutsette at det dominerende formålet med § 4-25 er å løse misligholdssituasjonen i nr. 1. Hvis ikke kan det fremstå som nedprioritering av minoritetsvernet ved utløsning etter nr. 2, ettersom grunnlaget «alvorlig og varig motsetningsforhold» ikke forutsetter klanderverdig opptreden fra aksjeeieren.²³⁴

Vilkårsutformingen i § 4-25(1) nr. 1 – aksjeeier som vesentlig misligholder selskapsforholdet på en måte som kan skade selskapets virksomhet – og at forarbeidene uttrykker at motsetningsforhold kan være begrunnet i minoritetsaksjonærenes handlemåte, viser at § 4-25 skal ivareta situasjoner der aksjeeieren opptrer klanderverdig.²³⁵ At det er det klare formålet med § 4-25, er derimot vanskelig å utlede fra forarbeidene. Behovet for inn- og utløsningsregler ved dyp splittelse mellom aksjeeierne er begrunnet i at motsetningsforholdet vil kunne skade selskapet. I slike tilfeller vil det være vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris tilsvarende aksjens underliggende verdi. Begrunnelsen er generell, uten å peke på at opphavet til motsetningsforholdene er av betydning.²³⁶ Det fremstår heller slik at utløsningsadgangen primært skal ivareta at ulike forhold aksjeeierne imellom ikke skal påføre selskapet skade, uten at grunnen til at slik skade oppstår er det vesentlige.²³⁷

Som påpekt i LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo), kan motsetningsforholdet skyldes en form for medvirkning fra den utløste aksjeeieren – eksempelvis kritikkverdig opptreden.²³⁸ LE-2019-55741 – der det ikke var grunnlag for å kritisere den utløste

²³³ Andenæs mfl. s. 252. Woxholth s. 320.

²³⁴ NOU 1996:3 s. 126 jf. 125. Se pkt. 3.2.2.

²³⁵ NOU 1996:3 s. 74-75 og 76.

²³⁶ NOU 1996:3 s. 76.

²³⁷ Sml. Bråthen, Tore. *Selskapsrett*. Oslo 2019. 6 utg. s. 131.

²³⁸ LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo) s. 8.

aksjeeieren – viser imidlertid at dette ikke alltid stemmer. Det kan også innvendes at aksjeeieren typisk vil kunne ha medvirket til motsetningsforholdene etter § 4-24(1) nr. 3, hvor selskapets underliggende verdi legges til grunn. Begge parter kan ofte mer eller mindre lastes for at uenighetene oppstår og fortsetter, fordi partene ikke har evne eller vilje til å løse problemene.²³⁹ Dermed fremstår det inkonsekvent og tilfeldig at utmålingen av løsningsvederlaget skal avhenge av hjemmelen som anvendes, når de faktiske forholdene som begrunner inn- eller utløsningen kan være de samme.

Det er grunn til å påpeke at «alvorlig og varig motsetningsforhold» vedrørende driften av selskapet kan bestå av helt legitime innsigelser og uenigheter. Partene kan ha ulikt syn på hvordan selskapet best drives og hva som er strategisk gunstig. Aksjeeierne kan rettmessig bruke sine aksjonærrettigheter på generalforsamlingen til å stemme mot fusjoner, kapitalforhøyelser, styrevalg, vedtektsendringer – hvor ordinær bruk av aksjonærrettigheter ikke i seg selv gir grunnlag for utløsning – som etterhvert kan utvikle seg til et så vanskelig samarbeidsforhold at det gir grunnlag for utløsning.²⁴⁰ Der hvor uenigheten og motsetningsforholdet er legitimt og det ikke foreligger kritikverdige opptreden, er det ikke i tråd med forarbeidene og rettspraksis forutsetning om å styrke minoritetsvernet at ved aksjeeieren blir «straffet» ved å avspises med aksjenes antatte omsetningsverdi.²⁴¹

Det er ikke holdepunkter i rettskildene for en forutsetning om at i situasjoner der det foreligger et varig og alvorlig motsetningsforhold, må aksjeeieren gå til søksmål – eller det primært er aksjeeieren som går til innløsningssøksmål – for å sikre sine verdier. Dersom aksjeeieren oftest går til innløsningssøksmål, så er det ikke i seg selv et argument for at aksjeeieren skal komme dårligere dersom vedkommende ikke gjør det, når det finnes to likeverdige løsninger som begge bygger på samme grunnlag – «alvorlig og varig motsetningsforhold». Det er heller ikke holdepunkter for at lovgiver har intensjon om å sikre selskapet en bedre stilling på bekostning av minoritetsaksjonæren der selskapet – ikke aksjeeieren – går til søksmål.²⁴² Selskapet og aksjonærfellesskapet kan ha like stor eller større interesse i å kvitte seg med aksjeeieren som er uenig med de andre, som aksjeeieren har i å bli innløst. Aksjeeieren kan av ulike grunner ønske å bli værende i selskapet på tross av

²³⁹ LG-2020-14054

²⁴⁰ Aarbakke mfl. s. 314. Bråthen (1999) s. 101.

