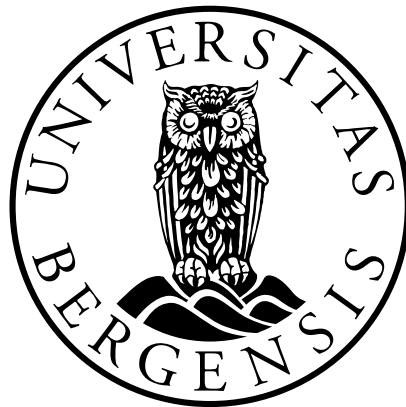


Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter aksjeloven § 4-25

Kandidatnummer: 126

Antall ord: 13994



JUS399 Masteroppgave
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

10.12.2021

Innhold

1	Innledning.....	4
1.1	Problemstilling.....	4
1.2	Metodikk og relevante kilder for analysen.....	5
1.3	Avgrensninger.....	6
1.4	Fremstillingen videre	6
2	Virkelig verdi i aksjeloven.....	8
2.1	Introduksjon.....	8
2.2	Verdsettelsesprinsippene.....	9
2.3	Verdsettelsesprinsippets påvirkning på løsningssummen	11
2.3.1	Premier og rabatter.....	11
2.3.2	Når får premier og rabatter betydning?	12
2.4	Sammenfatning	12
3	Utløsningssituasjonen i § 4-25.....	13
3.1	Bakgrunn.....	13
3.2	Prosessuelle rammer for utløsning.....	14
3.3	De materielle vilkårene for utløsning etter § 4-25	14
3.3.1	Introduksjon.....	14
3.3.2	«ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig».....	15
3.3.3	«alvorlig og varig motsetningsforhold»	16
3.3.4	«andre tungtveiende grunner».....	17
3.4	Sammenfatning	19
4	Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter § 4-25	20
4.1	Introduksjon.....	20
4.2	Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter § 4-25 nr. 1	20
4.2.1	Introduksjon	20
4.2.2	Kontekstuell tolkning og systembetragtninger.....	20
4.2.3	Forarbeidene	24
4.2.5	Rettspraksis	31
4.2.6	Reelle hensyn	36
4.3	Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter asl. § 4-25 nr. 2.....	38
4.3.1	Innledning	38
4.3.2	Forarbeidenes vekt	39
4.3.3	Rettspraksis	40
4.3.4	Reelle hensyn	45

5 Avslutning.....	47
Litteraturliste	48

1 Innledning

1.1 Problemstilling

Dersom en aksjeeier ønsker å tre ut av et selskap, er utgangspunktet at aksjeeieren må overdra aksjene sine i markedet jf. aksjeloven § 4-15 første ledd.¹ Det kan imidlertid oppstå situasjoner hvor selskapet har behov for at en eksisterende aksjeeier trer ut av selskapet. Dette kan skyldes interne konflikter mellom aksjeeiere hvor det er risiko for at selskapet påføres tap som følge av konflikten. Dersom aksjeeieren ikke ønsker eller har mulighet til å avhende aksjene i markedet, kan *utløsning* være eneste mulighet til å løse konflikten og derav beskytte selskapskapitalen.²

Aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2 gir domstolene adgang til å utløse en aksjeeier dersom (i) «aksjeeieren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig», eller (ii) «det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet», eller (iii) det «foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjeeieren utløses».

Et fellestrekk for de overnevnte utløsningssituasjonene er at utløsningssummen skal fastsettes etter «aksjens virkelige verdi» jfr. asl. §§ 4-25 tredje ledd jfr. § 4-24 tredje ledd jfr. 4-17 femte ledd. Ordlyden er uklar om hvordan utløsningssummen skal fastsettes.³ Aksjeloven inneholder ingen legaldefinisjon knyttet til det nærmere innholdet i «aksjenes virkelige verdi».

Høyesterett har tatt stilling til meningsinnholdet i «aksjens virkelige verdi» i tre dommer, herunder Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven). Dommene har presentert to ulike verdsettelsesprinsipper «aksjens virkelige verdi» kan fastsettes etter.⁴ Etter dommene er utgangspunktet at «aksjens virkelige verdi»

¹ Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper, heretter forkortet til asl. NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning s. 75

² Oppgaven vil benytte aksjelovens terminologi, «innløsning», «utløsning» og «uttreden». Begrepsbruken knyttes til hvem som fremsetter innløsningskravet, og kan umiddelbart virke forvirrende. Rettsvirkningene er i alle tilfeller at aksjeeierens aksje(-er) slettes eller skifter eier og at aksjeeieren mottar et vederlag. Se tilsvarende Andenæs m.fl. s 249-250

³ Se kapittel 2.1

⁴ Med «verdsettelsesprinsipp» menes en rettsregel som beskriver hvordan man skal finne frem til den økonomiske verdien av en eiendel eller en tjeneste. Nedrelid, Audun, *Aksjerettslige verdsettelsesprinsipper - en oversikt*, *Tidsskrift for forretningsjus* 2015/3, Årgang 21, side 179-213 pkt. 1.2

etter asl. § 4-25 tredje ledd jfr. 4-24 tredje ledd jf. § 4-17 femte ledd enten skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi eller etter en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.⁵

Denne oppgaven skal være en analyse av asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2, med særlig fokus på hvordan utløsningssummen skal fastsettes i begge situasjoner. Målet med oppgaven er å bidra til økt innsikt i *hva* asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2 krever for å utløse en aksjeeier, samt *hvilket* verdsettelsesprinsipp som skal benyttes for å fastsette utløsningssummen etter asl. §§ 4-25 tredje ledd, jf. 4-24 tredje ledd, jf. 4-17 femte ledd, basert på premissene fra de nevnte Høyesterettsdommene. Gjennom denne fremstillingen ønsker jeg å bidra til å skape større forutberegnelighet i et emne som er praktisk viktig for aksjeselskaper med få eiere.⁶

1.2 Metodikk og relevante kilder for analysen

Analysen vil ta utgangspunkt i autoriserte- og ikke-autoriserte rettskilder som følger av grunnleggende juridisk metode.⁷ Aksjeloven. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2 skal tjene som primært rettsgrunnlag for analysen tilknyttet vurderingen av de rettslige vilkårene loven oppstiller for å utløse en aksjeeier.

Videre tjener asl. § 4-17 femte ledd som primært rettsgrunnlag for analysen om hvordan utløsningssummen skal fastsettes. En metodisk utfordring er at ordlyden av «aksjenes virkelige verdi» er uklar på hvilket verdsettelsesprinsipp som skal benyttes for å fastsette løsningssummen etter asl. § 4-25 tredje ledd jf. 4-24 tredje ledd jf. § 4-17 femte ledd. Videre er det usikkert hvilken vekt forarbeidene kan tillegges. Høyesterett har ikke tatt stilling til hvordan utløsningssummen skal fastsettes etter asl. § 4-25, noe som medfører at rettspraksis fra underrettene må vurderes i lys av det meningsinnholdet Høyesterett har tillagt «aksjens virkelige verdi» for tre innløsnings situasjoner Høyesterett har behandlet.

⁵ Se kapittel 2

⁶ NOU 1996:3 s. 76-77 uttaler at LOV-1997-06-13-45 Lov om allmennaksjeselskaper (Allmennaksjeloven) ikke har behov for en tilsvarende regel.

⁷ Eckhoff (2001) s. 39.

Høyesterettsdommene vil derfor ha en sentral plass i analysen i tillegg til hensynene som gjør seg gjeldende.

1.3 Avgrensninger

Oppgaven vil konsentrere seg om den lovregulerte hjemmelen for utløsning av aksjeeiere i asl. § 4-25 første ledd. Oppgaven avgrenser derfor mot vedtektsbestemt innløsning, jf. asl. § 12-7. Dette skyldes at ved vedtektsbestemt innløsning vil løsningssummen fastsettes etter en objektiv tolkning av ordlyden.⁸ Denne situasjonen har ikke overføringsverdi for den lovregulerte hjemmelen for utløsning.

Videre avgrenses det mot tilfeller der løsningssummen er fastsatt i en aksjonæravtale. En aksjonæravtale binder partene som tar del i avtalen, og binder derfor som utgangspunkt ikke selskapet. Videre fastsettes løsningssummen etter alminnelige avtalerettslige tolkningsprinsipper og har derfor ikke overføringsverdi til den lovregulerte utløsningssituasjonen.⁹

Verdsettelse er skjer i et samspill mellom økonomi og juss. Oppgaven vil fokusere på den rettslige siden. Det avgrenses derfor mot en dypere behandling av foretaksøkonomisk teori utover det som er nødvendig for å utpensele det rettslige innholdet.¹⁰

1.4 Fremstillingen videre

I den videre fremstillingen skal kapittel 2 ta seg for seg en presentasjon av verdsettelsesprinsippene som er benyttet av Høyesterett, herunder at aksjene skal verdsettes til (i) antatt omsetningsverdi eller (ii) til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. I tillegg vil kapitlet redegjøre for hvilken betydning valg av verdsettelsesprinsipp har for beregningen av løsningssummen. Dette er behandlet i et eget hovedkapittel fordi verdsettelsesprinsippets betydning for løsningssummen utgjør i seg selv et argument for hvilket verdsettelsesprinsipp som skal benyttes i den enkelte innløsningssituasjon. Dette vil senere benyttes som et rammeverk for drøftelsene i kapittel 4, samt for å begrunne hvilket

⁸ Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, s. 85. Se også LG-2014-173686

⁹ Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, s. 87

¹⁰ Se for en dypere fremstilling av samspillet se Nedrelid (2013)

verdsettelsesprinsipp som skal anvendes for å fastsette utløsningssummen ved utløsning av en aksjeeier etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2.

Kapittel 3 vil behandle bakgrunnen og behovet for utløsningsadgangen, samt belyse hvilke krav som stilles for at selskapet skal få rettens medhold i utløsningskravet. Dette gjøres for å synliggjøre forskjellene i de to utløsningssituasjonene og belyse de hensyn som gjør seg gjeldende ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2. Situasjonen vil fungere som et bakteppe for analysen i kapittel 4.

I kapittel 4 skal innholdet i «aksjens virkelige verdi» etter asl. § 4-17 femte ledd analyseres. Siktemålet er å undersøke om «aksjens virkelige verdi» skal fastsettes etter det samme verdsettelsesprinsippet etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2. Dette gjøres ved først å fastsette hvilket verdsettelsesprinsipp som skal benyttes for å fastsette «aksjens virkelige verdi» ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1. Deretter vil det undersøkes om det er rettskildemessig grunnlag for å benytte et annet verdsettelsesprinsipp for å fastsette «aksjens virkelige verdi» ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2.

