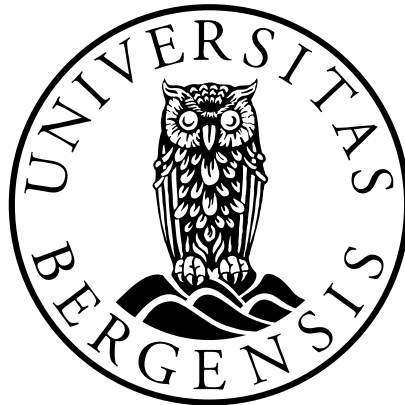


Fastsettelsen av virkelig verdi i
aksjeloven i forbindelse med tvungen
overføring, innløsning og utløsning av
aksjer

*-en analyse av momenter brukt ved
verdijustering fra kontrollverdi til virkelig verdi.*

Kandidatnummer: 175

Antall ord: 14049



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10. Mai 2022

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	1
1 Innledning.....	3
1.1 Tema.....	3
1.2 Aktualitet.....	5
1.3 Utgangspunkt og begrepsavklaring.....	6
1.3.1 Utgangspunktet for overdragelse av aksjer.....	6
1.3.2 Innløsning og utløsning.....	6
1.3.3 Verdsettelse.....	6
1.3.4 Nærmere om verdjustering.....	9
1.4 Oppgavens omfang.....	9
1.5 Fremstillingen videre.....	10
2 Gjennomgang av de aktuelle bestemmelsene i aksjeloven og tilhørende rettspraksis	12
2.1 Aksjeloven § 4-24	12
2.1.1 Ordlyd og Forarbeider	12
2.1.2 Dommer.....	16
2.2 Aksjeloven § 4-25	23
2.2.1 Ordlyd og Forarbeider	24
2.2.2 Bestemmelsens begrunnelse.....	26
2.2.3 Dommer.....	26
2.3 Aksjeloven § 4-26	28
2.3.1 Ordlyd og forarbeider	28
2.3.2 Dommer.....	29
2.4 Aksjeloven § 4-17 – Innløsning som følge av at styret nekter avhending av aksjer	31
2.4.1 Ordlyd og forarbeider	31
2.4.2 Dom.....	33
3 Presentasjon av funnene i rettspraksis og nærmere analyse av de identifiserte momentene	34
3.1 De ulike momentene brukt i justeringen av kontrollverdi for å komme frem til virkelig verdi.	34
3.2 Momentenes relevans utover den bestemmelsen i aksjeloven hvor momentet er identifisert.....	35
3.2.1 Minoritetsvernet	37

3.2.2	Aksjepostens størrelse	38
3.2.3	Klanderverdig oppførsel.....	40
3.2.4	Momenter knyttet til aksjonæravtale.....	42
3.2.5	Motsetningsforhold knyttet til strategi	42
3.2.6	I hvilken grad påvirkes forskjellen mellom kontrollverdi og virkelig verdi av interesseavveiningen mellom selskapets interesser og aksjonærens interesser?.....	43
3.2.7	Finnes det situasjoner hvor det bør være anledning til å foreta justering av kontrollverdi ved utløsning av aksjonær etter aksjeloven § 4-25?.....	44
4	Avsluttende betraktninger	47
	Litteraturliste	49

1 Innledning

1.1 Tema

Oppgaven skal analysere hvordan virkelig verdi¹ fastsettes fra kontrollverdi², i forbindelse med innløsning, utløsning og tvungen overføring av aksjer etter Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) sine bestemmelser.³ Særlig vil oppgaven ta for seg hvilke momenter som vektlegges i verdijusteringen av kontrollverdi, samt om og eventuelt hvorfor det er ulike momentene som gjør seg gjeldende i de ulike bestemmelsene i aksjeloven.

Helt innledningsvis vil det være hensiktsmessig å kort gjøre rede for hovedregelen for eierskifte av aksjer. Det har «[i] aksjeselskapsretten [...] tradisjonelt vært et hovedprinsipp at aksjene er fritt omsettelige.»⁴ Det følger av aksjeloven § 4-15 at «Aksjer kan skifte eier ved overdragelse og på annen måte for så vidt annet ikke er bestemt i lov». Dette gir uttrykk for utgangspunktet om hvordan aksjer skifter eier. Overdragelse skjer typisk ved salg, men kan også overdras på andre måter som for eksempel arv eller gave. Et av formålene med aksjeselskap er å «allokere risikovillig kapital til selskapets virksomhet».⁵ Dersom aksjer da ikke som hovedregel kan omsettes fritt vil det vanskeliggjøre en aksjonærs mulighet til å tre ut av investeringen igjen. Formålet om å «allokere risikovillig kapital til selskapets virksomhet»⁶ vil da falle bort.⁷ Aksjeloven § 4-24, § 4-25 og innløsning etter aksjeloven § 4-17 regulerer alle tilfeller der det skjer en tvungen overdragelse hvor aksjeselskapet selv overtar aksjene, eller konsumerer dem. Aksjeloven § 4-26 regulerer også tilfeller hvor en tvungen overdragelse av aksjer finner sted, men hvor aksjene overdras til majoritetsaksjonæren i stedet for at aksjene innløses av selskapet. Bestemmelsene er følgelig unntak fra hovedregelen om hvordan aksjer skifter eier. Bestemmelsene fungerer som en nødventil i situasjoner hvor det en ordinær overdragelse av aksjen ikke kan finne sted. Alle bestemmelsene er derfor unntak fra

¹ Den verdien aksjonæren tilkjennes for sin aksjepost i forbindelse med overdragelsen av aksjeposten.

² Verdien av 100 % av selskapet før det foretas justeringer av den verdien. Kontrollverdi kan dermed være både antatt omsetningsverdi og underliggende verdi. Kontrollverdi brukes følgelig som en samlebetegnelse for summen av 100% av aksjene før det foretas noen verdijustering.

³ Aksjeloven §§ 4-17, 4-24, 4-25, 4-26.

⁴ Woxholth (2021) side 315.

⁵ Woxholth (2021) side 315.

⁶ Woxholth (2021) side 315.

⁷ Woxholth (2021) side 315.

hovedregelen om hvordan aksjer overdras. Hver av bestemmelsene sikrer på ulik måte enten en aksjonær eller selskapets interesser og gjør det mulig at en aksjonær trer ut av selskapet uten at en ordinær overdragelse av aksjeposten finner sted.

I disse tilfellene oppstår situasjoner der verdien av aksjene må verdsettes på en annen måte enn hovedregelen, som er at markedet bestemmer prisen. Geir Woxholth skriver i den forbindelse at «[i]nnløsningssummen og beregningen av denne reiser særlige spørsmål. Prinsipielt skal den beregnes på samme måte uavhengig av om innløsningen skjer etter krav fra og til fordel for aksjeeieren (§ 4-24) eller etter et krav fra og til fordel for selskapet (§ 4-25).»⁸ Årsaken til dette er at begge viser til «virkelig verdi» i aksjeloven § 4-17. Følgelig er beregningen av innløsningssummen også i utgangspunktet lik for aksjeloven § 4-17 ettersom den også viser til «virkelig verdi» i samme bestemmelse. «virkelig verdi» er dermed en legaldefinisjon i tilknytning til disse bestemmelsene. Om beregningen er likt i tilknytning til aksjeloven § 4-26 vil behandles senere i punkt 2.4. Som nevnt gjør bestemmelsene seg gjeldende i de tilfeller hvor det ikke kan skje en ordinær overdragelse av aksjeposten. Det gjelder for eksempel ofte i selskaper eiet av medlemmer fra samme familie. Videre er det ikke gitt at «bedømmelsen av «virkelig verdi» ved innløsning av et krav fra selskapets side, jf. § 4-25, [...] blir den samme som ved innløsning etter krav fra aksjeeiers side, jf. § 4-24. Som fremholdt i Andenæs kan pønale hensyn tilsi at en misligholdende aksjeeier ikke kan gjøre krav på mer enn aksjens omsetningsverdi, dersom det foreligger grunnlag for å fastslå denne.»⁹ Dette peker på at ulike momenter vil kunne gjøre seg gjeldende i de ulike bestemmelsene. Videre er det imidlertid ikke slik at alle aksjer i samme selskap nødvendigvis har samme verdi. Verdien av en aksje vil blant annet påvirkes av om den er stemmeberettiget eller ikke. En aksje og en aksjepost kan ha ulik verdi som følge av en rekke forskjellige momenter. Dette medfører at en aksjepost sin andel av kontrollverdien sjeldent stemmer overens med aksjepostens virkelige verdi dersom det foretas en verdjustering av kontrollverdi. Kontrollverdi kan defineres som verdien av aksjepostens andel av 100 % av aksjene i et selskap før man foretar en eventuell justering av denne verdien. Kjernen i denne oppgaven er om det skal foretas verdjusteringer knyttet til de ulike bestemmelsene i aksjeloven og hvilken momenter som eventuelt kan påvirke aksjepostens verdi slik at en aksjepost sin andel av kontrollverdien ikke stemmer overens med aksjepostens virkelige verdi.

⁸ Woxholth (2021) side 346.

⁹ Woxholth (2021) side 347.

1.2 Aktualitet

Tvungen overdragelse av aksjer er en svært relevant problemstilling i dag og noe som ofte skaper konflikt mellom aksjonærer på grunn av situasjonens karakter. En annen grunn er fordi mange aksjonærer ikke forstår hvorfor aksjepostens virkelige verdi i mange tilfeller ikke er lik aksjepostens kontrollverdi. Dette kan illustreres ved at aksjonær A som eier 25 % av aksjeselskap X som har en selskapsverdi på NOK 100 ikke forstår hvorfor virkelig verdi ved innløsning gir ham en utbetaling på NOK 17 og ikke NOK 25 som er kontrollverdien av aksjeposten hans. Videre fremstår rettstilstanden som uoversiktlig. Følgelig anser jeg oppgavens tema som interessant både i et praktisk og et teoretisk perspektiv.

Det er tidligere skrevet flere masteroppgaver om verdsettelse i forbindelse med de bestemmelsene som denne oppgaven tar for seg.¹⁰ Masteroppgaven «Aksjenes virkelige verdi– De rettslige prinsippene for fastsettelse av innløsningssummen ved innløsning av aksjer i aksje- og allmennaksjeselskaper»¹¹ er senere også blitt publisert i jussens venner.¹² Problemstillingen i min oppgave skiller seg imidlertid fra tidligere oppgaver ettersom den fokuserer på momenter i verdjustering av kontrollverdi for å komme frem til virkelig verdi. Oppgaven fokuserer dermed på hva som gjør at en aksje ikke nødvendigvis har samme verdi som aksjeselskapets underliggende verdi eller antatt omsetningsverdi delt på antall utestående aksjer, dette omtales som kontrollverdi. Masteroppgavene¹³ som jeg viste til tidligere ser på hele verdsettelsen av de bestemmelsene de omhandler. De vurderer dermed hvilken verdsettelsesmåte som skal brukes, men ingen av oppgavene ser konkret på de momentene som brukes i justeringen av kontrollverdien for å komme frem til aksjepostens virkelige verdi.

Analysen vil fokusere på de relevante delene av bestemmelsene §§ 4-17, 4-24, 4-25 og 4-26 i aksjeloven og rettspraksis knyttet til de aktuelle bestemmelsene. Oppgaven vil gjennom denne analysen identifisere hvilke momenter som brukes i verdjusteringen på kontrollverdi for å fastsette virkelig verdi på en aksjepost. Det vil innledningsvis være nødvendig å redegjøre for en del begreper som er sentral for den videre fremstillingen av oppgaven.

¹⁰ Se blant annet: Woxholth (2018), Brather (2019) og Hammerstrøm (2021).

¹¹ Woxholth (2018).

¹² Woxholth (2019).

¹³ Woxholth (2018), Brather (2019) og Hammerstrøm (2021).

1.3 Utgangspunkt og begrepsavklaring

1.3.1 Utgangspunktet for overdragelse av aksjer

Når hovedregelen for omsetning av aksjer følges har omsetningen av aksjer ingen innflytelse på selskapets verdi og antall aksjer. Aksjen overføres til ny eier og verdien av aksjen betales av den som erverver aksjen til den tidligere eide aksjen. Ved de tilfellene som omtales i denne oppgaven er det selskapet som gir aksjeeier oppgjør for aksjene, med unntak av situasjonen i aksjeloven § 4-26. Det at selskapet gir oppgjør for aksjene påvirker selskapets likviditet, totale verdi og antallet aksjer.

1.3.2 Innløsning og utløsning

Det følger av aksjeloven § 4-24 4. ledd at «[i]nnløsningen skal gjennomføres ved at aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen». Når aksjer slettes, forsvinner den verdien fra selskapet i motsetning til hva som er tilfellet ved ordinær avhending av aksjer. Ved ordinær avhending av aksjer skifter aksjene eier, men verdien består i aksjeselskapet.

Utløsning er i sin helhet det samme som innløsning i henseende til hva som skjer med aksjene og verdiene. Forskjellen er bare hvem som påberoper seg det. Ved utløsning er det aksjeselskapet som tar initiativ til å innløse en aksjonærs aksjer uten at aksjonæren selv ønsker det.