²⁴¹ NOU 1996:3 pkt. 8.41. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) pkt. 10.1.4. Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 70. HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 158-159.

²⁴² Sml. Rt-2007-1392 avs. 42.

samarbeidsproblemene, som gode fremtidige vekstmuligheter, god forretningsplan, lukrative ideer, produkter og rettigheter.

At minoritetsaksjonæren der det foreligger «alvorlige og varige motsetningsforhold» skal lide som følge av at mislighold også kan danne grunnlag for utløsning, fremstår som en svekkelse av minoritetsvernet i strid med lovgivers intensjon om å styrke aksjelovens minoritetsvern.²⁴³

At en slik tolkning pålegger søksmålsrisikoen primært på minoritetsaksjonæren for å sikre sine verdier, er ytterligere et argument mot en slik løsning. En gjennomgang av rettspraksis viser at det heller ikke er misligholdstilfellene som dominerer utløsningsgrunnlaget etter § 4-25: utløsning skjer oftest med grunnlag i § 4-25(1) nr. 2.²⁴⁴

Selskapet kan også gå til erstatningssøksmål dersom aksjeeieren går langt i å påføre selskapet skade for å bli utløst, jf. § 17-1.²⁴⁵ Det er også mulig gjennom aksjonæravtaler å regulere sanksjonsmuligheter ved mislighold av selskapsforpliktelsene. Selskapet og aksjeeierne kan derfor sikre og ivareta sine interesser på andre grunnlag.

Likheter med øvrige innløsnings situasjonene behandlet i Høyesterett

Høyesterett begrunnet primært ulikt resultat i Rt-2003-713 (Norway Seafoods), Rt-2007-1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven) med at situasjonen ved innløsning etter samtykkenekt var ulik tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer, og innløsning etter krav fra aksjeeier var ulik innløsning etter samtykkenekt.²⁴⁶ Hva gjelder likheten i situasjonen verdsettelsesobjektet skal bestemmes, har § 4-25 likhetstrekk med Norway Seafoods og Bergshaven.

Som nevnt i pkt. 4.2, fremgår det av forarbeidene at situasjonen etter § 4-25 gjør at markedet for aksjer tilnærmet er ikke-eksisterende og gjør det «vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris som tilsvarer aksjenes underliggende verdi».

Omsetningsverdien vil da kunne bli svært lav på grunn av verdijusterende elementer.

Aksjeeieren får i realiteten ikke realisert aksjens verdi, som forarbeidene forutsetter at

²⁴³ NOU 1996:3 s. 73-76.

²⁴⁴ Rettspraksis tilgjengelig per. 6.6.2021. Ni avgjørelser anvender § 4-25 direkte. I én avgjørelse var nr. 1 eneste grunnlaget. I én avgjørelse var nr. 1 og 2 grunnlaget. Syv avgjørelser begrunner utløsning i «alvorlige og varige motsetningsforhold» etter nr. 2.

²⁴⁵ Sml. NOU 1996:3 s. 75.

²⁴⁶ Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 44. HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 149, 151-152.

bestemmelsen skal gi mulighet til.²⁴⁷ Som trukket frem i Bergshaven-dommen og Norway Seafoods, er det unaturlig å operere med en markedspris for aksjene når markedet er dårlig eller ikke-eksisterende.²⁴⁸

Forskjellen fra innløsning etter samtykkenekt etter § 4-17 er dermed tydelig, ettersom det bygger på en forutsetning om et forutgående frivillig salg mellom to parter til en avtalt pris.²⁴⁹ Aksjeeieren utløses mot sin vilje etter § 4-25, slik at det ikke er noe forutgående frivillig salg med en avtalt pris verdsettelsen kan ta utgangspunkt i. Konsekvensen er at aksjens antatte omsetningsverdi er vanskelig å fastslå.²⁵⁰ Verdsettelsen må utgangspunkt i selskapets underliggende verdi før det gjøres skjønnsmessige fradrag for minoritets- og likviditetsrabatter for å komme frem til omsetningsverdien.²⁵¹