Avslutningsvis skal det i kapittel 5 gis en kort sammenfatning av oppgavens løpende problemstillinger og avsluttende betraktninger.

2 Virkelig verdi i aksjeloven

2.1 Introduksjon

Rettsvirkningen av at aksjeeieren blir utløst er at aksjene slettes eller skifter eier og at aksjeeieren mottar en løsningssum, jf. Asl. § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-24 fjerde ledd.¹¹

Aksjeeieren blir imidlertid tvunget ut av selskapet og det foreligger derfor ingen avtalt pris mellom aksjeeieren og selskapet for de utløste aksjene.¹² Den utløste eierandelen må derfor verdsettes.

Aksjelovens system er at innløsningssummen skal fastsettes etter «aksjenes virkelige verdi» på det tidspunkt kravet er fremsatt jf. §§4-25 tredje ledd, jf. §4-24 tredje ledd jf. §4-17 femte ledd. Innløsningssummen og «aksjens virkelig verdi» er følgelig forskjellig uttrykk for den samme verdien.

Rettsregelen om at løsningssummen skal fastsettes til «aksjens virkelige verdi» i asl. § 4-17 femte ledd er en *verdsettelsesnorm* som benyttes i samtlige innløsningssituasjoner etter aksje- og allmennaksjeloven uavhengig av om det er fastsatt direkte i loven eller ikke.¹³

Ordlyden «aksjens virkelige verdi» kan forstås på to måter. På den ene siden kan ordlyden leses med fokus på «aksjens» som tilsier at det er den konkrete aksjen som skal verdsettes. Denne forståelsen tilsier at «aksjens virkelige verdi» tilsvarer hva en alminnelig informert kjøper ville være villig til å betale for aksjen ved et frivillig salg i et åpent marked.¹⁴

På den annen side kan ordlyden aksjens «virkelige» verdi gi uttrykk at det er den reelle eller egentlige verdien av aksjen som er styrende. En aksje representerer en eierandel i selskapet og gir aksjeeieren rett på sin forholdsmessige ideelle andel av selskapets underliggende verdier.¹⁵ Den underliggende verdien til selskapet delt på antall aksjer gir derfor uttrykk for den reelle

¹¹ Utløsningen reduserer egenkapitalen, NOU 1996:3 s. 76. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108.

¹² Ved et normalt salg forhandler partene om pris, se Boye, Knut. *Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper*. Praktisk økonomi og finans, 03/2007 s. 79-83, Tilsvarende Woxholth, Geir. *Selskapsrett* Oslo 2018 s. 60.

¹³ Se Andenæs mfl. s. 132, Moljord (2015) s. 2-3, Truyen (2008) s. 67, Woxholth, Axel punkt. 2.2

¹⁴ RG. 2008 s. 752

¹⁵ Nedrelid, Audun. *Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp*. Tidsskrift for forretningsjus, 03/2013 s. 198-246 s. 215.

eller egentlige verdien av aksjen. Denne verdien vil i prinsippet ikke påvirkes av verdien aksjen faktisk omsettes for, og fremstår dermed mer «virkelig».

Ordlydstolkningen viser at «aksjens virkelige verdi» kan forstås på to måter, men gir ikke veiledning hvor hvilken av verdiene som skal velges.

2.2 Verdssettelsesprinsippene

Høyesterett har tatt stilling til meningsinnholdet i «aksjens virkelige verdi» i tre dommer. Dette var Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven).

I Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods) var spørsmålet hvordan løsningssummen ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene med hjemmel i allmennaksjeloven § 4-25 skulle fastsettes.¹⁶ Til tross for at bestemmelsen ikke henviser til verdssettelsesnormen «aksjens virkelige verdi» jf. asal. §§4-23 annet ledd¹⁷ formulerte Høyesterett i avdeling hovedspørsmålet i saken til at utløsningssummen skulle «tilsvare aksjenes omsetningsverdi med utgangspunkt i børskurs – eventuelt en anslått børskurs hvor det er tatt hensyn til forhold som virket forstyrrende på kursen på innløsningstidspunktet, eller om verdssettelsen skal ta utgangspunkt i aksjenes virkelige verdi ved at løsningssummen reflekterer deres forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.»¹⁸ Høyesterett besvarte spørsmålet med at løsningssummen ved tvangsinnløsning skulle tilsvare «aksjenes virkelige verdi» i selskapet på det tidspunktet selskapet fremsatte overtakelseskravet og at verdien skulle beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi.¹⁹

I Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) behandlet Høyesterett hvilket meningsinnhold som skulle tillegges «aksjens virkelige verdi» ved krav om innløsning etter nektelse av samtykke til overdragelse av aksjer etter asal. § 4-17 første ledd nr. 4. Hovedspørsmålet i saken ble formulert til om «aksjene skal innløses etter en pris basert på antatt omsetningsverdi, eller

¹⁶ LOV-1997-06-13-45 lov om allmennaksjeselskap, bestemmelsen tilsvarende asal. § 4-26, NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning s. 190

¹⁷ Bestemmelsen tilsvarende asal. §. 4-17 femte ledd

¹⁸ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 1.

¹⁹ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 74

tilsvarende en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.»²⁰ Denne gangen besvarte Høyesterett spørsmålet med at fastsettelsen av innløsningssummen etter §4-17 femte ledd skulle beregnes med utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi, der en har grunnlag for å fastslå denne.²¹

Etter Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods) og Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) ble det i teorien tatt til orde for at innløsningssummen kun skulle beregnes med utgangspunkt i en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier for tvangsinnløsningstilfellet etter asal. § 4-25/ asl. § 4-26 ettersom tvangsinnløsningsbestemmelsene ikke henviser til verdsettelsesnormen. Innløsningssummen for situasjonene der verdsettelsesnormen var fastsatt i asl. § 4-17 femte ledd skulle derimot fastsettes etter antatt omsetningsverdi.²²

Denne forståelsen endret seg imidlertid med HR-2016-1439-A (Bergshaven) der et av hovedspørsmålene var hvilket meningsinnhold som skulle tillegges «aksjens virkelige verdi» ved uttreden, jf. asl. § 4-24 nr. 1. Spørsmålet Høyesterett oppstilte var om løsningssummen skulle fastsettes på grunnlag av aksjenes omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi.²³ For dette tilfellet besvarte Høyesterett spørsmålet med at løsningssummen skulle beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi.

Høyesterettsdommene viser at Høyesterett har lagt til grunn at «aksjens virkelige verdi» kan fastsettes på grunnlag av to forskjellige utgangspunkter, herunder antatt omsetningsverdi og forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

Med selskapets underliggende verdier sikter Høyesterett til selskapets nettoverdier fordelt pro rata av antall aksjer.²⁴ Selskapets underliggende verdi fastsettes ved bruk av foretaksøkonomiske verdsettelsesmetoder for å beregne selskapets nåverdi.²⁵ Deretter fordeles netto nåverdi pro rata på antall aksjer.²⁶

²⁰ Rt-2007-1392 avsnitt 1.

²¹ Rt-2007-1392 avsnitt 41

²² Ulf Larsen, Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer, TFF-2007-271, s. 296

²³ HR-2016-1439-A avsnitt 139.

²⁴ Nedrelid (2013) s. 215

²⁵ For nærmere beskrivelse se Clausen, Einar. *Virkelig verdi*. Praktisk økonomi og finans, 01/22 s. 38-48 s 39, Dahl, Gunnar A. *Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller*. Praktisk økonomi og finans, 02/2011. s. 3-14. s. 3 og 10.

²⁶ For nærmere beskrivelse se Nedrelid, Audun. *Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp*. Tidsskrift for forretningsjus, 03/2013 s. 198.

Med aksjens antatte omsetningsverdi sikter dommene til aksjenes markedsverdi, herunder hva en alminnelig kjøper ville betalt for aksjene.²⁷ Som utgangspunkt kan denne verdien fastsettes gjennom observasjoner av tidligere omsetning²⁸. Dette forutsetter imidlertid tidligere salg noe som svært ofte ikke er tilfellet for aksjer som utløses etter asl. § 4-25.²⁹ Når verdien ikke kan observeres må verdien beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi, for deretter å gjøre fradrag for eventuelle rabatter.³⁰

2.3 Verdssettelsesprinsippet påvirkning på løsningssummen

2.3.1 Premier og rabatter

For å fastsette antatt omsetningsverdi må man ta utgangspunkt i hva en alminnelig kjøper ville betalt for de aktuelle aksjene.³¹ Hva en person er villig til å betale vil imidlertid variere ut ifra hvilke verdijusterende faktorer som gjør seg gjeldende ut fra om personen er villig til å betale en premie eller ønsker rabatt.

En premie er et tillegg til aksjekursen utover forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. En rabatt er på den annen side negative avvik fra selskapets underliggende verdier.

En person kan eventuelt være villig til å betale en kontrollpremie.³² Selskapskontrollen sikres ved en eierandel som gir flertall på generalforsamlingen, jf. asl. § 5-17, og gir majoritetseieren myndighet til å bestemme selskapets utbyttepolitikk, og velge styremedlemmer, uten at minoriteten har vesentlig innflytelse.³³ Størrelsen på aksjeposten vil derfor kunne påvirke prisen. Motsatt vil en minoritetspost være mindre attraktiv fordi risikoen ved eierskapet blir større, ettersom minoritetseieren ikke har innflytelse over fremtidige kontantstrømmer. Kjøperen vil derfor ofte kreve en rabatt for å påta seg risikoen.³⁴

²⁷ RG-2008-752

²⁸ Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) avsnitt 41. Kan verdien fastsettes skal denne legges til grunn.

²⁹ Se kap. 3

³⁰ Se kap 2.3

³¹ RG-2008-752

³² Nedreid (2013) s. 215

³³ Nedreid (2013) s. 215

³⁴ Nedreid (2013) s. 228-229

Videre er hovedregelen at erverv av aksjer krever godkjenning av selskapets styre, samt at de øvrige aksjeeierne har forkjøpsrett, jf. asl. § 4-15 annet ledd, jf. § 4-14 annet ledd. I tillegg kan vedtektene fastsette ytterligere omsetningsbegrensninger. Omsetningsbegrensningene medfører at aksjene blir mindre likvide, noe som medfører at en eventuell kjøper vil ha dekket deler av transaksjonskostnadene i form av en redusert aksjepris.³⁵

2.3.2 Når får premier og rabatter betydning?

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) tok Høyesterett utgangspunkt i selskapets underliggende verdier for å fastsette «aksjens virkelige verdi», jf. § 4-24 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Høyesterett uttalte at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi, uten en rabatt for minoritet, manglende stemmerett og illikviditet.³⁶

I Rt. 2007 1391 (Flesberg) ble det lagt til grunn at for beregningen av antatt omsetningsverdi skulle man gjøre fradrag for likviditets- og minoritetsrabatter. Det ble imidlertid ikke tillagt vekt at erververen hadde betalt en premie for aksjene, selv om premien kunne forklares ut fra strategiske hensyn. Av dommen kan det derfor sluttet at eventuelle premier ikke skal medregnes når løsningssummen skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi.