1.3.3 Verdsettelse

«Det mest omstridte spørsmålet vedrørende tvangsinnløsning av aksjeminoriteter gjelder verdsettelsen.»¹⁴ Det er da ofte uenighet mellom partene om hvilken verdsettelsestmåte som

¹⁴ Woxholth (2021) side 370.

skal brukes.¹⁵ Det er ikke rart at dette er et omstridt spørsmål ettersom hvordan selskapet verdsettes og hvordan aksjepostens verdi justeres vil kunne medføre store sprik i verdien som aksjonæren har krav på. Det er svært sjeldent «samsvar mellom selskapsverdiene, det vil si de underliggende verdiene av selskapets eiendeler, og aksjenes markedsverdi.»¹⁶ Det kalles rabatt «hvis markedets verdi er lavere enn selskapsverdiene».¹⁷ Motsatt kalles det en premie dersom markedsverdien er høyere enn selskapets verdi.¹⁸ Som Woxholt videre skriver er det «[...] ulike grunner til at det i markedet foreligger rabatter.»¹⁹ Dette ses nærmere på i punkt 1.3.4. Oppgavens formål er å identifisere de momenter som danner grunnlaget for en slik justering av kontrollverdien ved tvungen overdragelse av aksjer tilknyttet bestemmelsene i aksjeloven.

Premier og rabatter er begge justeringer av kontrollverdi. Man kan også omtale disse justeringene mer generelt som verdijusteringer. Dette er hensiktsmessig av to grunner. For det første omfatter begrepet både positive og negative justeringer. For det andre representerer de aktuelle justeringene den faktiske verdien på en aksjepost. Følgelig kan begrepene rabatt og premie være noe misvisende fordi det ikke er tale om en rabatt eller premie i tradisjonell forstand. Det er derfor mer presist å omtale det som en verdijustering.

Kontrollverdi

Rettsystemet fastsetter hovedsakelig kontrollverdien av et aksjeselskap på en av to måter. Man kan enten ta utgangspunkt i omsetningsverdi slik som i Flesbergdommen (HR-2007–1731-A), eller i underliggende verdi slik som Høyesterett gjør i Bergshaven (HR-2016-01439-A). Man kan bruke flere ulike verdsettelsesmodeller for å finne selskapets underliggende verdi. Både omsetningsverdi og underliggende verdi kan utgjøre kontrollverdien og hvilken man bruker påvirker ikke selve verdijusteringen. Oppgaven vil først kort presentere de to hovedmåtene for å fastsette kontrollverdi, før den vil nevne noen ulike verdsettelsesmodeller som kan brukes for å fastsette underliggende verdi.

¹⁵ Woxholt (2021) side 370.

¹⁶ Woxholt (2021) side 370.

¹⁷ Woxholt (2021) side 370.

¹⁸ Woxholt (2021) side 370.

¹⁹ Woxholt (2021) side 370.

Omsetningsverdi

Omsetningsverdi er den summen aksjer omsettes for på det frie markedet. Denne verdien kan variere stort og avhenger av en rekke faktorer som for eksempel: størrelse på aksjeposten, omsettelighet, ledelse og utbyttehistorikk. I tilfellene hvor tvungen overdragelse finner sted er det ikke mulig å omsette aksjen ordinært på en god måte. Man kan i de tilfellene imidlertid også bygge opp eller konstruere en antatt omsetningsverdi for aksjeselskap som er lite likvide for å fastsette kontrollverdi.²⁰

Underliggende verdi

Underliggende verdi er den verdien 100 % av et selskap er verdt, denne verdien kan også kalles stand alone. Denne verdien tar ikke hensyn til hverken synergier, som kan medføre merverdi, eller minoritetsjusteringer, som vil kunne medføre en reduksjon av verdien.

Ulike verdsettelsesmodeller for å fastslå underliggende verdi

For å fastsette underliggende verdi finnes det en rekke ulike modeller, men hvilken modell man bruker påvirker ikke de etterfølgende verdjusteringene. Det er imidlertid hensiktsmessig å være oppmerksom på at den underliggende verdien kan beregnes på ulike måter fordi det brukes ulike modeller i rettspraksis. Man kan blant annet fastsette underliggende verdi ved å bruke modeller som baserer seg på ulike faktorer som for eksempel diskontert kontantstrøm (DCF), regnskapsført egenkapital og substansverdi. Jeg vil imidlertid nøye meg med å forklare kort om en av de mest brukte verdsettelsesmodellene, DCF.

DCF-Modellen

DCF kan også kalles diskontert kontantstrømsmetode. Dette er en verdsettelsesmodell som baserer seg på kontantstrømmen til et selskap. Hvordan modellen fungerer kan forklares ved å se nærmere på de to begrepene: «kontantstrøm» og «diskontert». «Kontantstrøm er et regnskapsuttrykk som angir differansen mellom innbetalinger og utbetalinger for en bedrift i en regnskapsperiode.»²¹ Videre betyr «[å] diskontere [...] å omregne en fremtidig verdi til nåverdi.»²² Følgelig baserer DCF-modellen seg på den fremtidige kontantstrømmen til et selskap for å fastsette en nåverdi på selskapet.

²⁰ Se for eksempel: HR-2007-1731-A.

²¹ Munthe (2021).

²² Sirnes (2019).

1.3.4 Nærmere om verdijustering

Positiv verdijustering

I mange tilfeller vil aksjeposter ha en større markedsverdi enn sin andel av den underliggende verdien av selskapet, som følge av blant annet synergier. Denne merverdien kan også kalles strategisk verdi. Disse synergiene kan være mange ulike. Et eksempel er at kjøpet av et selskap fjerner en konkurrent for kjøperen og dermed fører til at kjøperen sitter igjen med en større markedsandel enn før kjøpet. En annen situasjon som kan medføre at aksjeposter har en større markedsverdi enn den underliggende verdien av selskapet er den framtidig forventede inntjeningen til et selskap. En strategisk merverdi kan også kalles premie. En slik merverdi kan tale for at det må foretas en positiv verdijustering.

Negativ verdijustering

Aksjeposter har som nevnt ofte en lavere verdi enn kontrollverdien. Årsaken til dette er sammensatt og det er flere faktorer som spiller inn på hvor mye en aksjepost er verdt. Minoritet og illikviditet er to overordnede årsaker. Dette medfører at når man skal verdsette en aksjepost med utgangspunkt i underliggende verdi eller antatt omsetningsverdi så må det i de fleste tilfeller foretas en verdijustering.

Minoritet knytter seg til innflytelse, eller mangelen på den. Slik innflytelse kan springe ut av aksjeloven²³, vedtekter eller aksjonæravtalen. Den andre overordnede grunnen er hvor likvid aksjen er. Det vil si hvor omsettelig aksjen er. Dersom aksjen er lite likvid er det vanskelig å finne en kjøper. Aksjonæren risikerer da å bli «innlåst». Disse to vurderingen glir imidlertid ofte over i hverandre.

1.4 Oppgavens omfang

Oppgaven vil bare ta for seg fastsettelsen av virkelig verdi i forbindelse ved innløsning, utløsning og tvungen overføring av aksjer i aksjeloven §§ 4-24, 4-25 og 4-26. Oppgaven avgrenses fra å behandle tvungen overføring av aksjer i forbindelse med andre bestemmelser i

²³ Aksjeloven §§ 5-17, 5-18 og 5-19.

aksjeloven²⁴ og andre lover f. Eks Lov 13. juni 1997 nr 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven). Videre vil jeg bare behandle verdjusteringen fra en aksjepost sin kontrollverdi til aksjepostens virkelige verdi. Oppgaven vil derfor avgrense fra å vurdere de andre delene av verdsettelsen. Jeg må imidlertid gjøre rede for noen deler av verdsettelsen som ikke direkte knytter seg til verdjusteringen. Årsaken til dette er fordi en bredere forståelse av verdsettelseprosessen er en forutsetning for å forstå hvordan verdjusteringer gjør seg gjeldene ved verdsettelsen av en aksjepost i situasjonene problemstillingen behandler.

1.5 Fremstillingen videre

Den videre framstillingen av oppgaven er delt i tre hoveddeler, del 2, 3 og 4. I del to av oppgaven gjennomgås de aktuelle bestemmelsene i aksjeloven og tilhørende rettspraksis. Det er flere grunner til at en slik gjennomgang er nødvendig. For det første er det nødvendig for å forstå reglens funksjon. For det andre er det nødvendig for å avgjøre om og eventuelt i hvilken grad det skal foretas en verdjustering knyttet til hver av bestemmelsene. For det tredje er det nødvendig for å identifisere de ulike momentene i verdjusteringen som fremkommer i rettspraksis.

I oppgavens tredje del vil det foretas en nærmere analyse av alle de momentene som er identifisert i oppgavens andre del. I den forbindelse vil det blant annet vurderes nærmere om og hvorfor eller eventuelt hvorfor ikke momentene er relevant i tilknytning til de andre aktuelle bestemmelsene i aksjeloven. Det vil i denne delen av oppgaven også drøftes i hvilken grad det er anledning til å foreta verdjusteringer ved utløsning etter aksjeloven § 4-25 og i hvilken grad forskjellen mellom kontrollverdi og virkelig verdi påvirkes av en interesseavveining mellom selskapets interesser og aksjonærens interesser.

²⁴ For eksempel aksjeloven § 4-18 3. ledd.

I oppgavens fjerde del vil jeg presentere funnene fra oppgavens tredje del. Jeg vil også komme med noen avsluttende bemerkninger knyttet til verdjusteringer ved tvungen overdragelse av aksjer i aksjeloven.

2 Gjennomgang av de aktuelle bestemmelsene i aksjeloven og tilhørende rettspraksis

2.1 Aksjeloven § 4-24

2.1.1 Ordlyd og Forarbeider

Aksjeloven § 4-24 regulerer en aksjonærs rett til å innløse sine aksjer på nærmere bestemte vilkår.

Det følger av bestemmelsens første ledd at for det første må det foreligge «tungtveiende grunner» for at aksjonæren skal ha rett til å få sine aksjer innløst. Den normale språklige forståelsen av «tungtveiende grunner» er at terskelen for innløsning er høy. Den formuleringen avgrensner således mot grunner av triviell karakter. Dette sikrer at innløsning ikke kan kreves i tilfeller hvor en aksjonær ser innløsning som den mest praktiske måte å avhende sine aksjer eller den måte som gir best pris. Dette markerer at aksjeloven § 4-24 er en unntaksbestemmelse eller en nødventil. Der en høy terskel er nødvendig for å hindre misbruk av bestemmelsen.

At det er en snever unntaksregel har også støtte i bestemmelsens forarbeider. I NOU 1996: 3, på side 125 står det at «kravet om «tungtveiende grunner» må dessuten ses i sammenheng med at den ordinære måten å tre ut av et aksjeselskap på, vil være å selge aksjene. Det er først og fremst når dette alternativet ikke fremstår som rimelig, at det kan være på sin plass å åpne for uttreden etter § 3-20^[25], f.eks. i tilfeller hvor den kjøperen aksjeeieren har skaffet ikke godtas av selskapet eller hvor den pris som kan oppnås er urealistisk lav».

Når hovedkravet om «tungtveiende grunner» foreligger oppstiller regelen ytterligere krav, som

²⁵ § 3-20 i NOU 1996: 3 omhandler aksjeloven § 4-24.

hver for seg er kumulativ med hovedkravet. Bestemmelsens punkt 1 til 3 fremstiller typetilfeller:

«1. et selskapsorgan eller andre som representerer selskapet, har handlet i strid med §§ 5-21 og 6-28». Det innebærer at det foreligger vesentlig misbruk fra styrende organer eller andre som representerer selskapet.

I forarbeidene er det kommentert at «[d]et følger av kravet om tungtveiende grunner at det normalt må foreligge et vesentlig misbruk for at forholdet skal kunne gi grunnlag for å tre ut av selskapet».²⁶

«2. en annen aksjeeier i selskapet har misbrukt sin innflytelse i selskapet». Ordlyden av «misbrukt sin innflytelse i selskapet» innebærer at en aksjonær har brukt sin posisjon på en måte som ikke er lojalt overfor de andre aksjonærene. Ordlyden gir imidlertid ikke uttrykk for at dette misbruket må medføre noen fordel for den det måtte gjelde, eller påvirke selskapet eller andre aksjonærer negativt. Årsaken til dette kan være fordi det i mange tilfeller er vanskelig å avgjøre hvordan en handling eller unnlatelse av handling har påvirket ettersom et selskap påvirkes av en rekke faktorer. Det kan være en aksjonær som har en negativ kontroll eller flertall på generalforsamling. Et eksempel er knyttet til innhenting av frisk kapital som kan bli stoppet av en aksjonær, og de andre mener selskapet trenger kapital for å utvikle seg. Det kan også være en situasjon hvor en aksjonær får gjennomført en kapitalutvidelse som de andre aksjonærene mener selskapet ikke trenger. Dersom situasjonen er slik at de andre aksjonærene ikke har anledning til å være med kan de hevde at det er et misbruk hvis aksjonæren får full kontroll etter vedtektene som følge av en slik kapitalutvidelse. Dermed er det ikke hensiktsmessig at ordlyden oppstiller et krav om at misbruket har påvirket selskapet negativt.

I NOU 1996: 3 er det på side 125 kommentert at «[b]estemmelsen har betydning ved siden av nr 1 og rammer tilfeller hvor en dominerende aksjeeier kan utøve innflytelse i selskapet på andre måter enn gjennom selskapets organer.» Videre illustreres situasjoner hvor det kan være tilfellet ved å vise til Rt. 1924 s. 226 hvor «[f]orholdet var [...] at selskapets drift helt og holdent var lagt i hendene på én av selskapets aksjeeiere som også var dets disponent. I praksis var han uavsettlig og de øvrige aksjeeierne hadde ingen adgang til effektiv kontroll».