Fastsettelsen av selskapets underliggende verdi utgjør i seg selv et stort skjønnelement. Som trukket frem i Norway Seafoods-dommen, resulterer det i en form for dobbeltskjønn når det skal gjøres ytterligere skjønnsfradrag ved beregningen av rabattens størrelse.²⁵² Ettersom aksjene tvangsmessig innløses, bør aksjeeierens fulle verdier erstattes. Større element av skjønn innebærer økt risiko for at det ikke skjer. Det er særlig problematisk dersom aksjeeieren blir utløst etter § 4-25(1) nr. 2 og vedkommende ikke har opptrådt klanderverdig eller har skyld i motsetningsforholdene. Utløsningssum fastsatt med grunnlag i aksjens antatte omsetningsverdi kan da innebære en svekkelse av minoritetsvernet.

Utløsning etter § 4-25 kan skje uavhengig av minoritetsaksjonærens ønske og vilje. Det har en klar parallell til tvangsinnløsning av minoritetsaksjonær etter asal. § 4-25. Utløsning etter asal. § 4-25 skjer ved søksmål fra selskapet, slik at selskapet dikterer verdsettelsestidspunktet. På samme måte som etter asal. § 4-25, åpner det for at selskapet kan spekulere i innløsningstidspunktet da aksjens antatte omsetningsverdi er som lavest og holde tilbake informasjon for å oppnå lavest mulig verdi.²⁵³

Avhengig av aksjonærkonstellasjonen i selskapet, vil forarbeidenes forutsetning om at bestemmelsen retter seg mot små aksjeselskapene med få eiere, i mange tilfeller kunne

²⁴⁷ Sml. NOU 1996:3 s. 75-76.

²⁴⁸ Rt-2003-713 avs. 67. HR-2016-1439-A avs. 153.

²⁴⁹ Sml. Rt-2007-1392 (Flesberg).

²⁵⁰ NOU 1996:3 s. 75.

²⁵¹ Se pkt. 1.2.

²⁵² Rt-2003-713 avs. 67. Truyen (2003) s. 345.

²⁵³ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 69 og 71.

innbære at én majoritetsaksjonær utløser én minoritetsaksjonær, og slik oppnår fullstendig kontroll over selskapets underliggende verdi som innehaver av 100 % av aksjene, eller som reell eeneier av selskapet. Det var blant annet situasjonen i LE-2019-55741. Utløsningen har da likhetstrekk med tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene etter asal./asl. § 4-25/§ 4-26. I Norway Seafoods uttalte Høyesterett at dersom minoritetsaksjonærene kun mottar omsetningsverdien, muliggjør det at majoritetsaksjonæren beriker seg på minoritetsaksjonærenes bekostning. Det vil være i strid med likhetsgrunnsetningen og minoritetsvernet.²⁵⁴ Dersom majoritetsaksjonæren umiddelbart etter utløsning etter asl. § 4-25 får tilgang på de underliggende verdiene, og det er en verdiforskjell mellom omsetningsverdi og de underliggende verdiene, kan det derfor skje en berikelse på minoritetsaksjonærenes bekostning og et brudd på likhetsprinsippet.²⁵⁵

Likhets hensynet

Som nevnt i pkt. 4.2, tilsier hensynet til selskapet, kreditorene, øvrige aksjeeiere (likhets hensynet) at utløste aksjeeiers tilgang på selskapets underliggende verdi begrenses og at selskapsverdiene i minst mulig grad skjevfordeles. Skjevfordelingen og belastningen for selskapet og kreditorene vil presumtivt bli størst ved bruk av selskapets underliggende verdi som verdsettelsesobjekt. I Bergshaven-dommen la imidlertid Høyesterett til grunn at hensynet til selskapet og øvrige aksjeeiere ikke utgjør en vesentlig innvending mot å beregne løsningssummen basert på selskapets underliggende verdi, ettersom lovgiver var bevisst hensynet til øvrige aksjeeiere gjennom å utforme snevre rammer for innløsning og domstolens store skjønnsmessige adgang til å etterkomme krav om utløsning/innløsning.²⁵⁶ Når hensynet til vernet av selskapskapitalen står i samme stilling etter §§ 4-24 og 4-25, tilsier ikke likhets hensynet at det må legges til grunn en annen løsning for § 4-25.²⁵⁷

Oppsummering

I spørsmålet om hvilket verdsettelsesobjekt som skal legges til grunn, er det gode argumenter i begge retninger. Det som må tillegges avgjørende vekt er sammenhengen mellom §§ 4-25(1) nr. 2 og 4-24(1) nr. 3, som må tolkes likt. At verdsettelsesobjektet er det samme vil motvirke

²⁵⁴ Rt-2003-713 avs. 70.