2.4 Sammenfatning

Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven) viser at «aksjenes virkelige verdi» tillegges forskjellig meningsinnhold i de forskjellige situasjonene og at verdien fastsettes med utgangspunkt i to forskjellige verdsettelsesprinsipper. Uttrykket «aksjens virkelige verdi», gir dermed ikke uttrykk for en enhetlig størrelse som skal forstås likt i alle sammenhenger. Selv ikke der verdsettelsesnormen fremgår av asl. § 4-17 femte ledd skal «aksjens virkelige verdi» forstås likt. Hvilket meningsinnhold som skal tillegges «aksjens virkelige verdi» vil i lys av dommene bero på situasjonen og de hensynene som gjør seg gjeldende.³⁷

³⁵ Med likvide aksjer menes hvor raskt og kostnadseffektivt aksjene kan omsettes i penger. Se Nedrelid (2013) s. 229.

³⁶ HR-2016-1439-A avsnitt 165

³⁷ Se tilsvarende Truyen, Filip Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?, Nordisk tidsskrift for selskabsret 2008 nr. 1 s. 62-70 – (NTFSR-2008-62 s. 67 og Moljord, Kåre.(2016) s. 20

Videre viser dommene at en utløsningssum beregnet etter antatt omsetningsverdi tar hensyn til rabatter, og er derfor presumtivt lavere enn selskapets underliggende verdier. Dette legges til grunn for den videre drøftelsen.

3 Utløsningssituasjonen i § 4-25

3.1 Bakgrunn

Aksjeloven § 4-25 om utløsning, er sammen med asl. § 4-24 om uttreden, en nyvinning i aksjeloven 1997. Bestemmelsene ble inntatt som en sikkerhetsventil for å forhindre at konflikter mellom aksjeeiere i selskaper med få aksjeeiere skulle resultere i fastlåste situasjoner som kan skade selskapet.³⁸

Formålet med de to bestemmelsene er imidlertid forskjellig. Aksjeloven § 4-24 er en sikkerhetsventil for minoritetsaksjeeieren mot å bli fastlåst til selskapet om aksjeeieren blir utsatt for majoritetsmisbruk. Forarbeidene presiserer at asl. § 4-25 ligger på en annen kant.³⁹ Uttalelsen tilsier at bestemmelsen må forstås i sammenheng med behovet selskapet kan ha for å beskytte seg mot økonomisk tap. Om en aksjeeier ikke ønsker eller evner å selge sine aksjer om det oppstår en konflikt vil selskapets eneste reelle alternativ for å beskytte seg mot tap være å kvitte seg med aksjeeieren som misligholder selskapsforpliktelsen eller på annen måte skaper dårlig samarbeidsklima som går utover selskapet. Det overordnede formålet med asl. § 4-25 er derfor å sikre selskapets videre drift, men formålet nyanseres ytterligere av de materielle vilkårene. Det spesifikke formålet med utløsningsadgangen i asl. § 4-25 nr. 1 er å hindre at selskapets drift påføres skade fordi en aksjeeier ikke overholder sine selskapsforpliktelser. Bestemmelsen skal derfor motivere aksjeeierne til å overholde forpliktelsene for å føre selskapet videre. Det spesifikke formålet med utløsningsadgangen etter nr. 2 er på den annen side å hindre at selskapet utsettes for fastlåste konflikter.

³⁸ NOU 1996:3 s. 76

³⁹ NOU 1996:3 76

3.2 Prosessuelle rammer for utløsning

Beslutningen om at selskapet skal gå til søksmål for å få utløst en aksjeeier skal treffes av generalforsamlingen etter forslag fra styret, jf. asl. § 4-25 andre ledd. Ordlyden «etter forslag fra styret» oppstiller et prosessuelt krav om at det er styret som skal vurdere om aksjeeieren skal utløses. Styret må dermed veie den økonomiske belastningen utløsningen påfører selskapet, mot behovet for å utløse aksjeeieren.

Den endelige beslutningen bestemmes av generalforsamlingen med alminnelig flertall, jf. § 4-17 første ledd. Aksjeeieren som søkes innløst får ikke stemme på generalforsamlingen grunnet inhabilitet, jf. §5-3 fjerde ledd.

At utløsningsforslaget må fremsettes fra styret stenger i utgangspunktet ikke for at en majoritetsaksjeeiere kan bli utløst etter bestemmelsen. Forarbeidene forutsetter imidlertid at det er «en minoritetsaksjeeier som kreves utløst i henhold til beslutningen av generalforsamlingen» og uttaler at «bestemmelsen er ikke ment å gi en minoritetsgruppering mulighet til å utløse en majoritetseier og på den måten overta selskapet»⁴⁰. I LB-2015-13573 ble den største aksjonæren utløst. Personen eide imidlertid kun 44 prosent av selskapets aksjer slik at spørsmålet om at ordlyden er videre enn lovgiver gir uttrykk for i forarbeidene ikke kom på spissen. Forarbeidene må følgelig leses som at en majoritetsaksjeeier eier mer enn 50 prosent av aksjene. Hvorvidt en majoritetsaksjeeier kan utløses er imidlertid lite praktisk ettersom majoritetseieren vil ha kontroll over styret. Det har derfor formodningen mot seg at styret vil fremme et utløsningsforslag mot personen som har satt dem i styreposisjonen. Det vil derfor alltid være en minoritetsaksjeeier som utløses etter asl. § 4-25.

3.3 De materielle vilkårene for utløsning etter § 4-25

3.3.1 Introduksjon

Etter asl. § 4-25 må ett av tre alternative vilkår være oppfylt for at selskapet skal kunne kreve en eller flere aksjeeiere utløst. Det vil bli redegjort for innholdet i bestemmelsene for å

⁴⁰ NOU 1996:3 s. 126

klarlegge situasjonen ettersom rettspraksis har vist at situasjonen vil være avgjørende for valgt av verdsettelsesprinsipp.⁴¹

3.3.2 «ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig»

Etter § 4-25 første ledd nr. 1 skal retten utløse en aksjeeier som «ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig». Ordlyden omfatter tilfeller der en eller flere aksjeeiere unnlater å oppfylle sin selskapsrettslige forpliktelse. Ordlyden oppstiller følgelig et krav om at det må kunne rettes klander mot aksjeeieren.

Ordlyden «krenket [...] vesentlig» oppstiller videre et krav om en kvalifisert negativ effekt på selskapet. Enhver negativ effekt selskapet påføres som et resultat av en aksjeeiers mislighold vil derfor ikke kvalifisere til utløsning. Terskelen er følgelig høy.

I forarbeidene er det uttalt at bestemmelsen svarer til asl. § 4-24 første ledd nr. 2 om rett til innløsning der en «aksjeeier i selskapet har misbrukt sin innflytelse i selskapet.⁴² Uttalelsen tilsier at asl. § 4-24 første ledd nr. 2 og § 4-25 første ledd nr. 1 tilsynelatende skal forstås likt. En slik tolkning vil imidlertid innskrenke ordlyden til asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og medføre at den skal begrenses til tilfeller av innflytelsesmisbruk. En slik tolkning kan imidlertid ikke være korrekt. Lovgiver har gitt ordlyden i asl. § 4-25 første ledd nr. 1 en videre formulering enn i asl. § 4-24 første ledd nr. 2. Det tilsier at lovgiver ikke har ment at bestemmelsen skal tolkes innskrenkende. Forarbeidene tilsier dermed at bestemmelsen er ment å omfatte, men ikke være begrenset til, innflytelsesmisbruk. Forståelsen støttes av LB-2015-137573 der det ble uttalt at det ikke kan «være noen tvil om at ordlyden i §4-25 nr. 1 tilsier at bestemmelsen i alle fall ikke kan forstås snevrere enn § 4-24 første ledd nr. 2. Også avgjørelsen i LB-2008-80764-2 Underbygger en slik forståelse.»

Samlet tilsier asl. § 4-25 første ledd nr. 1 at selskapet kan kreve en aksjeeier utløst når aksjeeieren kan klandres for at selskapsinteressen er påført en kvalifisert negativ effekt. Terskelen er høy.

Klare eksempler som begrunner utløsning etter bestemmelsen, er når aksjeeieren

⁴¹ Se kap. 2.2

⁴² NOU 1993:3 Ny aksjelovgivning s. 126

aksjeeieren misligholder eventuelle biforpliktelser; som vedtektsfestet leveringsplikt eller konkurranseforbud, eller ved å urettmessig begunstige seg selv eller andre en andel av selskapskapitalen.⁴³ Uenigheter som kommer til uttrykk gjennom bruk av ordinære og vedtektsbestemte rettigheter på generalforsamlingen vil ikke omfattes av bestemmelsen, så fremt det ikke går over i minoritetsmisbruk.⁴⁴

3.3.3 «alvorlig og varig motsetningsforhold»

Det første grunnlaget for utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 er når det har oppstått et «alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet». Bestemmelsen tilsvarer asl. § 4-24 første ledd nr. 3, men der den er ment å beskytte vedkommende aksjeeiers interesse, retter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 første alternativ seg mot å beskytte flertallets oppfatning av hvordan selskapets skal drives.⁴⁵ Tolkningen har støtte i LB-2015-137573 der selskapets utløsningskrav mot selskapets gründer og største aksjonær ble tatt til følge som følge av at gründeren hadde opptrådt truende ovenfor de øvrige aksjeeierne da han var styreleder, ikke hadde gjennomført en lovet overføring av immaterielle rettigheter han hadde til selskapet, benyttet innleid arbeidskraft fra et annen selskap han eide, samt påført selskapet omfattende driftskostnader tilknyttet bespisning mens han var daglig leder.

Ordlyden «motsetningsforhold» tilsier en situasjon en konfliktsituasjon, men ordlyden oppstiller ikke et krav om klander fra minoritetsaksjeeieren. Tolkningen har støtte i RG-2008-752 der det ble uttalt at «Ved utløsning etter et av de øvrige alternativer kreves ikke noe klanderverdig forhold fra minoritetsaksjonærens side. Et alvorlig og varig motsetningsforhold kan oppstå uten at noen av partene kan bebreides for sine respektive handlinger eller standpunkter.»