²⁶ NOU 1996: 3 s. 125.

«3. det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet». Den normale språklige forståelsen av «et alvorlig og varig motsetningsforhold» peker på at det må være en kvalifisert uenighet som må ha vart eller se ut til å vare over lengre tid og som det er lite sannsynlig at det kan bli enighet om. Det må gjelde «driften av selskapet». Det omfatter ikke personlige konflikter selv om disse påvirker samarbeidet i selskapet. Terskelen er dermed høy. Det er naturlig med uenighet i selskapsforhold og en ordinær uenighet gir ikke grunnlag for innløsning. Uenigheten må derfor være av en slik karakter at den vanskeliggjør driften av selskapet over lengre tid eller på en måte som fremstår som varig.

I forarbeidene til nr. 3 presiseres det at «nr 3 ikke [forutsetter] noe mislighold»²⁷. Videre kommenteres det at «[b]estemmelsen har normalt som forutsetning at aksjeeierne tar aktiv del i driften av selskapet, og motsetningsforholdet innebærer en bristende forutsetning for selskapsforholdet».²⁸ I og med at kravene til «tungtveiende grunner» og «alvorlig og varig motsetningsforhold» er kumulative, blir terskelen høy for å få innløsning.

Videre er det i tilknytning til nr. 3 bemerket at «[m]ed «alvorlig» siktes det i første rekke til motsetningsforhold av dyptgripende karakter at det ikke kan forventes at aksjeeieren skal fortsette deltakerforholdet «varig» sikter til at motsetningsforholdet ikke bare kan dreie seg om enkeltstående episode eller har vart en kort tid. Motsetningsforholdet må være av en slik fasthet at det er liten grunn til å tro at det kan rette seg».²⁹

Bestemmelsens andre ledd sier at innløsning ikke kan finne sted «dersom dette vil medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke urimelig overfor selskapet.» eller «dersom selskapet utpeker en annen som er villig til å overta aksjene mot et vederlag som minst svarer til innløsningssummen». Ordlyden av «vesentlig skade» gir uttrykk for at misligholdet må utgjøre en betydelig skade. Innløsning vil alltid påvirke et selskap negativ da det medfører både en likviditets reduksjon og en verdireduksjon av selskapet. For å få medhold

²⁷ NOU 1996: 3, side 125.

²⁸ NOU 1996: 3, side 125.

²⁹ NOU 1996: 3, side 125.

om innløsning må det følgelig være tale om en mer betydelig skade enn dette, f. Eks ved at det i betydelig grad påvirker selskapet mulighet for videre drift.

Det er i forarbeidene her kommentert at «Etter bestemmelsen kan det blant annet tas hensyn til hvilken betydning en innløsning vil få for selskapets likviditet eller kapitalgrunnlag»³⁰.

Innløsning skal ikke innvilges hvis det «for øvrig virke[r] urimelig overfor selskapet.» Vilkåret peker på andre situasjoner som gjør at innløsning er urimelig overfor selskapet ettersom selskapet i for stor grad blir negativt påvirket av likviditets reduksjonen og verdireduksjonen en innløsning medfører. Det kan da være at hensynet til selskapets videre drift anses som viktigere enn å løse det «varige motsetningsforhold[et]».

I forbindelse med vilkåret «for øvrig virke urimelig overfor selskapet» trekker utvalget frem at det «gir rom for en bredere interesseavveining mellom aksjeeierens interesse i å tre ut av selskapet og selskapets interesse i å slippe et utløsningskrav. Det kan her være av betydning i hvilken grad det forhold som er påberopt som grunnlag for å tre ut, involverer selskapet som sådan eller om det i første rekke gjelder forholdet aksjeeierne i mellom».³¹

Bestemmelsens tredje ledd regulerer innløsningssummen og viser til «reglene i § 4-17 femte ledd». Aksjeloven § 4-17 femte ledd vil gjennomgå senere og innløsningssummen fastsettelse vil følgelig behandles der.

Av fjerde ledd fremkommer det at «[i]nnløsningen skal gjennomføres ved at aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen.» videre følger det at «[a]ksjene kan likevel overtas av selskapet uten sletting og kapitalnedsetting dersom vederlaget som skal ytes for aksjene, ligger innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte etter § 8-1. § 9-6 annet ledd gjelder tilsvarende for de aksjer selskapet overtar» årsaken til dette er fordi dette vil motvirke verdireduksjonen av selskapet og følgelig medføre en mindre inngripende situasjon overfor selskapet. Dette viser ytterligere at det som hovedregel alltid

³⁰ NOU 1996: 3, side 125.

³¹ NOU 1996: 3, side 125.

søkes å unngå innløsning.

2.1.2 Dommer

Bergshaven-dommen

Jeg vil behandle lagmannsretten³² og Høyesteretts³³ avgjørelse under ett fordi det er tale om innløsning etter aksjelovens § 4-24 med samme parter og aksjer, men i ulike rettsinstanser. Jeg vil se på hvordan verdien av aksjene er behandlet av Høyesterett og lagmannsretten.

Høyesterettsdommen i Bergshaven saken er den eneste dommen fra Høyesterett som direkte behandler spørsmålet om verdjustering av kontrollverdien ved innløsning etter aksjeloven § 4-24.

Faktum

Det ble i saken gjort gjeldende et krav om oppløsning av selskapet etter aksjeloven § 16-19, subsidiær utløsning av aksjepost etter aksjeloven § 4-24. Sakens parter er Herman Johan Bergshaven mot Bergshav Holding AS. Herman Johan Bergshaven sin aksjepost utgjorde i underkant av 30 % (27,38 %). De resterende aksjene er eid av Bergshav AS, som i sin helhet er eid av Herman Johan Bergshaven sin bror Atle Bergshaven. Videre utgjør hele Herman Johan Bergshaven sin aksjepost B-aksjer uten stemmerett, men Bergshav AS hadde A-aksjer med stemmerett. Dette medfører at det er Atle Bergshaven som i realiteten har fullstendig kontroll på selskapet. Han bestemte om det skulle betales utbytte og hvor mye som eventuelt skulle betales. I virkeligheten bestemte han derfor verdien av Herman Johan Bergshavens aksjer i Bergshav Holding AS. Det er et element i saken at alle aksjene uansett rettigheter har skattemessig lik verdi og Herman Johan Bergshaven bli ilagt formuesskatt.

Herman Johan Bergshaven bygger sitt krav på at det over lang tid er betalt ut lite, eller intet utbytte. Han fikk ikke utbetalt nok utbytte til å betale formuesskatt for de verdiene som aksjeposten skattemessig utgjør. Og videre at Atle Bergshaven gjennom sin kontroll av selskapet har strukturert selskapet på en måte som vanskeliggjør utbetaling av utbytte.

³² LA-2015-004323.

³³ HR-2016-01439-A.

Denne saken gikk som tidligere nevnt gjennom alle rettsinstanser, tingretten kom imidlertid til at det var grunnlag for oppløsning av selskapet og behandler derfor ikke innløsningsspørsmålet. Oppgaven vil av denne grunn ikke gå inn på tingrettens argumentasjon da oppløsning av selskapet faller utenfor problemstillingens interessefelt.

Lagmannsretten LA-2015-004323

Lagmannsretten starter med å trekke frem hovedregelen om at «Det er lite tvilsomt at hovedregelen i aksjeselskaper er at aksjonær som ønsker å tre ut av selskapet må gjøre det ved salg av aksjene. Dette gjelder også hvor bakgrunnen er uenighet eller misnøye med hvordan aksjeflertallet utnytter sin posisjon i selskapet».³⁴ Videre poengterer retten at Atle Bergshavens kontroll var klar for Hermann J. Bergshaven da han overtok aksjeposten i arv fra sin mor.³⁵ Retten trekker i den forbindelse frem at morens ønske imidlertid var at alle sønnene skulle nyte økonomisk utbytte fra selskapet og at det forelå anledning til å betale ut mer utbytte dersom selskapet hadde besluttet det som motargument.³⁶

Med disse momentene som forutsetning uttaler lagmannsretten at de under tvil er kommet frem til at innløsningskravet må tas til følge. De begrunner dette i de disposisjoner som Atle Bergshaven gjennom selskapet Bergshav AS har foretatt seg og hvordan dette har påvirket utbyttet fra selskapet Bergshav Holding AS.³⁷

I kjernen av oppgavens problemstilling er spørsmålet om verdien av aksjene ved innløsningen. Nærmere bestemt hvilken justering som skal gjennomføres på kontrollverdien. Det sentrale er hvilke verdijusteringer som blir gjort og hvorfor. Som nevnt tidligere er det flere måter å fastsette kontrollverdi, men det påvirker ikke hvordan og hvilke verdijusteringer som foretas for å fastsette virkelig verdi. Det nevnes imidlertid for ordens skyld at lagmannsretten i denne saken bruker antatt omsetningsverdi som tar utgangspunkt i underliggende verdier for å fastsette en kontrollverdi.

³⁴ LA-2015-004323 side 15, 12. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

³⁵ LA-2015-004323 side 15, 13. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

³⁶ LA-2015-004323 side 15, 14. og 15. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

³⁷ LA-2015-004323 side 15, 16. avsnitt og side 16 1. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

Retten kommer frem til at underliggende verdier (kontrollverdi) var ca. 1,3 milliarder og at Herman J. Bergshaven sin aksjepost da utgjør 354 900 000 kr før man verdijusterer aksjeposten.³⁸ Lagmannsretten foretar videre en verdijustering for «minoritet, manglende stemmerett og illikviditet»³⁹ og reduserer aksjepostens verdi med underkant av 60 % «[b]asert på tidligere omsetninger».⁴⁰ Lagmannsretten kommer da til at aksjepostens verdi var 150 millioner.⁴¹

Høyesterett HR-2016-01439-A

Høyesterett var enig med lagmannsretten i at «[...] Herman Bergshaven har rett til å kreve uttreden etter aksjeloven § 4-24».⁴² I motsetning til lagmannsretten mente Høyesterett «at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i Bergshav Holdings underliggende verdi uten en slik rabatt for minoritet, manglende stemmerett og illikviditet som lagmannsretten har trukket fra. Hva som i dette tilfellet skal legges til grunn som selskapets underliggende verdi, herunder om det er substans- eller avkastningsverdien som skal benyttes, må lagmannsretten ta stilling til».⁴³

I avsnitt 128 i dommen trekker høyesterett frem forarbeidene til bestemmelsen hvor det står at «[u]tvalget er i mandatet spesielt pålagt å vurdere behovet for å styrke minoritetsvernet i aksjeselskaper. Noe av bakgrunnen for dette antas å være at en minoritet i slike selskaper ofte har begrenset mulighet til å komme ut av selskapsforholdet på en måte som er rimelig hensett til de økonomiske verdier som ligger i selskapet».⁴⁴ Minoritetsvernet er følgelig svært viktig.

Førstvoterende begrunner i avsnitt 153 at det ikke skal justeres for minoritet med at «[h]vis det å selge aksjene ikke er et reelt alternativ fordi det ofte vil være vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris som tilsvarer aksjenes underliggende verdi, gir det liten mening å oppstille en rett til uttreden som resulterer i en løsningssum som gjenspeiler disse prisdempende faktorene. Siktemålet med retten til uttreden er nettopp at aksjeeier i slike tilfeller skal få utbetalt sin andel av selskapets underliggende verdi». Det Høyesterett da sier er

³⁸ LA-2015-004323 side 17, 3.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

³⁹ LA-2015-004323 side 17, 3.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁴⁰ LA-2015-004323 side 17, 3.avsnitt i utskriftsversjon uten innholdsfortegnelse.

⁴¹ LA-2015-004323 side 17, 4.avsnitt i utskriftsversjon uten innholdsfortegnelse.

⁴² HR-2016-01439-A, avsnitt 165.

⁴³ HR-2016-01439-A, avsnitt 165.

⁴⁴ NOU 1996:3 på side 73.

at det i den konkrete saken ikke er hensiktsmessig å foreta en verdijustering av kontrollverdien i selskapet. Høyesterett la blant annet vekt på at selskapet hadde oppført seg klanderverdig overfor minoritetsaksjonæren over en lang periode. Høyesterett kom til at det ikke er riktig å foreta en justering av aksjeposten verdi grunnet størrelsen på aksjeposten eller manglende stemmerett. Dette kan man indirekte se at de begrunner i minoritetsvernet som skal styrkes med bestemmelsen. Og at aksjonæren ikke selv har oppført seg på noen klanderverdig måte.

Det følger av dommen at minoritetsvernet, selskapets oppførsel og aksjonær sin oppførsel er momenter i verdijusteringen av fastsettelsen av «virkelig verdi» ved innløsning etter aksjeloven § 4-24. Det fremstår også som at Høyesterett gjennom sin argumentasjon foretar en kamuflert rimelighetsvurdering av det foreliggende tilfellet.

Medfører Bergshaven-dommen at tidligere rettspraksis knyttet til aksjeloven §§ 4-24, 4-25, 4-26 og 4-17 ikke lengre er av betydning?