²⁵⁵ LE-2019-55741.

²⁵⁶ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avs. 160-162. NOU 1996:3 s. 76. Ot.prp.nr.23 (1996–1997) s. 108-109.

²⁵⁷ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. s. 108.

uheldige virkninger retts- og prosess teknisk. Mangelen på et reelt marked for aksjene gjør det lite fornuftig å operere med en markedspris. Misligholdsargumentet er det sterkeste i retning av å legge til grunn aksjenes antatte omsetningsverdi, og står mot minoritetsvernet. Det er imidlertid ikke holdepunkter for at aksjeeiers mislighold er det klare formålet med, og den klare årsaken til, utløsning etter § 4-25. Da er det også mindre grunn til å la dette formålet dominere tilfellene med motsetningsforhold, og slikt sett svekke minoritetsvernet. Det er helt klart uheldig om aksjeeiere kan misligholde seg til selskapets underliggende verdi, men regelverket er ikke alltid perfekt. Selskapet og aksjeeierne har også mulighet til å sikre seg mot dette gjennom erstatningskrav og aksjonæravtaler. I tråd med Høyesterett kan ikke hensynet til selskapskapitalen eller likhetsgrunnsetningen anses som et avgjørende motargument til å legge til grunn selskapets underliggende verdi. Samlet sett må det legges til grunn at utløsningssummen skal ta utgangspunkt i aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi, uten fradrag for verdijusterende elementer.

4.6 Ulike verdsettelsesobjekt for de alternative utløsningsgrunnlagene i § 4-25

Det legges i det videre til grunn at verdsettelsesobjektet er aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi ved utløsning etter § 4-25. Spørsmålet er om det bør være ulikt verdsettelsesobjekt etter nr. 1 og nr. 2.

I teorien tas det til orde for at verdsettelsesobjektet for § 4-25(1) nr. 1 bør være aksjens antatte omsetningsverdi, fordi aksjeeieren ikke skal kunne misligholde seg til en andel av selskapets underliggende verdier.²⁵⁸ Utover at det fremstår som klart mer rettferdig at aksjeeieren blir avspist med den presumtive lavere omsetningsverdien ved utløsning etter § 4-25(1) nr. 1 og hensynet til å komme frem til en «god løsning» tilsier at det skilles mellom verdsettelsesobjektet for nr. 1 og 2, har argumentet støtte i argumentasjonsmønsteret til Høyesterett. Høyesterett har gjennomgående lagt vekt på løsninger som forhindrer mislighold, misbruk og illojal opptreden.²⁵⁹

²⁵⁸ Eksempelvis Andenæs mfl. s. 252, Woxholth s. 320.

²⁵⁹ Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avs. 69 og 71. Rt-2007-1392 (Flesberg) avs. 44. HR-2016-1439-A (Bershaven) avs. 159.

Det klare motargumentet til å skille mellom verdsettelsesobjekt etter nr. 1 og 2, er at det fremstår som retts teknisk uheldig. Tolkningen av «virkelig verdi» i aksjelovens sammenheng vil bli svært oppstykket og lite sammenhengende. Særlig for juridisk ukyndige kan det gjøre regelverket lite tilgjengelig. Sett i lys av at bestemmelsen er myntet på små aksjeselskap med få eiere, er bestemmelsen kanskje først og fremst aktuell for mindre profesjonelle og drevne aksjeselskap og -eiere, særlig innen selskapsrettslige problemstillinger.²⁶⁰ Ulempen med et vanskelig regelverk forsterkes i en slik sammenheng.

Det kan innvendes at Høyesterett allerede har gått langt i å tilpasse tolkningen av «virkelig verdi» til den konkrete situasjonen og de hensynene som er mest fremtredende i den individuelle saken. Poenget er at Høyesteretts autonome tolkning av begrepet «virkelig verdi» alt ettersom hvilke hensyn som gjør seg gjeldende, allerede gjør lovverket usammenhengende. En ytterligere nyansering ødelegger da ikke en eksisterende sammenheng. Dermed er det større rom for å lande på den tolkningen som leder til det beste og mest rettferdige resultatet. Det er imidlertid en ytterligere kompliserende fragmentering av regelverket dersom tolkningen også tilpasses ulike situasjoner innad i den enkelte bestemmelse.