Ordlyden «alvorlig» oppstiller en høy terskel og et krav om at motsetningsforholdet går ut på noe mer enn normal uenighet. Forståelsen støtte i forarbeidene som beskriver «motsetningsforhold av så dyptgripende karakter at det ikke kan forventes at aksjonæren skal

⁴³ Se LB-2008-080764 der aksjeeieren benyttet firmakortet til private formål og LB-2020-93644 pkt. 3.4 der styret og generalforsamlingen fattet vedtak som begunstiget en aksjeeier på de øvriges bekostning.

⁴⁴ Aarbakke m.fl. s. 314, om minoritetsmisbruk se Truyen, Filip, *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper. Jussens Venner 2004 s 305-328 – (JV-2004-305) s. 324-325.*

⁴⁵ Aarbakke m.fl. s. 314, se også LB-2015-137573

fortsette deltakerforholdet.»⁴⁶ Videre tilsier «varig» at det ikke er tilstrekkelig med et enkeltstående motsetningsforhold eller at motsetningsforholdet er av forbigående karakter. Tolkningen støttes i forarbeidene der det er uttalt at det ikke kan «dreie seg om en enkeltstående episode eller har vart kort tid» og at «motsetningsforholdet må være av en slik fasthet at det er liten grunn til å tro at det kan rette seg.»⁴⁷ I LB-2015-137573 ble det lagt til grunn at varighetsvilkåret var oppfylt til tross for at konflikten hadde pågått under et år

Ordlyden «vedrørende driften av selskapet» tilsier at motsetningsforholdet knytter seg til selskapets disposisjoner og strategier. Ordlyden avgrenser følgelig mot forhold som ikke knytter seg til uenighet om drift og strategier, slik som personlige forhold.

Samlet retter utløsningsgrunnlaget seg mot tilfeller der det foreligger en fastlåst situasjon der aksjeeierne ikke evner å samarbeide grunnet dyp uenighet om selskapets disposisjoner eller forretningsmessige strategier⁴⁸. Dette kan skyldes mangel på tillit til øvrige aksjeeieres forretningsforståelse. Motsetningsforholdet vil typisk komme til uttrykk på generalforsamlinger ved at aksjeeieren gjennomgående benytter sine ordinære og vedtektsbestemte rettigheter til å motarbeide flertallet.

3.3.4 «andre tungtveiende grunner»

Det andre grunnlaget for utløsning som oppstilles i asl. § 4-25 første ledd nr. 2 er når «det foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjeeieren utløses.»

Ordlyden «andre tungtveiende grunner» oppstiller en høy terskel og gir uttrykk for at det må foretas en interesseavveining. Tolkningen har støtte i forarbeidene der det er uttalt at det kreves «klar interesseovervekt i favør av selskapets interesse i utløsning.»⁴⁹. Om bestemmelsen leses i sammenheng med asl. § 4-25 nr. 2 første alternativ gir det uttrykk for at bestemmelsen er ment å omfatte øvrige alvorlige og varige motsetningsforhold som ikke gjelder selskapets drift, slik som personlige motsetningsforhold. Ordlyden er dermed svært vid og vil i prinsippet omfatte alle motsetningsforhold som ikke knytter seg til driften.

⁴⁶ NOU 1996:3 s. 126

⁴⁷ NOU 1996:3 s. 126 jf. 125

⁴⁸ Se RG-2004-790

⁴⁹ NOU 1996:3 s. 126

Selv om ordlyden er vid, er det imidlertid ikke lovgivers intensjon at den er ment å omfatte alle mulige motsetningsforhold. Formålet med utløsningsadgangen er å forhindre at selskapet vil lide på grunn av en dyp splittelse mellom aksjeeierne.⁵⁰ Det må dermed innfortolkes et krav om at motsetningsforholdet vil kunne påvirke selskapet negativt. Dette vil for eksempel være tilfellet der et personlig motsetningsforhold vanskeliggjør samarbeid mellom aksjeeierne. Et eksempel er LB-2020-93644 der et samlivsbrudd mellom aksjonærene utgjorde et personlig motsetningsforhold som begrunnet innløsning etter § 4-24 første ledd nr. 3.⁵¹ En slik situasjon vil kunne ramme selskapet, uten at det nødvendigvis er uenighet om selskapets drift. Forarbeidene uttaler at i vurderingen av om en slik situasjon foreligger må vurderes ut fra en interesseavveining der det kreves «en klar interesseovervekt i selskapets favør av selskapets interesse i utløsning.»⁵²

Samlet retter utløsningsgrunnlaget seg mot tilfeller der det foreligger et motsetningsforhold som ikke direkte har betydning for driften, men som likevel vil kunne påvirke selskapet negativt gjennom et vanskelig samarbeidsforhold. Dette vil typisk være situasjonen der motsetningsforholdet resulterer i fysiske overgrep og straffbare handlinger som underslag og utroskap.⁵³

Når en sammenligner de to grunnlagene for utløsning i asl. § 4-25 første ledd nr. 2 søker begge grunnlagene å løse situasjonen der det har oppstått et motsetningsforhold som skaper et dårlig samarbeidsklima. Forskjellen mellom grunnlagene er om motsetningsforholdet knytter seg til selskapet skal drift, eller om det er andre grunner som vanskeliggjør et samarbeid mellom aksjeeierne. Av denne grunn vil grunnlagene for utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 kunne gli over i hverandre. Et illustrerende eksempel er RG. 2004 s. 790 der selskapet for et kjedesamarbeid fikk rettens medhold i å utløse en aksjeeier som over lengre tid ikke hadde evnet å opptre som et aktivt medlem av kjeden i form av omsetning, vareutvalg eller deltakelse i salgskampanjer som kjeden arrangerte. Selskapet hadde dermed ikke overholdt den avtalte samarbeidsavtalen, noe som medførte at samarbeidsklimaet i kjeden ble

⁵⁰ NOU 1996:3 s. 76.

⁵¹ Grunnlaget ble innfortolket i asl. § 4-24 nr. 3 fordi asl. § 4-24 nr. 3 ikke har et tilsvarende alternativ som asl. § 4-25 nr. 2 annet alternativ.

⁵² NOU 1996:3 s. 126

⁵³ Aarbakke m.fl. s. 314

vanskeliggjort og påførte de øvrige deltakerne ekstraarbeid. Dette er forhold som både knytter seg til selskapets drift og som kan begrunnes i andre tungtveiende grunner for utløsning.

3.4 Sammenfatning

Alternativene for utløsning viser at utløsning etter asl. § 4-25 kan begrunnes i to svært forskjellige situasjoner. Etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 oppstilles det et krav om klander. Utløsningen skyldes derfor aksjeeierens egne forhold.

På den annen side oppstilles det ikke krav om klander for at aksjeeieren kan utløses i medhold av asl. § 4-25 første ledd nr. 2. I et motsetningsforhold vil det imidlertid kunne rettes skyld mot aksjeeieren for at han ikke bidrar til å løse konflikten, men den skylden som eventuelt kan rettes mot aksjeeieren etter bestemmelsen vil være av en helt annen karakter ettersom den kommer til uttrykk gjennom selskapsrettslige organer.

De to utløsningssituasjonene er av denne grunn forskjellige.

4 Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter § 4-25

4.1 Introduksjon

I kapittel 2 ble det vist at Høyesterett har gitt uttrykk for at «aksjens virkelig verdi» kan fastsettes etter to forskjellige verdsettelsesprinsipper og at hvilket verdsettelsesprinsipp som skal benyttes beror på den konkrete situasjonen og de hensynene som gjøre seg gjeldende.

Som vist i kap 3 kan selskapet få medhold i utløsning av en aksjeeier i to forskjellige situasjoner. I dette kapittelet vil det derfor undersøkes om «aksjens virkelige verdi» skal gis forskjellig, eller samme, meningsinnhold i de to utløsningssituasjonene.

4.2 Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter § 4-25 nr. 1

4.2.1 Introduksjon

I kapittel 2 ble det vist at ordlyden «aksjens virkelige verdi», jf. asl. §§ 4-25 jf. 4-17 kan forstås på to måter. En isolert tolkning av ordlyden gir derfor ikke veiledning for om «aksjens virkelige verdi» skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi eller etter underliggende verdier.

Det vil derfor vurderes om konteksten og systembetragtninger kan klargjøre hvilket av tolkningsalternativene som skal benyttes.

4.2.2 Kontekstuell tolkning og systembetragtninger

I Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) sluttet Høyesterett seg til at lagmannsretten hadde lagt stor vekt på hensynet til sammenheng i asl. § 4-17. Alle alternativene til innløsning etter asl. § 4-17 ville gi erververen en markedsbasert pris. Sammenhengen mellom innløsning grunnet samtykkenekt og de øvrige innløsningssituasjonene i asl. § 4-17 ga derfor ikke erververen noen begrunnet forventning om at innløsning grunnet samtykke nekt skulle gi en høyere pris.⁵⁴

Spørsmålet er om sammenhengen i asl. § 4-25 gir klarhet i om at «aksjenes virkelige verdi» skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi eller baseres på selskapets underliggende verdi.

⁵⁴ RT-2007-1392 avsnitt 40-43. Om dommen se punkt.

Aksjeloven § 4-25 tredje ledd annet punktum fastsetter at selskapets utløsningskrav ikke kan tas til følge om aksjeeieren er villig til å overdra aksjene til en selskapet utpeker «mot et vederlag som minst tilsvarer utløsningssummen».

Ordlyden «vederlag som minst tilsvarer utløsningssummen» gir ikke holdepunkter for en bestemt verdi ettersom vederlaget fastsettes ut fra hvilket verdsettelsesprinsipp som benyttes for å fastsette utløsningssummen. En forutsetning for at bestemmelsen skal komme til anvendelse er imidlertid at selskapet klarer å utpeke en erverver som samtykker til å overta aksjene.

Om utløsningssummen fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi vil det være svært utfordrende for selskapet og utpekte en som vil samtykke til å overta aksjene fordi risikoen for tap er størst. Det skyldes at om den utpekte på et senere tidspunkt skulle ønske å selge aksjene vil salget skje til markedspris der kjøperen vil hensyn til aksjens prisdempende faktorer.⁵⁵ Den utpekte vil dermed overta risikoen for å bære kostnaden av de verdireducerende faktorene ved å samtykke til overtakelsen. Denne risikoen vil sterkt reduseres om løsningssummen fastsettes til antatt omsetningsverdi ettersom den er ment å speile markedsverdien, slik at den utpekte vil holdes skadesløs.⁵⁶ Følgelig vil en løsningssum fastsatt til antatt omsetningsverdi medføre at selskapet potensielt kan velge mellom flere potensielle erververe. Lovteksten synes derfor å forutsette at det er antatt omsetningsverdi som legges til grunn for beregningen av utløsningssummen.