Bergshaven-dommen⁴⁵ avklarer flere spørsmål knyttet til verdsettelsen og «virkelig verdi» i forbindelse med aksjeloven § 4-24. Det må også antas at dette vil kunne innvirke på hvordan man kommer frem til virkelig verdi ved tvungen overdragelse av aksjer i aksjelovens andre bestemmelser. Høyesterett avklarer i Bergshaven-dommen⁴⁶ at man skal ta utgangspunkt i selskapets underliggende verdi ved innløsning etter aksjeloven § 4-24. Dommen avklarer også at det i noen tilfeller ikke skal foretas noen verdijustering ved innløsning etter aksjeloven § 4-24. Som nevnt tidligere i punkt 1.3.3 vil hvilken kontrollverdi man tar utgangspunkt i ikke påvirke hvilke momenter som er relevant i verdijusteringen fra kontrollverdi til virkelig verdi. Følgelig medfører Bergshaven-dommen⁴⁷ ikke en endring av rettstilstanden knyttet til hvilke momenter som er relevant i verdijusteringen. Tidligere rettspraksis knyttet til det aktuelle bestemmelsene i aksjeloven vil derfor fortsatt være av betydning i spørsmålet om hvilke momenter som gjør seg gjeldende ved verdijusteringen fra kontrollverdi til virkelig verdi.

Lagmannsretts dommer

De øvrige dommene som skal gjennomgås i tilknytning aksjeloven § 4-24 er lagmannsrettsdommer. Lagmannsrettsdommer har ikke den samme rettskildemessige tyngden

⁴⁵ HR-2016-01439-A.

⁴⁶ HR-2016-01439-A.

⁴⁷ HR-2016-01439-A.

som en avgjørelse fra Høyesterett og kan derfor ikke tillegges like stor vekt. Det er imidlertid interessant hvilke hensyn eller momenter som kan gjøre seg gjeldende i tilknytning til verdijusteringen. Det foreligger ikke tvil om hvorvidt det er anledning til å foreta verdijusteringer tilknyttet innløsning etter aksjeloven § 4-24. Lagmannsrettsdommene er dermed godt egnet til å belyse disse hensynene selv om dommene ikke har samme rettskildemessige tyngde som en avgjørelse fra Høyesterett.

Skaugen LB-2011-172903

Saken gjelder et krav om innløsning av en aksjepost på 25 % fra Carita AS (Eva Skaugen) i et selskap som eide en hotelleiendom sentralt i Oslo. De øvrige 75 % av aksjene i selskapet er eid av andre familiemedlemmer til saksøker. Det har også tidligere vært konflikt mellom Eva Skaugen som gjennom sitt aksjeselskap er saksøker og de tre andre søsknene i andre aksjeselskap. I de tidligere konfliktene har det i likhet med foreliggende sak vært Eva Skaugen på den ene siden av konflikten. Sakens parter er Carita AS (Eva Skaugen) mot Bygdøy Allé 53 AS.

Det er som følge av en fusjon foretatt to verdsettelsesvurderinger og følgelig også to verdijusteringer av de ulike kontrollverdiene samt at den ene ankeparten er endret. Dette er imidlertid ikke av særlig betydning for hva vi undersøker ettersom det er momentene i verdijusteringene som er relevant for problemstillingen utover forståelsen av hvorfor lagmannsretten trekker frem «rederiselskapets långivere»⁴⁸ i forbindelse med drøftelsen av en hotelleiendom. Årsaken er at selskapet opprinnelig er et rederiselskap. Oppgaven vil ikke gå nærmere inn på dette aspektet av dommen.

Det blir av lagmannsretten trukket frem at negativ kontroll medfører en merverdi. Dette strider med KWC⁴⁹ sin vurdering av verdien, da de har lagt til grunn at det finnes ««change of control»-bestemmelser hos rederiselskapets långivere»⁵⁰ som nøytraliserer merverdien den negative kontrollen medfører. Lagmannsretten mener imidlertid at dette i for liten grad er redegjort for og at det derfor ikke kan tillegges vekt. Lagmannsretten åpner imidlertid ved dette for at forhold som ikke er direkte knyttet til aksjeselskapet kan være et moment i verdijusteringen. Videre gir lagmannsretten i det samme avsnittet uttrykk for at negativ

⁴⁸ LB-2011-172903, side 11, 5. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁴⁹ KWC er firma som spesialiserte seg på verdilvurdering.

⁵⁰ LB-2011-172903, side 11, 5. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

kontroll vil medføre en merverdi for aksjeposten.

Videre trekkes det fram av lagmannsretten at aksjene er lite likvide og «[e]n kjøper vil også ta hensyn til at Carita-aksjene vil være vanskelig å omsette, slik at det er usikkert i hvilken grad det kan svare seg å selge aksjeposten dersom han blir misfornøyd med den framtidige utviklingen av utbyttestrømmen».⁵¹ Lagmannsretten trekker med denne uttalelsen frem at illikviditet er et moment som kan være relevant i verdijusteringen.

Retten uttaler også at «[d]et er [...] mindre grunn til å legge vekt på motsetningsforholdet mellom Eva Skaugen og søsknene ved vurderingen av Carita-aksjenes verdi. Det legges til grunn at det stort sett har vært enighet blant de tre majoritetsaksjonærene om strategi og hvilke beslutninger som skulle gjøres, og at en kjøper som tar selskapets historie i betraktning som noe som sannsynligvis vil bli videreført, ikke har noen grunn til å la sitt pristilbud påvirke av et motsetningsforhold han ikke vil ha noen grunn til å videreføre».⁵² Følgelig gir retten uttrykk for at motsetningsforhold mellom aksjonærer kan være av betydning for verdijusteringen ved innløsning etter aksjeloven § 4-24.

Knyttet til vurderingen av hotelleiendommens verdi uttaler retten «[m]an kan ikke se helt bort fra at kjøperen kunne tenkt seg muligheten av en framtidig gevinst knyttet til utviklingen av en eiendom så sentralt i Oslo»⁵³ og bruker dette som et argument for «at minoritets- og likviditetsrabatten bør reduseres noe i forhold til KWCs beregninger».⁵⁴ Lagmannsretten trekker dermed inn potensiell fremtidig verdiutvikling eller strategisk verdi som et moment i verdijusteringen her. Det synes som retten her har blandet vurderingen av kontrollverdi (verdien av eiendommen) og justeringen for minoritetsposten og at aksjen var illikvid. Det kan synes som retten har lagt vekt på at det ville være rimelig for Carita å få sine aksjer innløst nærmere kontrollverdien.

Ål Installasjon LB-2011-63624

Sakens parter er TMG Invest AS som i sin helhet er eid av Tor Inge Grue mot Ål Installasjon

⁵¹ LB-2011-172903, side 11, 3. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵² LB-2011-172903, side 10, 9. avsnitt og side 11 1. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵³ LB-2011-172903, side 12, 9. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵⁴ LB-2011-172903, side 12, 9. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

AS. Aksjeposten som innløses er på 24 % av selskapet Ål installasjon som driver med «montering og vedlikehold av svak- og sterkstrømsanlegg, salg og montering av elektromateriell og virksomhet knyttet til dette».⁵⁵

Lagmannsretten uttaler at «[d]et foreligger heller ingen avtalt pris for minoritetsaksjonærenes aksjer, og aksjenes virkelige verdi må fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Den selskapsverdi som fremkommer må deretter justeres for å komme frem til en antatt omsetningsverdi på aksjene, jf. nedenfor. Etter lagmannsrettens syn skal en slik omsetningsverdi tilsvare hva en utenforstående tredjepart med full innsikt i virksomheten ville vært interessert i å betale for aksjene som de ankende parter eier».⁵⁶ Lagmannsretten bruker i denne saken dermed underliggende verdi som kontrollverdi, før de poengterer at det må foretas en verdijustering for å finne virkelig verdi.

Knyttet til illikviditetsrabatten bemerker lagmannsretten at den isolert sett er «kommet til en illikviditetsrabatt på 50 % [«[p]å bakgrunn av de sterke begrensninger som ligger i aksjeeieravtalen»], men på grunn av de spesielle forhold rundt utbytte og rettighetene m. h. t. fordeling av dette, har lagmannsretten kommet frem til tilnærmet samme resultat som tingretten [35 %], basert på et sammensatt resonnement og regnestykke».⁵⁷ Av dette fremkommer det for det første at begrensninger i aksjeeieravtalen er et moment i illikviditetsjusteringen. I den foreliggende saken knyttet de begrensningene seg til arbeidsplikt i selskapet. Videre trekkes det fram at et annet moment i verdijusteringen er rettighetene rundt fordeling av utbytte.

Lagmannsretten trekker frem at aksjeposter av den aktuelle størrelsen i mindre selskaper omsettes med «en rabatt i størrelsesorden 45-55 %, og lagmannsretten slutter seg til dette utgangspunktet».⁵⁸ Videre bemerkes det at «begrensninger i vedtekter og aksjeeieravtaler ligger man i det foreliggende tilfelle isolert sett ikke i den nedre del av intervallet.»⁵⁹

Lagmannsretten trekker imidlertid frem at «det i dette tilfellet i praksis er slik at det er de to øvrige aksjonærer som direkte eller indirekte kjøper seg opp i selskapet, hvoretter en

⁵⁵ LB-2011-63624 side 2, 3. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵⁶ LB-2011-63624 side 5, 9. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵⁷ LB-2011-63624 side 7, 5. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵⁸ LB-2011-63624 side 8, 11. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁵⁹ LB-2011-63624 side 8, 11. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

illikviditetsrabatt som ved salg av en minoritetspost til en utenforstående tredjemann fremstår som for høyt»⁶⁰ og sitter derfor rabatten «skjønnsmessig til 35 [%]». ⁶¹ Hvem som faktisk er reelle kjøpere av aksjeposten er dermed også et moment i verdijusterings-vurderingen.

Lagmannsretten kommenterer også selskapets overlikviditet⁶² og gir uttrykk for at overlikviditet også kan være et moment som tilsier mindre nedjustering fra kontrollverdien. Lagmannsretten holder det imidlertid utenfor illikviditetsvurderingen i den foreliggende saken.⁶³

Oversikt over identifiserte momenter tilknyttet aksjeloven § 4-24

Under er en oversikt over momenter som er identifisert i forbindelse med gjennomgangen av rettspraksis knyttet til aksjeloven § 4-24 over i punkt 2.1.2.

Momenter aksjeloven 4-24
Minoritetsvernet
Klanderverdig oppførsel fra selskapet
Klanderverdig oppførsel fra aksjonær
Negativ kontroll
Innlåsing
Motsetnings forhold
Strategisk verdi
Begrensinger i aksjeavtalen
Rettigheter rundt fordeling av utbytte
Hvem som er reelle kjøpere
Overlikviditet

2.2 Aksjeloven § 4-25

⁶⁰ LB-2011-63624 side 8, 11.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁶¹ LB-2011-63624 side 8, 11.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁶² Med overlikviditet menes det likviditetsreserve.

⁶³ LB-2011-63624 side 8, 11.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

2.2.1 Ordlyd og Forarbeider

Aksjeloven § 4-25 regulerer hvordan og når «selskapet [kan] utløse en aksjeeier fra selskapet».

I forarbeidene bemerkes det at «[b]estemmelsen forutsetter at det er en minoritetsaksjeeier som kreves utløst i henhold til beslutning av generalforsamlingen. Bestemmelsen er ikke ment å gi en minoritetsgruppering mulighet til å utløse en majoritetsaksjeeier, og på den måten overta selskapet. Minoritetsaksjeeieren må i tilfelle benytte den retten til å tre ut av selskapet vedkommende måtte ha etter § 3-20^[64], eventuelt kreve selskapet oppløst etter § 12-20^[65]»⁶⁶

Bestemmelsens første ledd nr. 1-2 lister opp grunnlag som gir selskapet mulighet til å få domstolens hjelp til å utløse en aksjeeier. De alternative grunnlagene er at:

«1. aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig». Det innebærer at aksjonæren må ha handlet på en måte som ikke er lojalt overfor selskapet, øvrige aksjonærer eller selskapsorganer. Kravet til «vesentlig» tilsier at krenkelsen må være alvorlig og ha konsekvenser.

I forarbeidene er det kommentert at «[e]tter ordlyden kan ikke et selskap bare kreve en del av en aksjepost utløst. Et utløsningskrav må gjelde alle «de aksjer en aksjeeier har i selskapet». Bestemmelsen svarer til vilkåret i § 3-20^[67] første ledd nr 2. Mens bestemmelsen der har karakter av et minoritetsvern mot misbruk fra flertallets side, gir § 3-21^[68] første ledd nr 1 flertallet en mulighet til å utelukke en medaksjeeier som vesentlig har misligholdt sine forpliktelser i selskapsforholdet og dermed brutt forutsetningen for fortsatt deltakelse i selskapet».⁶⁹ Denne forarbeidsuttalelsen gir dermed uttrykk for at aksjeloven § 4-25 beskytter aksjeselskapet mot en aksjonær i motsetning til aksjeloven § 4-24 som beskytter en aksjonær mot aksjeselskapet.

«2. det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre

⁶⁴ § 3-20 i NOU 1996: 3 omhandler aksjeloven § 4-24.

⁶⁵ § 12-20 i NOU 1996: 3 omhandler aksjeloven § 16-19.

⁶⁶ NOU 1996: 3, side 126.

⁶⁷ § 3-20 i NOU 1996: 3 omhandler aksjeloven § 4-24.

⁶⁸ § 3-21 i NOU 1996: 3 omhandler aksjeloven § 4-25.

⁶⁹ NOU 1996: 3, side 126.

aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet». Ordlyden av «alvorlig og varig motsetningsforhold» må forstå likt som i aksjeloven § 4-24 med hensyn til sammenheng i loven.