Ettersom utløsning forutsetter søksmål og domstolsbehandling, er det forsvarlig å anta at selskapet normalt vil engasjere en advokat som prosessfullmektig. Det samme kan antas for den saksøkte aksjeeieren. Partene vil bistås av profesjonelle og presumtvt kompetente rådgivere med inngående kjennskap til reglene på området. Det gjør fragmenteringen av lovverket mindre uheldig enn ellers.

Et annet spørsmål som melder seg, er hvordan retten skal avgjøre tilfellene der det er grunnlag for utløsning etter både nr. 1 og nr. 2. Begge blir hyppig påberopt som grunnlag for utløsning.²⁶¹ Fordi resultatet for partene vil bli ulikt dersom verdsettelsesobjektet skal være forskjellig etter nr. 1 og 2, fordrer det bevisføring for begge grunnlagene.²⁶² Dette bidrar til å vidløftiggjøre saken og bevisførselen, og dermed ressursbruken. I praksis vil ofte vilkårene og momentene kunne flyte over i hverandre.

²⁶⁰ NOU 1996:3 s. 75.

²⁶¹ LG-2020-14054, LE-2019-55741, LB-2015-137573, LB-2008-80764-2, LA-2003-15406, TGJOV-2016-204146, TINDE-2006-66826, TINDE-2004-46765.

²⁶² Ofte anføres begge grunnlag, men utløsning beslutes etter nr. 2, ettersom vilkåret er lettere å fastslå enn nr. 1: LB-2015-137573, LA-2003-15406, TGJOV-2016-204146, TINDE-2006-66826. I flere tilfeller er det enighet/aksept om grunnlag etter nr. 2, men ikke nr. 1: LE-2019-55741, LB-2007-3799 (Øyo), TGJOV-2016-204146, TINDE-2006-66826, TINDE-2004-46765.

Retten må finne en måte å avgjøre hvilket grunnlag utløsningen besluttes på, også der begge grunnlagene er til stede. Løsningen kan være at retten ser hvorvidt nr. 1 og aksjeeierens opptreden har vært den fremtredende grunnen og grunnlaget for utløsningen. Da kan det «pønale hensynet» være avgjørende, og retten legger til grunn aksjens antatte omsetningsverdi. Dersom øvrige aksjeeiere, selskapet og dets organer har vært medvirkende ved klanderverdig opptreden, er det mer naturlig å falle ned på nr. 2 av hensyn til minoritetsvernet. Ettersom nr. 1 forutsetter at aksjeeieren har «krenket selskapsforholdet vesentlig», må slik klanderverdig opptreden antas å komme til ganske klart uttrykk i aksjeeierens handlemåte. Når det først foreligger et så fremtredende grunnlag, vil det normalt være greit å skille det fra alvorlige motsetningsforhold.

Særlig de prosessdrivende og retstekniske hensyn bør i denne sammenheng være avgjørende, ettersom det skaper en svært utilgjengelig og vanskelig, fragmentert og uforutsigbar rettstilstand. Selv om Høyesterett kunne avklart rettstilstanden gjennom et *obiter dictum* i en utløsningssak etter § 4-25, gjenstår vanskelige vurderinger om hvilket grunnlag som skal anvendes i den enkelte sak og unødvendig ressursbruk i forhold til en lik tolkning av «virkelig verdi» innenfor rammen av § 4-25. Den konkrete vurderingen av hvilket grunnlag utløsningen skal bygge på, kan bli svært skjønnsmessig og lite forutsigbar.

Det er dermed ikke grunnlag for å skille mellom verdsettelsesobjekt ved utløsning med grunnlag i § 4-25(1) nr. 1 og nr. 2.²⁶³

²⁶³ Tilsvarende i LB-2007-3799/RG-2008-752 s. 6, men motsatt verdsettelsesobjekt.

5 Litteraturliste

5.1 Lover

LOV-1976-06-04-59 Lov om aksjeselskaper (opphevet).

LOV-1977-05-13-35 j Lov om regnskapsplikt m.v. (regnskapsloven) (Opphevet).

LOV-1985-06-21-83 Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven).

LOV-1998-07-17-56 Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven).

LOV-1997-06-13-44 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven).

LOV-1997-06-13-45 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

LOV-2007-06-29-75 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven).

FOR-2007-06-29-876 Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).