Synspunktet støttes videre av at flere mulige erververe øker sannsynligheten for en budprosess. En budprosess kan medføre at vederlaget blir satt høyere enn løsningssummen og er i tråd med ordlyden om at «vederlaget skal minst tilsvare utløsningssummen».

Sannsynligheten for at en tilsvarende situasjon vil oppstå om vederlaget skal tilsvare en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier er svært liten, noe som medfører at sjansen for at den utløste mottar et vederlag utover løsningssummen vil være tilnærmet ikke-eksisterende.

⁵⁵ Se kap. 2.3.1

⁵⁶ At omsetningsverdien ville holde kjøper skadesløs ble benyttet som støtte til å vektlegge sammenhengen i § 4-17 i Rt-2007-1392 (Flesberg)

Videre vil bruk av asl. § 4-25 tredje ledd annet punktum stanse utløsningen om aksjeeieren er villig til å overdra aksjene til en selskapet utpeker. Ved at aksjene overføres til en annen selskapet utpeker, og ikke slettes, vil selskapet bli kvitt aksjeeieren de ønsker utløst uten å redusere selskapskapitalen.⁵⁷ Samtidig vil aksjeeieren som ønskes utløst bli likt- eller bedre stilt gjennom å motta et vederlag som er tilsvarende eller høyere enn det aksjeeieren ville fått om utløsningen ble gjennomført. Bruk av alternativet fremstår derfor som en bedre løsning for begge parter og dermed noe man skal legge til rette for. Siden bruk av alternativet forutsetter at selskapet finner en som er villig til å overta aksjene tilsier sammenhengen mellom asl. § 4-25 første og tredje ledd at «aksjens virkelige verdi» skal fastsettes etter det verdsettelsesprinsippet som i størst mulig grad legger til rette for at utløsningen kan hindres ved en frivillig overdragelse til en selskapet utpeker. Selv om bruk av alternativet i asl. §4-25 tredje ledd annet punktum ikke er utelukket om løsningssummen tilsvarer til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdi, vil det være vesentlig lettere å hindre en utløsning ved frivillig salg om løsningssummen fastsettes basert på antatt omsetningsverdi.

Analysen over har vist at antatt omsetningsverdi gir den beste sammenhengen i asl. § 4-25. Hensynet til sammenheng i asl. § 4-25 trekker følgelig i retning av at «aksjens virkelige verdi» skal beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi.

Det vil videre vurderes om systembetraktninger gir klarhet i om at «aksjenes virkelige verdi» skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi eller baseres på selskapets underliggende verdi.

I aksjeloven har lovgiver valgt å henvise direkte eller indirekte til verdsettelsesnormen i asl. § 4-17 femte ledd om at innløsningssummen skal fastsettes etter «aksjens virkelige verdi».⁵⁸ For asl. § 4-25 fremgår henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd gjennom en indirekte henvisning gjennom asl. § 4-24 tredje ledd. Lovgivningsteknikken gir følgelig uttrykk for et system. Spørsmålet er om aksjelovens system gir klarhet i om at «aksjenes virkelige verdi» skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi eller baseres på selskapets underliggende verdi.

⁵⁷ Ved innløsning skal aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen, jf. §§4-25 tredje ledd, jf. 4-24 fjerde ledd, NOU 1996:3 s. 76. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108.

⁵⁸ Se asl. §§ 4-18 tredje ledd tredje punktum, 4-23 annet ledd og 4-24 tredje ledd

I Rt. 2007 s. 1392 fastsatte Høyesterett at innløsningssummen etter samtykkenekt til aksjeervert etter asl. § 4-17 femte ledd skulle baseres på aksjenes antatte omsetningsverdi.⁵⁹ At lovgiver har fastsatt at løsningssummen ved utløsning etter asl. § 4-25 skal fastsettes til «aksjens virkelige verdi», jf. asl § 4-17 femte ledd gir derfor i utgangspunktet sterke holdepunkter for at lovgiver har ment at løsningssummen ved utløsning skal fastsettes likt som ved innløsning som følge av samtykkenekt. Forståelsen har støtte i forarbeidene der det uttales at *«tredje ledd første punktum fastsetter at § 3-20 tredje ledd [§4-25 tredje ledd] gjelder tilsvarende ved utløsning av en aksjeeier. Dette innebærer at utløsningssummen skal fastsettes etter reglene i § 3-13 tredje ledd [4-17 femte ledd] (...)»*⁶⁰

På den annen side fremgår henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd gjennom en henvisning i asl. §4-24 tredje ledd, jf. asl. §4-25 tredje ledd. Aksjeloven §§ 4-24 og 4-25 er plassert i samme kapittel og deler forarbeider. Plasseringen og delte forarbeider gir følgelig uttrykk for at aksjens virkelige verdi for asl. §§4-24 og 4-25 skal fastsettes likt. I HR-2016-1439-A (Bergshaven) la ikke Høyesterett særlig vekt på aksjelovens system i vurderingen av hvilket verdsettelsesprinsipp som skulle benyttes for å fastsette «aksjens virkelige verdi» ved uttreden etter asl. § 4-24 første ledd nr. 1.⁶¹ Høyesterett la isteden vekt på at formålet, forarbeidsuttalelser og reelle hensyn trakk i retning av å basere verdsettelsen på et annet verdsettelsesprinsipp enn i Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg).⁶² Høyesterett konkluderte derfor med at løsningssummen ved uttreden skulle baseres på selskapets underliggende verdier.⁶³

Som vist over tilsier henvisningen til asl. § 4-17 i asl. § 4-25 tredje ledd at «aksjens virkelige verdi» ved utløsning etter asl. § 4-25 skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi. På den annen side tilsier likhetene mellom asl. §§ 4-24 og 4-25, samt dens plassering i samme kapittel at «aksjens virkelige verdi» i relasjon til §§ 4-24 og 4-25 skal forstås likt og fastsettes etter underliggende verdi. Av denne grunne grunn gir ikke systembetragtninger noen avklaring til støtte for hvordan ordlyden skal forstås.

⁵⁹ Rt-2007-1392 avsnitt 41

⁶⁰ NOU 1996:3 s. 126

⁶¹ Dommen er behandlet nærmere i kapittel 4.2.5.4

⁶² HR-2016-1439-A avsnitt 148

⁶³ HR-2016-1439-A avsnitt 165

Samlet gir en kontekstuell tolkning støtte til å fastsette «aksjens virkelige verdi» etter antatt omsetningsverdi. En systematiske hensyn gir delt veiledning. Det kan derfor ikke utledes tilstrekkelig klare tolkningsbidrag til fordel for det ene tolkningsalternativet.

Hvilket tolkningsalternativ som skal benyttes for å fastsette «aksjens virkelige verdi» ved utløsning av en aksjeeier etter asl. § 4-25 nr. 1 må derfor fastsettes etter en analyse av øvrige kilder.

4.2.3 Forarbeidene

Spørsmålet er om forarbeidene klargjør om «aksjenes virkelige verdi» skal fastsettes på grunnlag av antatt omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi, jf. asl. §§ 4-25 første ledd nr. 1, jf. 4-17 femte ledd.

Spørsmålet er om forarbeidene gir klarhet i om «aksjenes virkelige verdi» skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi ved utløsning av aksjeeier etter asl. § 4-25 nr. 1.

I forarbeidene til asl. § 4-25 tredje ledd fremgår det at *«tredje ledd første punktum fastsetter at § 3-20 tredje ledd [§4-25 tredje ledd] gjelder tilsvarende ved utløsning av en aksjeeier. Dette innebærer at utløsningssummen skal fastsettes etter reglene i § 3-13 tredje ledd [4-17 femte ledd] (...).»*⁶⁴ Forarbeidene til asl. § 4-25 gir dermed ingen veiledning for hvordan «aksjens virkelige verdi» skal fastsettes ved utløsning etter asl. § 4-25 nr. 1 og videre veiledning må søkes i forarbeidene til asl. § 4-17 femte ledd.

Forarbeidene til asl. § 4-17 femte ledd fastsetter at «aksjenes virkelig verdi» skal forstås tilsvarende som uttrykket er forstått i regnskapsmessig sammenheng.⁶⁵ LOV-1998-07-17-56 (Regnskapsloven) inneholder ingen definisjon av «virkelig verdi». I forarbeidene til regnskapsloven er det imidlertid uttalt at «virkelig verdi er (...) et innarbeidet lovuttrykk.»⁶⁶ I den tidligere regnskapslov av 1997 og aksjeloven av 1976 ble virkelig verdi for omløpsmidler

⁶⁴ NOU 1996:3, Ny aksjelovgivning s. 126

⁶⁵ NOU 1996: 3 2. 126

⁶⁶ NOU 1995:30 Ny regnskapslov s. 130

definert som «salgsverdien etter fradrag fra salgskostnadene».⁶⁷ Det kan derfor synes som at lovgiver har ment at «virkelig verdi» skal forstås som antatt omsetningsverdi. Forståelsen har støtte i juridisk teori der det er uttalt at virkelig verdi i forbindelse med regnskapsloven og norske regnskapsstandarder «som oftest er synonymt med markedsverdier», og «baseres på en observerbar markedsverdi eller estimert markedsverdi hvor subjektive forhold ikke skal tillegges vekt».⁶⁸

Lovgivers henvisning til at aksjenes virkelige verdi skal forstås som i regnskapsmessig sammenheng trekker i retning av at lovgiver har ment at «aksjenes virkelige verdi» skal forstås som antatte salgsverdien. Aksjelovens henvisning til regnskapsloven gir imidlertid ikke veiledning for hvordan virkelig verdi skal fastsettes når det er fravær av forutgående salg, slik tilfellet vil være når utløsning aktualiseres.

Regnskapslovens forarbeider inneholder videre en uttalelse om at virkelig verdi skal forstås som det universelle verdibegrepet og uttaler videre: «*verdi uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente.*»⁶⁹

For fastsettelsen av verdien av finansielle eiendeler uttaler forarbeidene at:

«For finansielle eiendeler som omsettes i et perfekt eller et effisient marked, er markedsverdien i dag beste anslag på nåverdien av antatt fremtidig salgspris, uansett tidshorison. Slike markeder har bare én pris, og ingen aktør antar at ens egne beslutninger eller adferd vil påvirke prisen.»