«[E]ller det foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjeeieren utløses». Kravet om «andre tungtveiende grunner» gir ingen avgrensing knyttet til hvilken årsaker som kan danne grunnlaget for utløsning av en aksjonær ut over at årsaken må være «tungtveiende». Det kan være flere årsaker til at lovgiver har valgt å ha en slik sekkebestemmelse. En årsak er at det kan tenkes svært mange ulike grunner som gjør det legitimt å utløse en aksjonærs aksjepost. Det er imidlertid verdt å merke seg at dette grunnlaget virker å gi utløsning etter aksjeloven § 4-25 et bredere virkeområde enn innløsning etter aksjeloven § 4-24. Det er imidlertid krav til «tungtveiende» for begge tilfellene. Dette vilkåret gir uttrykk for at grunnen må være av en alvorlig karakter.

Det bemerkes i forarbeidene at «[u]ttrykket «tungtveiende grunner» understreker her at det ved interesseavveiningen kreves en klar interesseovervekt i favør av selskapets interesse i utløsning».⁷⁰

Bestemmelsens andre ledd regulerer at det bare er «generalforsamlingen» som «etter forslag fra styret» kan beslutte at det skal reises sak om utløsning.

Det følger av tredje ledd at «§ 4-24 tredje og fjerde ledd gjelder tilsvarende». Oppgaven har tidligere tatt for seg dette og det kommenteres derfor ikke igjen.

Videre i tredje ledd står det at «[k]ravet om utløsning kan ikke tas til følge dersom aksjeeieren er villig til å overdra aksjene til en annen som selskapet utpeker mot et vederlag som minst svarer til utløsningssummen». Dette er en måte å løse problemet på som er mindre inngripende for selskapet. Årsaken er at dette kan føre til at man unngår at selskapet må utløse aksjene, men samtidig får aksjonæren ut av selskapet.

I tredje ledd står det at «Etter krav fra selskapet kan retten ved kjennelse bestemme at saksøkte ikke kan utøve rettighetene som aksjeeier under sakens behandling.». Dette vil fungere som en

⁷⁰ NOU 1996: 3, side 126.

midlertidig avgjørelse som utelukker aksjonæren mens selskapet får vurdert om det er grunnlag for å utløse aksjonæren.

2.2.2 Bestemmelsens begrunnelse

Det var i forrige aksjelov ikke noen bestemmelse som regulerte utløsning. I forarbeidene til dagens aksjelov trekkes det linjer til selskapsloven og det vises til likheter knyttet til selskaper med delt ansvar og aksjeselskaper med få eiere.⁷¹ Og dette brukes som begrunnelse for at det også bør finnes regler for utløsning for aksjeselskaper.

Det bemerkes imidlertid at «[d]et er lite tvilsomt at hovedregelen i aksjeselskaper fremdeles bør være at den som ønsker å tre ut av et selskap, må gjøre dette ved å selge aksjene. Dette gjelder også hvor bakgrunnen er uenighet eller misnøye med hvordan aksjeeierflertallet utnytter sin posisjon i selskapet.»⁷² Bestemmelsen har dermed ikke til hensikt å endre hvordan man vanligvis trer ut av selskapet. Videre bemerkes det i tilknytning til lukkede aksjeselskaper at det for disse aksjeselskapene «vil en henvisning til å selge aksjene ikke alltid være et reelt alternativ hvor majoriteten misbruker sin stilling i selskapet eller det har oppstått en dyptgripende uenighet mellom aksjeeierne. I slike situasjoner vil det ofte være vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris som tilsvarer aksjenes underliggende verdi. Aksjeeierens mulighet til å realisere aksjens verdi ved salg vil da være avskåret eller iallfall sterkt redusert.»⁷³ Utvalget poengterer derfor at det er et behov for en slik unntaksbestemmelse fra hovedregelen om hvordan man vanligvis trer ut av et aksjeselskap.

2.2.3 Dommer

Jeg har gjennomgått alle dommene knyttet til aksjeloven § 4-25 som er publisert på lovdata.⁷⁴ Jeg har imidlertid valgt å bare presentere to dommer knyttet til aksjeloven § 4-25. Årsaken er at det er tilstrekkelig for å presentere gjeldende rett og illustrere en mulig endring av

⁷¹ NOU 1996: 3, side 75.

⁷² NOU 1996: 3, side 75.

⁷³ NOU 1996: 3, side 75.

⁷⁴ Blant annet LB-2015-137573.

rettstilstanden. De to dommene er ikke høyesterettsavgjørelser, men lagmannsrettsavgjørelser. Slike avgjørelser fra lagmannsretten kan ikke tillegges like stor rettskildemessig vekt som en avgjørelse fra Høyesterett. Det finnes imidlertid ingen høyesterettsavgjørelse knyttet til bestemmelsen, dette gjør det relevant å se på dommer fra lagmannsretten.

LB-2008-80764-2

Saken dreier seg om utløsning av en minoritetsaksjonær som eier en tredjedel av selskapet. Flertallet har i spørsmålet om det må foretas en verdijustering av aksjeposten som utløses uttalt at «[f]lertallet har vært i tvil, men er kommet til at tungtveiende reelle hensyn taler for at det ved fastsettelsen av utløsningsbeløpet ikke skal gjøres noe fratrekk fordi det er en mindretallspost som utløses. Når det er tale om tvangsutløsning, er det et sentralt hensyn at mindretallsaksjonærens økonomiske interesser beskyttes. En mindretallsrabatt vil innebære at selskapet gis en fordel på bekostning av aksjonæren, noe som fremstår som urimelig i en tvangssituasjon. At mindretallsaksjonæren kan få et større vederlag ved tvangsutløsning av sine aksjer enn ved et ordinært frivillig salg, kommer etter flertallets syn ikke i konflikt med noen grunnleggende likhetshensyn hensett til den forskjell det er på de to situasjonene».⁷⁵ Lagmannsretten trekker dermed frem minoritetsvernet som et moment i vurderingen av om det skulle foretas en verdijustering og kom til at det ikke skulle foretas.

LE-2019-55741

I denne dommen uttaler lagmannsretten noe lignende som i LB-2008-80764-2: «Hensynet til styrket minoritetsvern, som ble fremhevet i forarbeidene til aksjeloven, taler etter lagmannsrettens syn klart for at løsningssummen ved tvangsutløsning av minoritets- aksjonær skal fastsettes til aksjenes andel av selskapets underliggende verdier, uten fradrag for minoritet og illikviditet, jf. HR-2016-1439-A avsnitt 158 og Rt-2003-713 (Norway Seafoods) avsnitt 70 og 74.»⁷⁶ Det foretas dermed heller ikke i denne dommen en verdijustering. Lagmannsrettens uttaler videre at «[d]et er etter bevisførselen ikke grunnlag for å konkludere med at ankemotparten er skyld i eller har skapt den situasjonen som resulterte i selskapets krav om tvangsutløsning».⁷⁷ Denne uttalelsen gir uttrykk for at skyld hos aksjonæren er et moment som vil kunne medføre at det skal foretas en verdijustering på kontrollverdien ved utløsning etter

⁷⁵ LB-2008-80764-2 side 12, 3.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁷⁶ LE-2019-55741 side 9, 4.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁷⁷ LE-2019-55741 side 9, 4.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

aksjeloven § 4-25.

Som dommene over illustrerer fremstår utgangspunktet å være at det ikke skal foretas verdijusteringer i tilknytning til aksjeloven § 4-25, men lagmannsretten virker imidlertid å åpne opp for muligheten i LE-2019-55741. Begge dommene er forsøkt anket til Høyesterett, men anken er blitt nektet. Dommene gir etter mitt syn uttrykk for gjeldende rett, samt en mulig endring av rettsstilstanden. Hvorvidt det er anledning til å foreta verdijusteringer i forbindelse med utløsning etter aksjeloven § 4-25 vil oppgaven imidlertid se nærmere på i punkt 3.2.7.

2.3 Aksjeloven § 4-26

2.3.1 Ordlyd og forarbeider

Det følger av første ledd at dersom «et aksjeselskap alene eller gjennom datterselskap [eier] ni tideler eller mer av aksjene i et annet aksjeselskap og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan styret i morselskapet beslutte at morselskapet skal overta de øvrige aksjene i datterselskapet». Den normale språklige forståelsen av «kan» peker på at det bare er en mulighet, men at de ikke må foreta seg dette. Det følger imidlertid av andre setning at «Hver av de øvrige aksjeeierne i datterselskapet har rett til å kreve at morselskapet overtar aksjene» som medfører at også minoritetsaksjonærene har samme rett som majoritetsaksjonæren har etter første setning. Dette medfører at dersom en av partene i en slik situasjon ønsker det så gjennomføres overtakelsen av aksjene uavhengig av hva den andre parten måtte ønske.

Andre ledd sier at «[I]øsningssummen fastsettes i mangel av minnelig overenskomst eller aksept av tilbud etter tredje ledd tredje punktum ved skjønn på morselskapets kostnad.» Bestemmelsen sin ordlyd gir imidlertid ingen veiledning på hvordan denne løsningssummen skal fastsettes.

Bestemmelsen 3 til 6 ledd er ikke relevant å gå nærmere inn på i forbindelse med min problemstilling, jeg avgrensar derfor fra å gå nærmere inn på dette.

Det bør kort nevnes at 7. ledd sier at 1. til 5. ledd også gjelder «når en aksjeeier som ikke er aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, eier en så stor del av aksjene i et aksjeselskap som fastsatt i første ledd».

Et annet poeng knyttet til aksjeloven § 4-26 er at bestemmelsen i motsetning til de øvrige bestemmelsene som er gjennomgått over i punkt 2.1 og 2.2 ikke viser til «virkelig verdi» i aksjeloven § 4-17 femte ledd som gjennomgås i punkt 2.4. I Norway Seafood dommen⁷⁸ trekkes det frem av Høyesterett i avsnitt 74 at «Ut fra det samlede rettskildematerialet er jeg kommet til at lagmannsrettens rettsanvendelse er riktig. Løsningssummen må ved tvangsinnløsning tilsvare aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunktet selskapets beslutning om tvungen overtakelse er satt fram. Denne verdien skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi.»⁷⁹ Dommen omhandler en tvist knyttet til allmennaksjeloven § 4-25. Aksjeloven § 4-26 og allmennaksjeloven § 4-25 er imidlertid identiske sett bort i fra hvilken selskapstype bestemmelsen gjelder for. Dette taler for at det ikke skal fastsettes annerledes i aksjeloven enn i allmennaksjeloven. Dette standpunktet er også fulgt opp i underrettspraksis⁸⁰. Følgelig fremstår det som at summen ved overdragelsen av aksjene etter aksjeloven § 4-26 skal tilsvare virkelig verdi slik som etter de øvrige bestemmelsene som tidligere er gjennomgått.

2.3.2 Dommer

Jeg har gjennomgått alle publiserte dommer knyttet til aksjeloven § 4-26 på lovdata.⁸¹ Årsaken til at jeg på tross av at det finnes flere dommer knyttet til bestemmelsen har valgt å bare skrive om LF-2015-107852 og LG-2015-61058 er at det i de øvrige dommene ikke har vært mulig å identifisere noe annet relevant utover det som fremkommer i de to dommene. Det finnes ikke noen høyesterettsavgjørelse knyttet til bestemmelsen. Det er derfor særlig

⁷⁸ HR-2002-1347-A.

⁷⁹ HR-2002-1347-A, avsnitt 74.

⁸⁰ Se blant annet TDALA-2013-206136-2.

⁸¹ Se blant annet: LG-2016-62558 hvor det ikke foretas noen verdijustering fordi partene er enig om å forlike rundt summen av virkelig verdi.

relevant å se hen til lagmannsrettspraksis selv om den ikke har samme rettskildemessige tyngde.

LF-2015-107852

Saken omhandler verdsettelsen av aksjer i forbindelse med innløsning etter aksjeloven § 4-26 av aksjene i Emerald Fisheries AS. I tilknytning til verdsettelsen uttaler lagmannsretten at «Olympic har anført at man også ved bruk av avkastningsverdi må legge inn en minoritetsrabatt dersom lagmannsretten skulle komme til at selskapet har positiv verdi. Dette er lagmannsretten ikke enig i. Som det fremgår av Norway Seafoods-dommen skal man ved avkastningsberegningen frem til en lik pris for alle aksjer i selskapet. Dermed er det ikke grunnlag for noen rabatt knyttet til minoritetsdelen av aksjene».⁸² Følgelig gir dommen uttrykk for at det ikke skal foretas noen verdjustering som følge av at det er tale om en minoritetspost når aksjer innløses etter aksjeloven § 4-26.

LG-2015-61058 Kvefi

Saken omhandler verdsetting av aksjer i Egersund Fisk AS etter aksjeloven § 4-26. I forbindelse med verdsettelsen bemerker lagmannsretten at «Høyesterett ga i dommen [⁸³] sammenfatningsvis uttrykk for at: [...] Verdien skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi.»⁸⁴ KWC har i forbindelse med saken utarbeidet en verdsettelse av selskapet basert på DCF-modellen.⁸⁵ Lagmannsretten uttaler i den forbindelse at: «Det er opplyst at metoden gir en egenkapitalverdi på kr 662 mill., og at dette er kontrollverdien til samtlige aksjer på «stand alone» basis. Dette uten strategiske verdier eller verdidempende elementer for enkeltaksjer. Ifølge rapporten gir dette en kontrollverdi pr. aksje på kr 939.775.»⁸⁶ Lagmannsretten ligger «til grunn en verdi pr. aksje på innløsningstidspunktet 10.07.2013 på ca. kr 900.000.»⁸⁷ Dommen gir dermed i likhet med LF-2015-107852 uttrykk for at det ikke skal foretas noen verdjustering på kontrollverdien ved innløsning etter aksjeloven § 4-26.