EU nr. 596/2014 (MAR)

5.2 Forarbeider

NOU 1980:19

NOU 1992:29

NOU 1995:30

NOU 1996:3

NOU 2016:22

Ot.prp.nr.36 (1993-1994)

Ot.prp.nr.23 (1996-1997)

Ot.prp.nr.42 (1997-1998)

5.3 Rettspraksis

5.3.1 Høyesterett

Rt-1952-967

Rt-1966-648

Rt-1997-1330

Rt-2000-931 (Inco)

Rt-2003-713 (Norway Seafoods)

Rt-2007-1392 (Flesberg)

HR-2008-993-U

HR-2016-1439-A (Bergshaven)

HR-2020-936-U

HR-2020-1947-A

5.3.2 Underrettspraksis

TINDE-2004-46765

TINDE-2006-66826

TGJOV-2016-204146

LA-2003-15406

LB-2006-53528 (Flesberg overskjønn)

LB-2007-3799/RG-2008-752 (Brødrene Øyo)

LB-2008-80764-2

LB-2015-137573

LA-2016-115887

LE-2019-55741

LG-2020-14054

5.4 Juridisk litteratur

Aarbakke, Magnus, Aarbakke, Asle, Knudsen, Gudmund, Ofstad, Tone, Skåre, Jan.

Aksjeloven og allmennaksjeloven. Oslo 2017. 4 utg.

Andenæs, Mats Henry, Andenæs, Ole, Berge, Stig, Christoffersen, Margrethe Buskerud.

Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Oslo 2016. 3 utg.

Bergo, Knut. *Børs og verdipapirrett*. Oslo 2014. 4 utg.

Boye, Knut. *Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper*. Praktisk økonomi og finans, 03/2007. s. 79-83.

Boye, Knut og Dahl, Gunnar A. *Verdsettelsesmodeller*. Praktisk økonomi og finans, 01/2002. s. 82-102.

Bråthen, Tore. *Inhabilitet på generalforsamlingen i aksjeselskaper*. Moderne forretningsjus III. Bergen 2016.

Bråthen, Tore. *Innløsning og utelukkelse av aksjonær*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 4/1999. s. 86-107.

Bråthen, Tore. *Selskapsrett*. Oslo 2019. 6 utg.

Bøhren, Øyvind og Krosvik, Nils Erik. *Tvangsinnløsning av minoritetseiere: Rettsøkonomien i norske skjønnsaker gjennom 25 år*. Tidsskrift for Rettsvitenskap, 1-2/2005.

Clausen, Einar. *Virkelig verdi*. Praktisk økonomi og finans, 01/2002. s. 38-48.

Dahl, Gunnar A. *Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller*. Praktisk økonomi og finans, 02/2011. s. 3-14.

Dyrnes, Sverre. *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper*. Moderne forretningsjus II. Bergen 2011.

Euronext NOTC/Verdipapirforetakenes forbund. *Hvordan OTC-systemet fungerer*. 2018.

Hentet på [https://www.notc.no/Om-NOTC 7.5-2021](https://www.notc.no/Om-NOTC%207.5-2021).

Moljord, Kåre. *Mens vi ventet på Bergshav Holding (HR-2016-1439-A)*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 4/2016. s. 17-20.

Moljord, Kåre. *Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer – fra Norway Seafoods til Flesberg – og tilbake*. Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 3/2015. s. 1-25.

Nedrelid, Audun. *Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp*. Tidsskrift for forretningsjus, 03/2013. s. 198-246.

Normann, Kristin. *Misligholdsbeføyelser ved brudd på aksjonæravtale*. Institutt for privatrettens skriftserie, 175/2009. s. 41-58.

Schwencke, Hans Robert, Haugen, Dag Olav, Baksaa, Kjell Magne, Stenheim, Tonny og Avlesen-Østli, Erik. *Årsregnskapet i teori og praksis*. Oslo 2020. 22 utg.

Truyen, Filip. *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*. Jussens Venner, 05-06/2004. s. 305-328.

Truyen, Filip. *Norway Seafoods-dommen. Et signal om bedre minoritetsvern?* Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 3/2003. s. 343-356.

Truyen, Filip. *Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?* Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 1/2008. s. 62-70.

Larsen, Ulf. *Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer*. Tidsskrift for forretningsjus, 04/2007. s. 270-295.

Woxholth, Axel. *Aksjenes virkelige verdi*. Jussens Venner, 02-03/2019. s. 77-130.

Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. Oslo 2018. 6 utg.