Forarbeidene trekker i retning av at lovgiver har ment at utløsningssummen etter asl. §§ 4-25, jf. 4-17 femte ledd skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi. Men uttalelsen gir ikke veiledning for om omsetningsverdien skal ta hensyn til eventuelle rabatter ettersom forarbeidsuttalelsen forutsetter at det foreligger et effisient marked. Dette krever at aksjene omsettes i et regulert marked der det er løpende interaksjon mellom aktuelle kjøpere og selgere, der alle gjør sine egne nåverdiberegninger av selskapets fremtidige

⁶⁷ NOU 1995:30 s. 195. Nedrelid (2013) s. 208-209

⁶⁸Se Nedrelid (2013) s. 209 med henvisning til Huneide m.fl. (2011) s. 136

⁶⁹ NOU 1995:30 s. 195

inntjeningsmuligheter basert på korrekt offentlig og ikke-offentlig kursrelevant informasjon.⁷⁰ På denne måten vil aksjens omsetningsverdi reflektere markedets gjennomsnittlige beregninger av nåverdien av selskapets underliggende verdier som uttrykk for aksjens virkelige verdi.⁷¹

Selv om uttalelsene i forarbeidene gir uttrykk for at lovgiver har tilsiktet at «virkelig verdi» skal beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi, kan det stilles spørsmål om hvor overførbart dette er til utløsningssituasjonen i asl. § 4-25 første ledd nr. 1 ettersom forarbeidsuttalelsene ikke behandler spørsmålet om rabatter.

Utløsning av en aksjeeier er kun aktuelt i selskaper med en mindre aksjeeierspredning som eksempelvis familieselskaper. Det medfører at aksjene som oftest vil være beheftet med vedtekter som gjør aksjene mindre likvide og aksjene omsettes ikke på en større markedsplass. Selskapene er heller ikke underlagt tilsvarende informasjonsplikt som noterte selskaper. Erververen må derfor pådra seg kostnader for å få innhentet informasjon, noe som øker transaksjonskostnadene. Omsetningen av aksjen vil dermed være begrenset til dyre, private transaksjoner som ikke vil være egnet til å gi uttrykk for en markedspris.⁷² Det kan derfor hevdes at omsetningssituasjonen for unoterte aksjer er langt fra forarbeidenes beskrivelse av et effisient marked ettersom et effisient marked forutsetter at alle investorer har fullstendig og korrekt informasjon, og at det samtidig er lave transaksjonskostnader ved kjøp og salg av aksjen.⁷³ Regnskapslovens forarbeider gir derfor ikke uttrykk for noen god metode for å beregne nåverdien i et ikke-effisient marked. Hvordan nåverdien i slike tilfeller skal fastsettes inneholder ikke regnskapslovens forarbeider noen uttalelser om.

Lovgiver har imidlertid gitt en veiledning for hvordan aksjenes virkelige verdi skal fastsettes i et ikke-effisient marked i forarbeidene til asl. § 4-17 femte ledd der det uttales at:

«Aksjenes virkelige verdi må beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi. I selskaper hvor det er liten omsetning av selskapets aksjer, kan det imidlertid være vanskelig å

⁷⁰ Nedrelid (2013) s. 219

⁷¹ Nedrelid (2013) s. 220

⁷² LE-2019-55741

⁷³ Nedrelid, s. 219

konstatere noen omsetningsverdi. I mangel av slike holdepunkter vil den prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet kunne gi veiledning.»⁷⁴

Uttalelsen samsvarer med utgangspunktet som er fastsatt i regnskapsloven om at utgangspunktet for verdsettelsen er markedsverdien. Uttalelsen gir imidlertid ytterligere veiledning for hvordan «aksjenes virkelige verdi» skal fastsettes når omsetningen er lav, eller ikke eksisterer. Ved liten omsetning, eller ingen, omsetning må «aksjens virkelige verdi» fastsettes med utgangspunkt i prisen partene har avtalt og verdien av selskapet.

Forarbeidsuttalelsen forstås dit at lovgiver gir uttrykk for at den antatte omsetningsverdien skal ta hensyn til eventuelle verdireducerende faktorer.

Forarbeidsuttalelsen er gitt i relasjon til asl. § 4-17 femte ledd som konkret omhandler situasjonen der erververen krever innløsning som følge av manglende samtykke til ervervet fra selskapet. Innløsningssituasjonen tilsier at før innløsningskravet fremsettes har det skjedd et frivillig salg til en avtalt pris. I tillegg har aksjeeieren flere alternativer til innløsningen der alle vil gi en markedsbasert pris.⁷⁵ Det vil følgelig foreligge en pris aksjeeieren har samtykket å selge aksjene for.

Til sammenligning er situasjonen i asl. § 4-25 nr. 1 at aksjeeieren blir tvangsløst. Situasjonen er derfor at det ikke foreligger et forutgående salg til en pris aksjeeieren har samtykket til. Tvert imot er situasjonen i asl. § 4-25 første ledd, nr. 1 at aksjeeieren ikke ønsker å selge. Det vil dermed ikke foreligge noen pris som er «avtalt mellom partene» å ta utgangspunkt i. Henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd i asl. § 4-25 tredje ledd medfører at omsetningsverdien vil være utgangspunktet der denne kan påvises. Ved innløsning etter asl. § 4-25 vil omsetningsverdien sjelden kunne påvises. Forarbeidene gir da uttrykk for at antatt omsetningsverdi må beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier og deretter justere løsningssummen skjønnsmessig for verdireducerende faktorer som likviditets- og minoritetsrabatter.⁷⁶ En slik fremgangsmåte ble ansett som retts teknisk uheldig i Rt. 2003

⁷⁴ NOU 1996:3 s. 122

⁷⁵ Se Flesberg avsnitt 40

⁷⁶ Se RG-2008-752 (Brødrene Øyo) der det ble uttalt «Dette innebærer at det i prinsippet skal gjøres fradrag i den aksje verdi som fremkommer ovenfor. Fradraget skal reflektere at de aktuelle aksjer utgjør en minoritetspost i selskapet, og at aksjen må anses illikvid», Andenæs mfl. s. 194

s. 713 (Norway Seafood) fordi løsningen medfører bruk av et «dobbel skjønn» - først må underliggende verdi fastsettes ved skjønn, for deretter å skjønne over de påståtte rabattene.⁷⁷

4.2.4 Forarbeidenes vekt

Spørsmålet videre er hvilken vekt forarbeidene til asl. § 4-17 femte ledd skal tillegges i relasjon til utløsningssituasjonen i asl. § 4-25 nr. 1.

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) ble aksjelovens forarbeidsuttalelser til asl. § 4-17 femte ledd ikke tillagt særlig vekt ved tolkningen av «aksjens virkelige verdi» ved uttreden etter asl. § 4-24 tredje ledd, jf. asl. § 4-17 femte ledd. Det skyldtes at førstvoterende fant at forarbeidene inneholdt uttalelser om formålet med uttreden etter asl. § 4-24 som var vanskelig å forene med å fastsette løsningssummen ved uttreden etter antatt omsetningsverdi.⁷⁸ Videre vektla førstvoterende at forarbeidenes uttalelser om formålet med uttreden måtte veie tyngre enn de delene av forarbeidene som omhandlet fastsettelsen av «aksjens virkelige verdi», jf. asl. 4-17 femte ledd, og støttet argumentet med at hensynet til å forhindre myndighetsmisbruk og minoritetshensynet støttet løsningen om at «aksjens virkelige verdi» ved uttreden etter asl. § 4-24 nr. 1 skulle fastsettes etter selskapets underliggende verdi.⁷⁹

Uttalelsene i HR-2016-1439-A (Bergshaven) må forstås som at hvilken vekt forarbeidenes skal tillegges avhenger av om formålet og de bakenforliggende hensynene som begrunner regelen gir støtte for å legge antatt omsetningsverdi til grunn. Om formålet og hensynene gir anvisning på en annen løsning kan forarbeidene fravikes.

Spørsmålet videre er derfor, om formålet med utløsning av en aksjeeier etter asl. § 4-25 nr. 1 tilsier at løsningssummen skal forstås som selskapets underliggende verdi.

I kapittel 3 ble det vist at formålet med utløsningsadgangen i asl. § 4-25 nr. 1 er å hindre at selskapets drift påføres skade fordi en aksjeeier ikke overholder sine selskapsforpliktelser.

⁷⁷ Se Rt-2003-1347 avsnitt 67.

⁷⁸ Se HR-2016-1439-A avsnitt 152

⁷⁹ Se HR-2016-1439-A avsnitt 158-159

Spørsmålet er om formålet om å hindre at selskapets drift påføres skade fordi en aksjeeier ikke overholder sine selskapsforpliktelser gir anvisning på at løsningssummen skal fastsettes etter selskapets underliggende verdi, jf. asl. §§ 4-25, jf. § 4-17 femte ledd.

Rettsvirkningen av at en aksjeeier utløses er at aksjene slettes eller overtas av selskapet, jf. asl. §§ 4-25 tredje ledd, jf. 4-24 fjerde ledd. En utløsning av en aksjeeier reduserer derfor selskapskapitalen.⁸⁰

Videre ble det vist i kapittel 3.2 at et vedtak om utløsning av en aksjeeier må ha grunnlag i et forslag fra styret. Før forslaget fremmes må styret avveie behovet for utløsningen mot den økonomiske belastningen utløsningen påfører selskapet.⁸¹ I dette ligger en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig fri egenkapital til å overta aksjene, eller om selskapet vil ha en forsvarlig egenkapital, jf. asl. 3-4, etter en kapitalnedsettelse.⁸² Styrets vurdering av selskapets økonomiske stilling kan følgelig medføre at selskapet vil være ute av stand til å utløse en aksjeeier som misligholder selskapsforpliktelsen, fordi selskapet ikke evner å opprettholde en forsvarlig egenkapital etter en eventuell utløsning. Dette vil særlig være tilfellet der aksjeeierens mislighold allerede i forkant har svekket selskapskapitalen. En slik løsning vil være svært uheldig for selskapet og samsvarer dårlig med formålet. For å øke sannsynligheten for at selskapet skal være økonomisk kapabel til å utløse aksjeeieren tilsier formålet at man skal legge til grunn den løsningssummen som reduserer selskapskapitalen minst, herunder antatt omsetningsverdien. Om omsetningsverdien legges til grunn som utløsningssum vil det samtidig gjøre det lettere for styret å få flertall på generalforsamlingen, noe som medfører at utløsningen kan effektueres.