⁸² LF-2015-107852 side 10, 2. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁸³ Norway Seafoods dommen HR-2002-1347-A.

⁸⁴ LG-2015-61058 side 13, 3. og 4. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁸⁵ LG-2015-61058 side 18, 8. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁸⁶ LG-2015-61058 side 18, 8. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

⁸⁷ LG-2015-61058 side 18, 10. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

Lagmannsretten viser også i denne avgjørelsen til Norway Seafoods dommen⁸⁸.

Rettsstilstanden fremstår derfor å være lik som etter allmennaksjeloven § 4-25. Dette er også naturlig ettersom bestemmelsene som nevnt i punkt 2.3.1 er identisk bortsett fra hvilken selskapstype bestemmelsene regulerer.

2.4 Aksjeloven § 4-17 – Innløsning som følge av at styret nekter avhending av aksjer

2.4.1 Ordlyd og forarbeider

Det følger av bestemmelsens første ledd at dersom styret nekter å gi samtykke til erververen så «kan erververen»:

«1. omgjøre avtalen med avhenderen, hvis ikke noe annet er fastsatt i avtalen;»

«2. avhende aksjen;»

«3. reise søksmål om gyldigheten av nektelsen;»

«4. kreve aksjen innløst etter reglene i tredje til sjette ledd.»

Det er særlig 1. ledd punkt 4 som er aktuell for oppgavens problemstilling fordi det er den som knytter seg til tvungen avhending av aksjene. Jeg vil derfor ikke gå nærmere inn på de øvrige punktene i bestemmelsens første ledd. Andre ledd inneholder frister for når erververen må ha foretatt seg noe etter første ledd.

Tredje ledd sier at erververen kan «kreve at selskapet innløser aksjene etter reglene om erverv av egne aksjer eller nedsetting av aksjekapitalen [«når styret har nektet samtykke til et aksjeerverv»]» forutsatt at selskapet ikke:

«1. [...] utpeker en annen som er villig til å overta aksjene på samme vilkår som erververen, eller». Dette gir uttrykk for at innløsning og tvungen overdragelse søkes unngått.

«2. innløsning vil medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke

⁸⁸ HR-2002-1347-A.

urimelig overfor selskapet.»

Kravet til «vesentlig skade» er likt som for de andre bestemmelsene. Videre er de negative virkningene av at selskapet må bruke egne midler til å innløse aksjene til en aksjonær. Denne skaden må tilkomme «selskapets virksomhet» som peker på at det bare er negative konsekvenser for selskapet som faller innenfor og ikke negative konsekvenser overfor for eksempel andre aksjonærer eller for selskapets styre. Vilkåret «for øvrig virke urimelig overfor selskapet» favner videre en «vesentlig skade»-vilkåret. Et slikt vilkår er hensiktsmessig fordi det finnes svært mange situasjoner hvor en slik innløsning vil være urimelig, men som ikke omfattes av det «vesentlig skade»-vilkåret. Situasjonen må imidlertid knytte seg til selskapet.

Bestemmelsens fjerde ledd sier at «Krav om innløsning må fremsettes senest to måneder etter at erververen mottok underretning om at samtykke til ervervet var nektet.» og videre at dersom «avtalen omgjort etter første ledd nr 1, kan kravet om innløsning i stedet fremsettes av avhenderen, likevel slik at avhenderens frist for å kreve innløsning tidligst utløper en måned etter omgjøringen.»

Det følger av aksjeloven § 4-17 5. ledd at «[i]nnløsningssummen skal fastsettes etter aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt.» Den normale språklige forståelsen av «virkelig verdi» er at summen skal tilsvare den faktiske verdien av aksjene som blir innløst. Ordlyden gir imidlertid ikke noe veiledning til hvordan man skal komme frem til denne verdien. Det vil typisk være motstridende meninger mellom selskapet og aksjonæren om hva denne verdien er. I og med at det er aksjonærens ønske å selge og selskapet som har nektet overdragelse taler det for at «virkelig verdi» i større grad er lik kontrollverdien. Når det er nødvendig med en rettslig fastsettelse er det fordi selskapet ikke aksepterer den pris avhender hadde avtalt salg for.

Som gjennomgangen av bestemmelsene og tilhørende rettspraksis knyttet til aksjeloven §§ 4-24, 4-25 og 4-26 over i oppgavens andre del har illustrert så er ikke innholdet av virkelig verdi identisk for bestemmelsene. For det første er det ulikt om og i eventuelt i hvilken grad det skal foretas en verdijustering av kontrollverdi for å fastsette virkelig verdi. Videre er situasjonene bestemmelsene regulerer ulike, det er dermed ikke klart at momentene identifisert i forbindelse

med en bestemmelse er relevant i tilknytning til de andre aktuelle bestemmelsene. Begge disse poengene vil drøftes nærmere i oppgavens tredje del.

Bestemmelsens sjette ledd sier at «[o]ppnås ikke enighet om innløsningskravet, avgjøres dette ved skjønn, hvis ikke noe annet blir avtalt».

2.4.2 Dom

Jeg skriver om en dom i forbindelse med aksjeloven § 4-17 fordi det bare finnes en publisert dom som behandler spørsmålet om innløsning etter aksjeloven § 4-17 1. ledd nr. 4. Det kan være flere årsaker til dette, men det er nærliggende å anta at årsaken er fordi konflikten blir løst på lempeligere vis enn ved innløsning. Bestemmelsens første ledd nr. 1-3 representerer alle mindre inngripende virkemidler som løser konflikten.

Flesberg HR-2007–1731-A

Sakens parter er Energiselskapet Buskerud AS mot Flesberg Elektrisitetsverk AS. Og omhandler et tilfelle hvor Energiselskapet Buskerud AS kjøpte 180 aksjer i Flesberg Elektrisitetsverk AS, men styret i Flesberg Elektrisitetsverk AS samtykket ikke til overdragelsen. Aksjene kunne følgelig innløses etter aksjeloven § 4-17.

I dommen bygger verdsettelsen på omsetningsverdi. I forbindelse med verdjustering på bakgrunn av illikviditet uttaler Høyesterett i avsnitt 51 at «Omsetningsbegrensninger fører til redusert likviditet i aksjen og kan medføre betydelig reduksjon av markedspris, fra 5-60 %, etter det opplyste». Et moment i verdjusteringen ved illikviditetsjusteringen i aksjeloven § 4-17 er dermed omsetningsbegrensninger som gjør aksjene mindre likvide. Slike begrensninger kan for eksempel følge av aksjonæravtaler.

3 Presentasjon av funnene i rettspraksis og nærmere analyse av de identifiserte momentene

3.1 De ulike momentene brukt i justeringen av kontrollverdi for å komme frem til virkelig verdi.

Det følger av rettspraksis at det er en rekke momenter som spiller inn på verdijusteringen. Ofte er det også flere momenter som gjør seg gjeldende i samme saksforhold. Verdijusteringen er dermed en sammensatt helhetsvurdering. Det er imidlertid noen hovedelementer i denne helhetsvurderingen.

Det viktigste er størrelsen på aksjeposten. Der er det to spørsmål som er særlig viktig: Er det en minoritet i henhold til aksjeloven og/eller aksjonæravtalen? Og hvor sannsynlig det er at aksjen kan bli solgt til tredjeparter? Hvis det er usannsynlig at noen vil kjøpe aksjene er den illikvid og har lavere verdi.

Deretter er det en rekke momenter som avhenger av de faktiske forhold. Tabellen under viser momentene som er identifisert i rettspraksis og i tilknytning til hvilke bestemmelser momentene er identifisert.

Aksjeloven § 4-24	Aksjeloven § 4-25	Aksjeloven § 4-26	Aksjeloven § 4-17
Minoritetsvernet	Minoritetsvernet	Minoritetsvernet	Omsetningsbegrensninger
Klanderverdig oppførsel fra selskapet	Skyld hos aksjonær		
Klanderverdig oppførsel fra aksjonær			
Negativ kontroll			
Innlåsing			
Motsetnings forhold			
Strategisk verdi			
Begrensinger i aksjonæravtalen			
Rettigheter rundt fordeling av utbytte			
Hvem som er reelle kjøpere			
Overlikviditet			

3.2 Momentenes relevans utover den bestemmelsen i aksjeloven hvor momentet er identifisert

Det er imidlertid ikke slik at de momenter som er identifisert bare er relevant i tilknytning til de bestemmelsene hvor de fremkommer i rettspraksis. Årsaken er at hvilke momenter som er relevant vil avhenge av de faktiske forhold som gjør seg gjeldende i det konkrete saksforholdet. Tabellen under bygger på drøftelsene i del 3 av oppgaven. Den viser i hvilke tilfeller de ulike momentene som er identifisert kan gjøre seg gjeldende. Jeg har valgt å plassere tabellen før drøftelsene for å gjøre drøftelsene under lettere å følge.

Momenter	Aksjeloven § 4-24	Aksjeloven § 4-25	Aksjeloven § 4-26	Aksjeloven § 4-17
Minoritetsvernet	x	x	x	x
Klanderverdig oppførsel fra selskapet	x	x		
Klanderverdig oppførsel fra aksjonær	x	x		
Negativ kontroll	x	x		x
Motsetningsforhold knyttet til drift	x	x		
Strategisk verdi	x	x		
Begrensinger i aksjonæravtalen eks. Omsetningsbegrensninger og arbeidsplikt	x	x		
Rettigheter rundt fordeling av utbytte	x	x		
Hvem som er reelle kjøpere av aksjeposten	x	x		x
likviditet	x	x		x
Påvirkning på aksjeselskapet: likviditet, salg av eiendeler, innvirkning på antall ansatte etc.	x	x		x
Aksjepostens størrelse	x	x		x

Oppgaven vil starte med å se nærmere på de mest sentrale momentene for justering fra kontrollverdi til virkelig verdi.

3.2.1 Minoritetsvernet

Høyesterett har i Bergshaven-dommen⁸⁹ trukket frem at minoritetsposter skal ha et vern i aksjeloven § 4-24. Det er utfra underrettspraksis klart at dette også er tilfellet i aksjeloven §§ 4-25⁹⁰ og 4-26⁹¹.

En minoritetspost er en aksjepost som ikke gir kontroll, hverken negativ eller positiv på grunn av sin størrelse. Det er bare stemmeberettigete aksjer som er av betydning tilknyttet momentet om aksjepostens størrelse ettersom det bare er aksjene med stemmerett som kan gi negativ eller positiv kontroll. De ulike grensene for størrelsen på aksjepostene som gir kontroll følger av aksjeloven,⁹² men dette kan også være regulert i aksjonæravtaler og vedtektene. Man skiller typisk mellom negativ og positiv kontroll. Negativ kontroll over selskapet medfører at man kan stenge for at ting gjennomføres ved å stemme mot det. Å ha positiv kontroll over selskapet som følge av størrelsen på ens aksjepost medfører at man har en stor nok aksjepost til at man alene kan stemme for å få gjennomført endringer.

Aksjeloven § 4-24

I forbindelse med aksjeloven § 4-24 ser vi at momentet knyttet til minoritetsvern er trukket frem i spørsmålet om verdijustering⁹³, det blir i den forbindelse trukket frem at minoritetsvernet skal styrkes i forhold til rettstilstanden før bestemmelsens inntreden. Måten minoritetsvernet brukes på er ikke som et selvstendig moment, men som begrunnelse for relevansen av øvrige momenter.

Aksjeloven § 4-25

I forbindelse med aksjeloven § 4-25 er minoritetshensyn trukket frem som et begrunnelsen til at det ikke skal foretas en verdijustering.⁹⁴ Det er imidlertid åpnet opp for at skyld hos aksjonæren kan føre til at det skal foretas en verdijustering av kontrollverdien⁹⁵. I lys av faktum i de tidligere gjennomgåtte dommene, må det imidlertid ligges til grunn at terskelen for dette må være ekstremt høy dersom det skal finnes noen situasjoner hvor det skal foretas en

⁸⁹ HR-2016-01439-A.

⁹⁰ Tilknyttet aksjeloven § 4-25 se blant annet: LB-2008-80764-2 og LE-2019-55741.

⁹¹ Tilknyttet aksjeloven § 4-26 se blant annet: LF-2015-107852 og LG-2015-61058.

⁹² Aksjeloven §§ 5-17, 5-18 og 5-19.

⁹³ HR-2016-01439-A.

⁹⁴ LB-2008-80764-2.

⁹⁵ LE-2019-55741.

verdijustering. Minoritetsvernet i aksjeloven § 4-25 stenger derfor som hovedregel for at det skal foretas en verdijustering av kontrollverdi etter denne bestemmelsen. Oppgaven vil imidlertid behandle dette nærmere i punkt 3.2.7. I den videre gjennomgangen frem til dette punktet vil oppgaven derfor ikke kommentere forholdet til aksjeloven § 4-25 ved unntak av et eksempel knyttet til klanderverdighet i punkt 3.2.3.

Aksjeloven § 4-26

Det er klart utfra gjennomgangen av rettspraksis at det ikke skal foretas verdijusteringer i forbindelse med tvungen overdragelse av aksjer i aksjeloven § 4-26. I likhet med i aksjeloven § 4-25 er dette begrunnet i minoritetshensyn. I motsetning til hva som er tilfellet i aksjeloven § 4-25 er det imidlertid ikke noen mulighet for at det likevel skal foretas noen verdijustering på kontrollverdien etter gjeldende rett. Det er likevel av interesse å se hvorvidt de identifiserte momentene ville vært relevant gitt at det hadde fantes en mulighet for verdijusteringer i § 4-26. Årsaken er sammenligningen er egnet til å vurdere i hvilken grad momentene identifisert i aksjeloven § 4-24 er særpreget bestemmelsen eller gir uttrykk for mer generelle momenter knyttet til verdijusteringer ved tvungen overdragelse i aksjeloven. I punkt 3.2.2 til 3.2.5 vil det derfor bli vurdert i hvilken grad momentene gjør seg gjeldende i henseende til aksjeloven § 4-26, på tross av at det etter gjeldende rett ikke skal foretas verdijusteringer i forbindelse med tvungen overdragelse etter aksjeloven § 4-26.

3.2.2 Aksjepostens størrelse

Et moment som er identifisert i forbindelse med gjennomgangen av rettspraksis er at aksjepostens størrelse kan påvirke verdijusteringen av kontrollverdi.⁹⁶

I frivillig omsetning av aksjer vil en minoritetspost ha lavere verdi enn en aksjepost som gir større innflytelse. Spørsmålet er om det også skal gjelde ved tvungen overføring av aksjer som innløsning eller utløsning. Utgangspunktet er omsetningsverdi. Når den vanskelig lar seg fastsette tar man utgangspunkt i underliggende verdi eller antatt omsetningsverdi og justerer nedover med de momenter som er relevante for den gjeldende sak.

⁹⁶ Se blant annet LB-2011-172903.

I LB-2011-172903 som omhandler innløsning etter § 4-24 blir det trukket frem at negativ kontroll medfører en merverdi for aksjeposten. Årsaken til denne merverdien er at man ved å ha en aksjepost på over en tredjedel så kan man påvirke avgjørelser i selskapet ved å stenge for at det blir flertall for endringer ved å stemme mot endringsforslagene. En forutsetning for at aksjepostens størrelse er av betydning er dermed at aksjene er stemmeberettiget. Følgelig er det at aksjene er stemmeberettiget også et moment i verdijusteringen av kontrollverdi.

Før oppgaven videre ser på momentene knyttet til aksjepostens størrelse og stemmerett er det naturlig å ta for seg aksjeloven § 4-26 i henseende til momentene som kan medføre en positiv verdijustering som følge av aksjepostens størrelse. Disse momentene vil ikke påvirke verdijusteringen av kontrollverdi ved tvungen overdragelse etter aksjeloven § 4-26. Årsaken er fordi det aldri vil være tale om en aksjepost som er større enn 10 %. En slik aksjepost er ikke stor nok til å få negativ kontroll da denne grensen er på 1/3 av alle stemmeberettigede aksjer. Dette følger av aksjeloven § 5-18 (1) andre setning som sier «[b]eslutningen krever tilslutning fra minst to tredeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen».

Aksjeloven § 4-17 omhandler tilfeller hvor styret nekter overdragelsen av aksjer. Det vil her kunne tenkes praktiske eksempler hvor aksjeposten sin størrelse er på 1/3, og 2/3 som utgjør flertall jf. § 5-18. Desto større aksjeposten er desto mindre vil verdijusteringen eventuelt være.

Aksjeposten størrelse har også en annen dimensjon som knytter seg til strategisk verdi. Dette blir trukket frem i LB-2011-172903, hvor lagmannsretten vektlegger fremtidig verdiutvikling av eiendom i Oslo som et moment i verdijusteringen av kontrollverdi. Å få kontroll over en større andel av et aksjeselskap vil også kunne ha en slik strategisk verdi. Det er da særlig aksjeposter som gjør at eierandelen går over ulike terskler som medfører større kontroll. Disse tersklene er: negativ kontroll (1/3)⁹⁷, alminnelig flertall (1/2)⁹⁸, og 2/3 av aksjene (vedtektsendring)⁹⁹ og kvalifisert flertall (90 %)¹⁰⁰.

⁹⁷ Aksjeloven § 5-18.

⁹⁸ Aksjeloven § 5-17.

⁹⁹ Aksjeloven § 5-18.

¹⁰⁰ Aksjeloven § 5-19.

I tilfeller hvor styret nekter overdragelsen av aksjer etter § 4-17 vil det som tidligere nevnt kunne være tale om store aksjeposter. I de tilfellene vil strategisk verdi som følge av aksjepostens størrelse og de fordeler det medfører fungere som et moment i verdijusteringen av kontrollverdi. Aksjepostens størrelse vil kunne ha en strategisk verdi ettersom man da kan påvirke selskapet i større grad.

Videre er et annet moment i verdijusteringen av kontrollverdi faren for at man som aksjonær blir låst inne. Dette blir i LB-2011-172903 i tilknytning til aksjeloven § 4-24 illustrert ved at «[e]n kjøper vil også ta hensyn til at Carita-aksjene vil være vanskelig å omsette, slik at det er usikkert i hvilken grad det kan svare seg å selge aksjeposten dersom han blir misfornøyd med den framtidige utviklingen av utbyttestrømmen».¹⁰¹ Dette er ikke aktuelt i henseende til aksjeloven § 4-17 da det dreier seg om situasjoner hvor et salg eller overdragelse er ønsket av en aksjonær. Det er heller ikke aktuelt i situasjoner etter aksjeloven § 4-26 da man som aksjonær da kan kreve seg løst inn av majoritetsaksjonæren. Følgelig er dette argumentet bare av betydning i tilknytning til i verdijusteringen av kontrollverdi etter aksjeloven § 4-24.

3.2.3 Klanderverdig oppførsel

Et annet moment som er identifisert fra rettspraksis er klanderverdig oppførsel.¹⁰²

Klanderverdig oppførsel kan imidlertid være i ulikt henseende. Det kan være aksjonær og/eller aksjeselskapet som har oppført seg klanderverdig. Det er ikke klart at klanderverdig oppførsel har den samme betydning i de ulike tilfellene. Klanderverdig oppførsel vil imidlertid være et argument for høyere nedjustering fra kontrollverdi til virkelig verdi.

I HR-2016-01439-A foretas det ingen verdijustering som følge av minoritet eller illikviditet. Dette begrunner Høyesterett med at aksjonæren som ønsker å bli innløst etter aksjeloven § 4-24 ikke hadde opptrådd klanderverdig eller illojalt overfor selskapet på noen måte. Aksjeselskapet på sin side hadde opptrådt klanderverdig og illojalt overfor den aktuelle aksjonæren over en lang periode. Dette illustrerer at klanderverdig oppførsel, særlig fra selskapet sin side kan tillegges mye vekt og føre til at en negativ verdijustering blir mye

¹⁰¹ LB-2011-172903, side 11, 3.avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

¹⁰² Se blant annet HR-2016-01439-A.

mindre enn andre momenter tilsier i forbindelse med innløsning etter aksjeloven § 4-24.

I LE-2019-55741 i forbindelse med spørsmålet om verdijustering ved utløsning av en aksjonær etter aksjeloven § 4-25 uttaler lagmannsretten at «[d]et er etter bevisførselen ikke grunnlag for å konkludere med at ankemotparten er skyld i eller har skapt den situasjonen som resulterte i selskapets krav om tvangsutløsning».¹⁰³ Denne uttalelsen gir uttrykk for at det kan være mulig at skyld og klanderverdig oppførsel hos aksjonæren kan medføre at det vil være aktuelt med en verdijustering av kontrollverdi som følge av skyld og klanderverdig oppførsel. Andenæs kommenterer at i «[v]ed innløsning basert på § 4-25 første ledd nr. 1, kan pønale hensyn tilsi at den misligholdende aksjonær må finne seg i å bli avspist med aksjenes omsetningsverdi hvis det er grunnlag for å fastslå denne.»¹⁰⁴ Dette knytter seg ikke til adgangen til å verdijusteringer, men til hvilken verdi man tar utgangspunkt i. I lys at dette fremstår det som mindre inngripende for minoritetsaksjonærene at det foretas en negativ verdijustering på antatt omsetningsverdi, eller underliggendeverdi. Dersom det Andenæs skisserer skal være mulig taler det for at det heller ikke bør stenges for at det i noen tilfeller foretas en verdijustering.

Det kan imidlertid tenkes situasjoner i aksjeloven §§ 4-24 og 4-25 hvor både aksjonær og selskapet har utvist en ulik grad av skyld eller klanderverdighet som er egentlig til å medføre en verdijustering fra kontrollverdi til virkelig verdi. Denne situasjonen har ikke vært behandlet av rettssystemet og det er heller ikke tatt opp i juridisk teori etter hva jeg har funnet. Måten klanderverdig oppførsel påvirker justeringen beror på en konkret vurdering i hvert tilfelle. I en situasjon hvor både aksjonærer og selskap har oppført seg klanderverdig vil man derfor sannsynligvis måtte vurdere handlingene konkret mot hverandre for å avgjøre hvordan momentet skal vektes i forbindelse med verdijusteringen. Det er mulig dette må vektes ulikt i tilfeller etter aksjeloven §§ 4-24 og 4-25 ettersom hensynet bak reglene er noe ulikt og minoritetsvernet som tidligere redegjort for står sterkere i § 4-25. Aksjonærens oppførsel vil derfor kunne tenkes å måtte tillegges mindre vekt enn etter 4-24.

Momentet om skyld vil ikke gjøre seg gjeldende i forbindelse med aksjeloven §§ 4-17 og 4-26 fordi de tilfellene som bestemmelsene regulerer ikke dreier seg om tilfeller hvor selskapet eller aksjonær kan ha oppført seg klanderverdig på en måte som påvirker verdien.

¹⁰³ LE-2019-55741 side 9, 4. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

¹⁰⁴ Andenæs (2016) side 252.

3.2.4 Momenter knyttet til aksjonæravtale

Gjennomgangen av rettspraksis identifiserte flere momenter tilknyttet verdijustering av kontrollverdi etter aksjeloven § 4-24 som springer ut av den konkrete aksjonæravtalen.

I LB-2011-63624 fantes det en arbeidsplikt i aksjonæravtalen. Dette begrenset åpenbart aksjens likviditet fordi det da finnes få potensielle kjøpere av aksjen. Slike begrensninger som følger av aksjonæravtalen, er følgelig et moment i tilknytning til i verdijusteringen av kontrollverdi. I den samme dommen ble hvordan utbytte var fordelt i aksjonæravtalen trukket frem som et annet moment ettersom det ble fordelt utfra hvor mange produktive timer hver av aksjonærene hadde.

Slike begrensninger i aksjonæravtalene til et aksjeselskap kan som det også trekkes frem i LB-2011-63624 påvirke hvem som er reelle kjøpere av aksjeposten. Dette momentet kan imidlertid gjøre seg gjeldende i andre situasjoner enn ved begrensninger som følger av en aksjonæravtale f. eks i tette familieselskap og hvor det er tale om en liten aksjepost. Få reelle kjøpere til en aksjepost medfører at aksjen er lite likvid. At en aksje er lite likvid er et moment i verdijusteringen av kontrollverdi i alle de tilfeller hvor det skal foretas en verdijustering av kontrollverdien.

3.2.5 Motsetningsforhold knyttet til strategi

Et annet momentet jeg identifiserte i tilknytning til aksjeloven § 4-24 er motsetningsforhold knyttet til strategi ol. mellom aksjonærer. Dette ble kommentert at kunne være et moment i LB-2011-172903, det kan være relevant dersom motsetningsforholdene har påvirket verdien negativt. Dette momentet er ikke relevant i henseende til innløsning etter aksjeloven § 4-17 da det er en aksjonær som selv har ønsket å kjøpe det. Det er heller ikke et relevant moment for majoritetsaksjonær i tilknytning til aksjeloven § 4-26 da aksjeposten deres er så stor at de selv kan styre strategi og lignende. Det kan imidlertid tenkes å være et relevant moment i situasjoner hvor § 4-26 er påberopt av minoritetsaksjonærene ettersom de kan ha vært i en situasjon over lengre tid hvor de ikke har hatt noe innflytelse, men hvor de heller ikke har kunnet krevd seg løst inn fordi majoritetsaksjeposten først nylig har oversegget 90 %.

3.2.6 I hvilken grad påvirkes forskjellen mellom kontrollverdi og virkelig verdi av interesseavveiningen mellom selskapets interesser og aksjonærens interesser?