På den annen side er det alminnelige utgangspunktet i avtaleretten at mislighold av forpliktelser møtes med misligholdsbeføyelser.⁸³ Det tilsvarende utgangspunktet gjør seg gjeldene om en aksjeeier misligholder selskapsforpliktelsen.⁸⁴ Ettersom aksjeeieren kan holdes erstatningsansvarlig for mislighold av selskapsforpliktelsen vil det svekke argumentet om at aksjeeierens mislighold kan resultere i at selskapet ikke er økonomisk rustet til å bære utløsningskostnadene. Siden selskapet kan kreve det økonomiske tapet dekket gjennom

⁸⁰ NOU 1996:3 s. 76. Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 110 jf. 108.

⁸¹ NOU 1996:3 s. 76

⁸² NOU 1996:3 s. 76. ot.prp.nr,23 (1996-1997) s. 110 jf. 108

⁸³ Se Eks Kjøpsloven §§ 27, 40 og 57

⁸⁴ Se aksjeloven Kap. 17

erstatningsreglene tilsier det at formålet vil ivaretas selv om løsningssummen fastsettes etter selskapets underliggende.

I forarbeidene er det derimot vektlagt at et erstatningssøksmål medfører langvarige prosesser og vil. være avhengig av aksjeeierens betalingsdyktighet.⁸⁵ At lovgiver vektlegger betingelsene for en erstatningsutbetaling tilsier at lovgiver ønsker å sikre at selskapet vil ha tilstrekkelig kapital til å utløse en misligholdende aksjeeier, uavhengig en eventuell erstatningsutbetaling. Utløsningssummen må dermed holdes adskilt fra en erstatningsutbetaling. Det medfører at det er grunnlag for å vektlegge omsetningsverdien siden denne vil gjøre selskapet best økonomisk rustet til å bære utløsningskostnadene uavhengig en erstatningsutbetaling.

Om løsningssummen fastsettes til antatt omsetningsverdi kan videre ha en motiverende effekt for oppfyllelsen av selskapsforpliktelsen. Erstatningssummen omfatter kun den verdireduksjonen misligholdet har påført selskapet, ikke utløsningssummen.

Utløsningssummen vil dermed utgjøre et tillegg til erstatningssummen som vil påføre den misligholdende aksjeeieren et større tap ved mislighold av selskapsforpliktelsen. Dette vil utgjøre en motiverende faktor til å oppfylle selskapsforpliktelsen.

Analysen over har vist at forarbeidene gir uttrykk for at «aksjens virkelige verdi», jf. §§ 4-25 jf. 4-17 skal forstås som antatt omsetningsverdi. Formålet med asl. §. 4-25 første ledd nr. 1 yter ikke motstand mot forarbeidenes verdifastsettelse. Det er dermed rettskildemessig grunnlag for å legge vekt på forarbeidsuttalelsene ved utløsningssituasjonen i asl. § 4-25 første ledd nr. 1.

Forarbeidene trekker følgelig i retning av at løsningssummen ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 skal beregnes med utgangspunkt i aksjens antatte omsetningsverdi.

⁸⁵ NOU 1996:3 s. 75

4.2.5 Rettspraksis

4.2.5.1 Høyesterettspraksis

Høyesterett har ikke tatt direkte stilling til hvilket verdsettelsesprinsipp som skal benyttes for å fastsette «aksjens virkelige verdi» ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1.

Høyesterett har imidlertid fastsatt innholdet i «aksjens virkelige verdi» i Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven). I det følgende vil det redegjøres for dommene og de hensynene som begrunnet resultatet. Dette vil senere fungere som en ramme for hvilke hensyn som kan vektlegges videre i drøftelsen.

4.2.5.2 Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods)

I Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood) konkluderte Høyesterett at løsningssummen ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjeeiere etter asal. § 4-15 skulle beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi.⁸⁶

For å begrunne konklusjonen ble det vektlagt at forarbeidene konsentrerte seg om prosessmåten, uten å fastsette den materielle normen for fastsettelse av løsningssummen.⁸⁷ Høyesteretts konklusjon baserte seg derfor i stor grad på skjønnspraksis der det hadde blitt avhjemlet en rekke skjønn basert på at løsningssummen fastsettes til et beløp som tilsvarer aksjens andel av de underliggende verdiene i selskapet.⁸⁸ Konklusjonen ble videre supplert av argumenter som begrunnet valg av verdsettelsesprinsipp.

For det første la førstvoterende vekt på at retts tekniske hensyn talte mot at aksjen anslåtte børsverdi skulle være avgjørende. Førstvoterende trakk et skille mellom fastsettelsen av aksjens virkelige verdi ved tvangsinnløsning, i praksis omtalt som «Squeeze out», og oppkjøp av selskapet, i praksis omtalt som «take-over». Ved «take-over» situasjoner vil børskursen ofte være representativ for aksjens virkelige verdi. Ved en «squeeze-out» påpekte førstvoterende at det kan oppstå et misforhold mellom børskurs og underliggende verdier

⁸⁶ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 74

⁸⁷ Rt. 2003 s. 713 Avsnitt 52-56

⁸⁸ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 58, merk Høyesterett viste til en betenkning upublisert betenkning fra Aarbakke. Siden betenkningen er upublisert, slik at dypere undersøkelser er umulig, legges det til grunn at betenkningen samsvarer med skjønnspraksis.

ettersom morselskapets bestemmende innflytelse senker omsetningen av aksjen. Uten en korrekt børskurs å ta utgangspunkt i måtte verdsettelsen ta utgangspunkt i en skjønnsmessig vurdering av selskapets underliggende verdier for deretter å gjøre et skjønnsmessig fratrekk av rabatten for å beregne aksjens antatte omsetningsverdi. Et slikt dobbeltskjønn ville være retts teknisk uheldig.⁸⁹

For det andre la førstvoterende vekt på misbrukshensynet. Førstvoterende påpekte at dersom utløsningssummen ble basert på antatt børsverdi kunne morselskapet bli fristet til å innløse minoritetsaksjeeierne på det tidspunktet rabatten var størst og på den måten spekulere i det innløsningstidspunktet som ga størst mulig gevinst på minoritetsaksjeeierens bekostning.⁹⁰

For det tredje la førstvoterende vekt på lojalitetshensynet. Dersom minoriteten kunne tvangsinnløses til en rabattert omsetningsverdi ville det åpne for illojalitet ved at morselskapet kunne tilbakeholde informasjon for å presse aksjeprisen ned før utløsningen.⁹¹

For det fjerde la førstvoterende vekt på at morselskapet ved fusjon ville få tilgang på datterselskapets eiendeler, jf. asal. § 13-24 første ledd. Morselskapet ville dermed oppnå fordeler på minoritetens bekostning om løsningssummen skulle tilsvare antatt børskurs. Førstvoterende påpekte at det ville innebære at aksjer av samme aksjeklasse fikk forskjellig verdi, noe som samsvarte dårlig med likhetsgrunnsetningen i asal. § 4-25 og det økte minoritetsvernet i aksjelovgivningen.

4.2.5.3 *Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg)*

I Rt. 2007. s. 1392 (Flesberg) konkluderte Høyesterett at «aksjens verdi» etter § 4-17 femte ledd skulle baseres på en antatt omsetningsverdi, der det var grunnlag for å fastslå denne.⁹² I begrunnelsen for konklusjonen konstaterte førstvoterende at ordlyden «aksjens virkelige verdi» var uklar. Videre foretok førstvoterende en systematisk gjennomgang av lovens forarbeider og konstaterte at forarbeidene ga uttrykk for at lovgiver hadde ment at aksjenes verdi skulle baseres på antatt omsetningsverdi.⁹³ Førstvoterende uttalte videre at ulikhetene

⁸⁹ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 67

⁹⁰ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 69

⁹¹ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 71

⁹² Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 41

⁹³ Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 34

mellom innløsningssituasjonen i asl. § 4-17 og tvangsinnløsning av minoritetsaksjeeiere etter asl. § 4-25 begrunnet å tillegge Norway Seafoods-dommen begrenset betydning i relasjon til fastsettelsen etter asl. § 4-17. Det ble likevel påpekt at Norway Seafoods-dommen var endel av rettskildebildet.⁹⁴

Det avgjørende for førstevoterendes standpunkt var imidlertid hensynet til sammenhengen i bestemmelsene i asl. § 4-17, samt formålet med bestemmelsen.⁹⁵ Formålet med asl. § 4-17 er å sikre at aksjeeieren ikke blir fastlåst til selskapet. Videre ville de øvrige alternativene til innløsning resultere i at aksjeeieren fikk utbetalt omsetningsverdi. Aksjeeieren hadde dermed ingen berettiget forventning om å få utbetalt en andel av selskapets underliggende verdier.⁹⁶ I tillegg ble misbrukshensynet tillagt vekt. Om samtykkenekt ga rett på selskapets underliggende verdier kunne aksjeeieren alliere seg med en kjøper som ikke ville fått samtykke til ervervet og på den måten få en høyere pris enn han ville fått ved et normalt salg.⁹⁷

4.2.5.4 *HR-2016-1439-A (Bergshaven)*

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) konkluderte Høyesterett at innløsningssummen ved uttreden etter asl. § 4-24 første ledd nr. 1 skulle fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier.⁹⁸

Av domspremissene fremgår det at førstvoterende fastsatte innledningsvis at løsningssummen skulle fastsettes til «aksjens virkelige verdi», jf. § 4-17 femte ledd. Videre ble det påpekt at ordlyden ikke ga noe svar, men at både Rt. 2007. s. 1392 (Flesberg) og forarbeidene pekte i retning av at omsetningsverdien skulle legges til grunn.⁹⁹ Førstvoterende styrket sitt synspunkt ved å vise til at asl. § 4-24 tredje ledd viste til § 4-17 femte ledd, noe som tilsa at ordlyden skulle forstås likt i begge sammenhenger. Førstvoterende uttalte videre at retts tekniske hensyn kunne tale for harmoniserte lovregler om verdsetting av aksjer i ulike sammenhenger.¹⁰⁰

⁹⁴ Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 39

⁹⁵ Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 40-41

⁹⁶ Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 43

⁹⁷ Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 44.