Et grunnhensyn knyttet til tvungen overdragelse av aksjer i aksjeloven er hensynet til videre drift av selskapet. Dette kommer til syne blant annet i lovteksten til aksjeloven § 4-17. Det fordi hovedregelen er at omsetning av aksjer gjøres uten at det påvirker selskapet da det skjer mellom den selgende aksjonær og kjøper. Det er derfor naturlig at hensynet til selskapets videre drift kan påvirke forskjellen på kontrollverdi og virkelig verdi, altså verdijusteringen. Hvordan dette vil påvirke justeringen av kontrollverdi vil i likhet med de øvrige momentene som er analysert bero på de konkrete forhold. Hensynet til videre drift medfører at det blir en interesseavveining der man vurderer selskapets interesser og aksjonærens interesser opp mot hverandre. Her kan det tenkes en hel rekke motstridende momenter. Det kan for eksempel være at store deler av selskapets verdi er knyttet til fabrikker med mange ansatte og at selskapet ikke har tilstrekkelig likviditet til å innløse aksjene til kontrollverdi. I en slik situasjon kan det tenkes at dersom verdiene ikke nedjusteres i tilstrekkelig grad så vil selskapet være nødt til å selge en fabrikk og muligens også si opp ansatte. Det kan medføre store konsekvenser for arbeidsflyten i et selskap. Følgelig vil dette i stor grad vanskeliggjøre videre drift for selskapet. I et slikt tilfelle kan man tenke seg at virkelig verdi av aksjene blir justert ned til den prisen selskapet kan betale uten at det påfører selskapet store vanskeligheter knyttet til videre drift. Ved en slik interesseavveining vil det harmonisere godt med grunnhensynet om videre drift at justeringen økes. Det vil imidlertid avhenge av at selskapet ikke har utført disposisjoner for å umuliggjøre innløsningen på en illojal måte.

Et annet moment i den forbindelse, men som kan tale for at det skal foretas en mindre negativ verdijustering er selskapets overlikviditet. Det uttales av lagmannsretten i LB-2011-63624 i tilknytning til aksjeloven § 4-24 at selskapets overlikviditet kan være et moment i verdijusteringen. Dersom selskapets overlikviditet ikke er nødvendig vil overdragelsen i mindre grad påvirke selskapets evne til å fortsette driften som før. Derfor kan selskapets overlikviditet tale for at det skal foretas en mindre negativ verdijustering.

I lys av drøftelsen over kan forskjellen mellom kontrollverdi og virkelig verdi i stor grad påvirkes av interesseavveiningen mellom selskapets interesser og aksjonærens interesser.

3.2.7 Finnes det situasjoner hvor det bør være anledning til å foreta justering av kontrollverdi ved utløsning av aksjonær etter aksjeloven § 4-25?

Det fremstår ut fra den tidligere gjennomgangen av rettspraksis som at det i dag ikke skal foretas verdijustering av kontrollverdi i aksjeloven § 4-25. Dette er begrunnet i det sterke minoritetsvernet som ligger bak regelen. Det er som tidligere nevnt en snever mulighet for at slike justeringer likevel skal kunne foretas.¹⁰⁵ Det kan i den forbindelse stilles spørsmål ved om det bør kunne foretas en verdijustering av kontrollverdi i forbindelse med utløsning av aksjonær etter aksjeloven § 4-25.

Som nevnt tidligere er det to årsaker som kan gi grunnlag for utløsning av en aksjonær etter aksjeloven § 4-25. Enten som følge av at «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig» eller fordi «det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet».

De to grunnene gir uttrykk for ulik grad av skyld utøvd av aksjonæren. Vilkåret «alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet» betyr bare at det må være en uenighet uten klanderverdig oppførsel. Etter Det andre vilkåret at «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig» må aksjonæren ha oppført seg klanderverdig. Som oppgaven poengterer i forbindelse med gjennomgangen av rettspraksis knyttet til aksjeloven § 4-25 står minoritetsvernet så sterkt at man ikke i utgangspunktet skal foreta verdijustering av kontrollverdi med utløsning av aksjonær etter aksjeloven § 4-25. Det fremstår imidlertid som at det er en snever mulighet for at skyld fra aksjonærens side kan medføre at det skal foretas en verdijustering. Dette er imidlertid ikke tatt stilling til i rettspraksis.

Et naturlig spørsmål er i den forbindelse om det er rett at minoritetsvernet skal stå like sterk i

¹⁰⁵ LE-2019-55741.

situasjoner hvor «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig».¹⁰⁶

I LB-2008-80764-2 uttaler lagmannsretten at «[e]n mindretallsrabatt vil innebære at selskapet gis en fordel på bekostning av aksjonæren, noe som fremstår som urimelig i en tvangssituasjon. At mindretallsaksjonæren kan få et større vederlag ved tvangsløsning av sine aksjer enn ved et ordinært frivillig salg, kommer etter flertallets syn ikke i konflikt med noen grunnleggende likhetshensyn hensett til den forskjell det er på de to situasjonene».¹⁰⁷ I denne dommen utløses aksjonæren som følge av at «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig»¹⁰⁸. Dette taler i retning av minoritetsvernet er så sterkt at det også i situasjoner hvor «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig»¹⁰⁹ ikke skal foretas en verdijustering av kontrollverdi. I LE-2019-55741 åpnes det imidlertid som nevnt for at skyld hos aksjonærene kan føre til at slik justering likevel er aktuelt. De situasjoner hvor denne muligheten oppstår må imidlertid være snever. Det kan tenkes at en av grunnene til en slik situasjon er at noe ved sakens faktum gjør at minoritetsvernet ikke står like sterkt. Et slikt forhold kan være aksjepostens størrelse, i TOSLO-2015-057998 var dette tilfellet. Der var aksjeposten som skulle utløses på 44 % av selskapet, dette er lite typisk og årsaken til utløsning av en aksjepost av en slik størrelse var også spesielle. Ved utløsning av en slik aksjepost kan man imidlertid argumentere for at minoritetsvernet er noe svakere overfor aksjonærene som utløses ettersom aksjeposten har negativ kontroll. Dette taler for at det er situasjoner knyttet til aksjeloven § 4-25 første vilkår om årsak til utløsning hvor det bør det være anledning til å foreta en verdijustering av kontrollverdi. Videre vil det derfor være av interesse å vurdere i hvilken grad passer momentene som er identifisert i aksjeloven § 4-24 på utløsningstilfellene i aksjeloven § 4-25.

Forutsatt at det er anledning til å foreta slike verdijusteringer i hvilken grad passer momentene som er identifisert i på utløsningstilfellene i aksjeloven § 4-25.

Momentene som er listet opp over passer alle godt å anvende på utløsningstilfellene i aksjeloven § 4-25. Årsaken til dette er at situasjonene hvor innløsningen av aksjepostene skjer er nokså lik i aksjeloven §§ 4-24 og 4-25, men hvem som ønsker innløsning er ulikt. Nettopp denne forskjellen gjør at minoritetsvernet står sterkere i forbindelse med aksjeloven § 4-25.

¹⁰⁶ aksjeloven § 4-25 1. ledd 1. punkt.

¹⁰⁷ LB-2008-80764-2 side 12, 3. avsnitt i utskriftsversjon fra lovdata uten innholdsfortegnelse.

¹⁰⁸ aksjeloven § 4-25 1. ledd 1. punkt.

¹⁰⁹ aksjeloven § 4-25 1. ledd 1. punkt.

Dette gjør også at vektingen av momentene verdijusteringen av kontrollverdi må bli ulik. Dette er illustrert i forbindelse med gjennomgangen av momentet klanderverdig oppførsel. Det medfører at det i alle tilfeller må foretas mindre justeringer til fordel for aksjeselskapet i situasjonene etter aksjeloven § 4-25 enn etter aksjeloven § 4-24. Videre ble det også trukket frem at det pønale aspektet kan tenkes å være et moment i tilknytning til aksjeloven § 4-25 i de tilfeller hvor det kan fastsettes en omsetningsverdi.¹¹⁰ Hvorvidt det pønale aspektet er relevant i de tilfeller hvor en omsetningsverdi ikke kan fastsettes er imidlertid ikke kommentert. På den ene siden vil de tilfeller hvor en verdijustering i innløsningssituasjonen knyttet til aksjeloven § 4-25 vil aksjonæren ha oppført seg klanderverdig. Dette kan tale i retning av at straff av aksjonær for sin oppførsel kan være et moment i verdijustering. På den andre siden er straff av aksjonær langt unna formålet med bestemmelsen som er å gi et aksjeselskap en mulighet til å fjerne en aksjonær. Dette taler for at straff ikke kan være et selvstendig moment i verdijusteringen etter § 4-25. Videre taler det sterke minoritetsvernet som tidligere er redegjort for i tilknytning til bestemmelsen mot at aksjonæren skal straffes fordi det vil ramme minoritetsaksjonæren. Det pønale aspektet, da særlig i tilknytning til grad av skyld vil kunne påvirke vektingen av momentene i verdijusteringen og rettferdiggjøre en større negativ verdijustering på kontrollverdien. Det er imidlertid etter mitt syn ikke nødvendig å vekte momentene annerledes på noen annen måte etter aksjeloven § 4-25 enn etter § 4-24 gitt at momentet er relevant i den konkrete saken ettersom bestemmelsene i det hele er så like.

¹¹⁰ Woxholth (2021) side 347.

4 Avsluttende betraktninger

Rettspraksis er i hovedsak tilknyttet innløsning etter aksjeloven § 4-24. Det kan være flere årsaker til dette. En av grunnene er det oppstår flest tvister om innløsning etter aksjeloven §§ 4-24 og 4-25 fordi en aksjonær ikke får solgt sine aksjer og ikke ønsker å være innlåst i en eierposisjon uten påvirkning på drift, utbytte osv. samtidig som aksjonæren har utgifter med eierposten i form av for eksempel formueskatt. Etter aksjeloven § 4-17 løser tvister seg oftere ved at en annen kjøper de omstridte aksjene som medfører at retten ikke må foretas en konkret verdsettelse av aksjeposten.

Analysen av momentene har identifisert at flere av momentene er særpreget for innløsnings situasjonen i aksjeloven §§ 4-24 og 4-25 i den grad man skal tillate verdjusteringer der. Momentene er ikke egnet i justeringen av kontrollverdi i forbindelse med de andre bestemmelsene om tvungen overføring av aksjer i aksjeloven. Det kan imidlertid tenkes andre særpregete momenter også til de øvrige bestemmelsene, selv til aksjeloven § 4-26 hvor det er klart at det ikke skal foretas en slik verdjustering. Det sentrale blir derfor hvilken sær situasjon regelen har til formål å regulere og hvordan faktum i den enkelte sak passer inn. Det er i alle tilfeller klart at vi står overfor en interesseavveining mellom partene. Samt at det må foretas en helhetsvurdering av momentene. I helhetsvurderingen må momentene vektles forskjellig basert på faktum i saken og basert på hensynet bak den enkelte regelen. Det er dette som blir avgjørende for justeringen fra kontrollverdi til virkelig verdi. Man kan stille spørsmål ved om det skaper flere konflikter fordi at systemet i dag beror på en konkret vurdering og hva som er virkelig verdi kan være svært forskjellig ut fra de konkrete omstendighetene noe som vil være vanskelig å forstå for den aksjonæren som står overfor en innløsning, utløsning eller annen form for tvungen overdragelse av sin aksjepost. På den andre siden har man mekanismer for å verdsette aksjeposter på en god måte. Det kan etter mitt skjønn vanskelig sies å finnes en generell løsning knyttet til verdjusteringen av en aksjepost ettersom faktum aldri vil være identisk. Momentene vil derfor alltid måtte vektles ulikt. Dermed kan man stille spørsmål ved om mange av konfliktene kan avbøtes ved at rettsanvenderen er bevisst på en aksjonærs ofte manglende forståelse rundt tema. På den andre siden vil man som aksjonær typisk ha mest mulig for sin aksjepost og aksjeselskapet på sin side vil alltid ønske å ikke betale mer enn nødvendig, Uansett hvor avklart rettstilstanden blir

vil det likevel oppstå konflikter da virkelig verdi til sist uansett må fastsettes basert på en konkret vurdering.

Litteraturliste

Bøker, fagartikler og nettsider

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 3. utgave, M.H: Andenæs 2016.

Munthe, Preben, «kontantstrøm» i Store norske leksikon, 12. november 2021, <https://snl.no/kontantstrøm> (lest 25. mars 2022).

Sirnes, Espen, «diskontere» i Store norske leksikon, 30. september 2019, <https://snl.no/diskontere> (lest 30. april 2022).

Woxholt, Axel, «Aksjenes virkelige verdi – De rettslige prinsippene for fastsettelse av innløsningssummen ved innløsning av aksjer i aksje- og allmennaksjeselskaper», *Jussens Venner* utgave 2-03 2019 s. 77-130.

Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 7. utgave, Gyldendal 2021.

Masteroppgaver

Brather, Ludvig Kløve, *Aksjens «virkelige verdi» ved uttreden etter aksjeloven § 4-24. Hvilket verdsettelsesprinsipp skal benyttes?*, Juridisk fakultet, UiO 2019 (<http://urn.nb.no/URN:NBN:no-72093>).

Hammerstrøm, Fredrik Tobias Lunde, *Utløsning av aksjeeier etter aksjeloven § 4-25 - Prinsippet for verdsettelsen*, Juridisk fakultet, UiB 2021 (<https://hdl.handle.net/11250/2772440>).

Woxholth, Yngve Axel, *Aksjenes virkelige verdi - de rettslige prinsippene for fastsettelse av innløsningssummen ved innløsning av aksjer i aksje- og allmennaksjeselskaper*, Juridisk fakultet, UiO 2018 (<http://urn.nb.no/URN:NBN:no-70163>).

Lover og forarbeider

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven -asl).

Lov 13. juni 1997 nr 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven – asal).

Dommer

Høyesterett

HR-2002-1347-A.

HR-2007-1731-A.

HR-2016-01439-A.

Lagmannsrett

LB-2008-80764-2.

LB-2011-63624.

LB-2011-172903.

LA-2015-004323.

LB-2015-137573.

LF-2015-107852.

LG-2015-61058.

LG-2016-62558.

LE-2019-55741.

Tingrett

TOSLO-2015-057998.

TDALA-2013-206136-2.