⁹⁸ HR-2016-1439-A avsnitt 165

⁹⁹ HR-2016-1439-A avsnitt 138-147

¹⁰⁰ HR-2016-1439-A avsnitt 148

Deretter gikk førstvoterende over til å argumentere mot sine egne uttalelser om ordlyd, forarbeidene og retts tekniske hensyn. I den anledning viste førstvoterende til at hensynene som begrunnet resultatet i Rt. 2007. s. 1392 (Flesberg) ikke gjorde seg gjeldende ved uttreden etter asl. § 4-24 og at det svekket vekten det ellers kunne være til å legge på dommen ved fastsettelse av løsningssum ved uttreden.¹⁰¹ Førstvoterende la deretter vekt på at aksjelovutvalgets uttalelser om formålet var vanskelig å forene med at løsningssummen etter § 4-24 tredje ledd skulle beregnes i samsvar med Rt. 2007. s. 1392 (Flesberg).

Forarbeidsuttalelsene pekte etter førstvoterende syn entydig i retning av at aksjeeier ved uttreden etter § 4-24 hadde rett til en andel av selskapets underliggende verdi. Førstvoterende fant deretter støtte fra uttalelser i eldre aksjelover for å tillegge aksjelovutvalgets uttalelse stor vekt.¹⁰² Deretter uttalte førstvoterende at tolkningen av asl. § 4-24 tredje ledd måtte tolkes i lys av ønsket om et styrket minoritetsvern. Gjennom å basere innløsningssummen på selskapets underliggende verdier ville minoritetsvernet styrkes fordi det vil bidra til å forhindre myndighetsmisbruk.¹⁰³

4.2.5.5 Tolkningsbidragene

Redegjørelsen av dommene ovenfor viser at forarbeidenes vekt varierer ut fra de hensynene som gjør seg gjeldende i den aktuelle innløsningssituasjonen. Hvordan løsningssummen skal fastsettes, herunder hvordan «aksjens virkelige verdi» skal forstås i den enkelte situasjonen, beror følgelig på en konkret vurdering av de hensynene som gjør seg gjeldende. Høyesteretts argumentasjon i dommene viser videre at det er særlig misbrukshensynet, lojalitetshensynet og hensynet til minoritetsvernet som er styrende for hvordan «aksjens virkelige verdi» skal forstås i den aktuelle situasjonen.

4.2.5.6 Lagmannsrettspraksis

I LB-2008-80764-2 var situasjonen at aksjeeieren på en urettmessig måte hadde tilegnet seg kr. 80 000 fra selskapet og forsøkt å dekke over underslaget ved å endre merverdiavgiftsoppgaver i sin rolle som daglig leder og økonomiansvarlig. Lagmannsrettens flertall fant at dette samlet utgjorde et plikts- og tillitsbrudd som gjorde videre deltakelse i

¹⁰¹ HR-2016-1439-A avsnitt 149-151

¹⁰² HR-2016-1439-A avsnitt 152-157 og 163

¹⁰³ HR-2016-1439-A avsnitt 158-159

selskapet tilnærmet umulig. Hans egne handlinger var derfor en direkte årsak til at han ikke kunne oppfylle den arbeidsplikten som var forutsatt for deltakelse i samarbeidet, noe som medførte at han derfor hadde krenket selskapsforholdet vesentlig.¹⁰⁴

For å fastsette utløsningssummen la lagmannsretten vekt på forarbeidene og henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd og konkluderte med at løsningssummen skulle beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi. Det må imidlertid bemerkes at i den konkrete verdifastsettelsen uttalte lagmannsrettens flertall under tvil at det var tunge reelle hensyn som talte for at det ved fastsettelsen av utløsningsbeløpet ikke skulle gjøres fratrekk for at det var en minoritetspost som ble utløst. Det foreligger derfor en sterk motstrid mellom verdsettelsesprinsippet flertallet ga uttrykk for skulle benyttes, og det prinsippet de faktisk benyttet, ettersom lagmannsretten egentlig fastsatte løsningssummen til selskapets underliggende verdi.

Etttersom det foreligger sterk motstrid mellom lagmannsrettens uttalelser og hvordan løsningssummen faktisk ble fastsatt kan det ikke utledes noe klart holdepunkt for hvordan løsningssummen ved utløsning grunnet aksjeeierens mislighold skal fastsettes, jf. asl. § 4-25 nr. 1.

RG-2007-752 (Brødrene Øyo) inneholder uttalelser tilknyttet fastsettelsen av løsningssummen etter asl. § 4-25 nr. 1.¹⁰⁵ I dommen ble forholdet mellom asl. § 4-25 nr. 1 og nr. 2 vurdert og i den anledning uttalte lagmannsretten at de ikke kunne se noe argument av betydning for at vedkommende aksjeeier – forårsaket av eget mislighold – skal gis rett til en verdi tilsvarende aksjens andel av selskapets underliggende verdier ved utløsning etter første alternativ. Uttalelsen utgjør et klart bidrag i retning av at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi, men uttalelsen er gitt i et obiter dictum i en lagmannsrettssak. Den har dermed svært begrenset rettskildemessig vekt.

¹⁰⁴ LB-2008-80764-2. avsnitt 15 i lagmannsrettens begrunnelse.

¹⁰⁵ Dommen er nærmere omtalt i kapittel 4.3.3.2

4.2.6 Reelle hensyn

Analysen hittil trekker i retning av at løsningssummen ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi. Det vil videre vurderes om hensynene som gjør seg gjeldende i utløsningssituasjonen yter motstand mot å beregne «aksjens virkelige verdi» etter antatt omsetningsverdi, jf. asl. § 4-25 første ledd nr. 1.¹⁰⁶

Ved utløsning av en aksjeeier vil det som utgangspunkt ikke foreligge noe tidligere omsetning av aksjen. I Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood) ble det vektlagt at løsningen om å beregne en antatt omsetningsverdi når det ikke forelå noen omsetning å ta utgangspunkt i ville være en retts teknisk uheldig løsning siden retten da ville være henvist til å skjønne over selskapets underliggende verdier og deretter skjønne over rabatten.¹⁰⁷ Retts tekniske hensyn yter derfor motstand mot å beregne «aksjens virkelige verdi» med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi.

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) ble det lagt vekt på at minoritetsvernet ble styrket om innløsningssummen ble basert selskapets underliggende verdier, og at det ville bidra til å forhindre myndighetsmisbruk etter asl. § 4-24.¹⁰⁸

Aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 oppstiller en høy terskel før selskapet kan få rettens medhold i utløsningskravet. Den høye terskelen sammenholdt med at det i situasjonen er minoriteten som misligholder tilsier at minoritetsvernet er tilstrekkelig ivaretatt gjennom den høye terskelen. Denne forståelsen støttes av formålet med bestemmelsen som er å hindre minoritetsmisbruk.

Hensynet til misbruk av innløsningsretten ble vektlagt i Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshaven). Misbrukshensynet gjør seg gjeldende for både minoriteten og majoriteten i selskapet og går ut på å forhindre at en aksjeeier tilegner seg en større verdi av selskapskapitalen på bekostning av de øvrige aksjeeierne.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Se 4.2.5.3 Om dommer med henvisning til Flesberg

¹⁰⁷ Rt. 2003 s. 713 avsnitt 67

¹⁰⁸ HR-2016-1439-A avsnitt 158-159

¹⁰⁹ Se Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 44

Aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 forutsetter at aksjeeieren misligholder selskapsforpliktelsen før selskapet kan fremsette et utløsningskrav. Når terskelen for rettens medhold i utløsningskravet i tillegg er høy tilsier det at selskapet har få muligheter til å misbruke utløsningsadgangen i asl. § 4-25 første ledd nr. 1. Forståelsen har støtte i forarbeidene der det er lagt til grunn at minoritetsvernet er tilstrekkelig ivaretatt gjennom den høye terskelen.¹¹⁰ For å hindre misbruk må det videre antas at selskapet må fremsette utløsningskravet «innen rimelig tid» etter at misligholdet har skjedd.¹¹¹ Selskapet kan derfor ikke «spare på» en aksjeeiers mislighold i lang tid og benytte det som utløsningsgrunn på et langt senere tidspunkt der aksjekursen er lav. Det trekkes i retningen av at misbrukshensynet ikke yter motstand mot å beregne «aksjens virkelige verdi» etter antatt omsetningsverdi.

Misbrukshensynet yter imidlertid stor motstand mot å fastsette innløsningssummen ved mislighold etter selskapets underliggende verdier. Det skyldes at det vil åpne for illojal opptreden der aksjeeieren kan spekulere i et mislighold av selskapsforpliktelsen for å bli utløst, og på den måten oppnå en høyere pris enn han ville gjort ved et alminnelig salg. For å forhindre en slik situasjon er det uttalt i teorien at aksjeeieren i slike situasjoner bør straffes for misligholdet ved å avspises med aksjens antatte omsetningsverdi.¹¹² Synspunktet har støtte i det materielle terskelkravet. Den høye terskelen som må overstiges før aksjeeieren kan utløses er satt av hensyn til minoritetsvernet, men terskelen vil ikke beskytte selskapet fra mislighold av selskapsforpliktelsen. Tvert imot vil terskelen medføre at misligholdet har påført selskapet betydelig skade før selskapet kan reagere. Det vil dermed fremstå lite rimelig om aksjeeieren skal utløses til noe annet enn antatt omsetningsverdi.

Synspunktet har videre støtte i hensynet til selskapskapitalen. Som nevnt vil en utløsning av aksjeeieren redusere selskapskapital.¹¹³ Om løsningssummen fastsettes til selskapets underliggende verdi vil selskapskapitalen reduseres mest. Dette vil for det første gå ut over de øvrige aksjeeierne, men det kan også virke kredittdepndende for selskaper med få aksjeeiere om aksjeeierne kan misligholde seg til en større del av selskapskapitalen.

¹¹⁰ NOU 1996:3 s. 76

¹¹¹ Synspunktet har støtte i NOU 1996:3 s. 76

¹¹² I teorien omtalt som «Pønalt hensynet», se Andenæs mfl. s. 252 og Woxholth, Geir *Selskapsrett* s. 320

¹¹³ Se kapittel 4.2.2,

Analysen har vist at minoritetsvernet er tilstrekkelig ivaretatt gjennom den høye terskelen. Selskapet har derfor ingen mulighet til å misbruke utløsningsadgangen etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 for å uberettiget tilegne seg en andel av selskapskapitalen på bekostning av den utløste. Tvert imot viser analysen at det høye terskelkravet åpner for at aksjeeieren kan misbruke seg til en større andel av selskapskapitalen om løsningssummen beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. For å forhindre illojal opptreden er det derfor sterke grunner til å legge vekt på forarbeidene om at utløsningssummen skal fastsettes likt som i asl. § 4-17 femte ledd, herunder til antatt omsetningsverdi. Misbrukshensynet og hensynet til vern av selskapskapitalen må derfor gis avgjørende vekt, selv om Rt. 2007 s. 713 (Norway Seafood) uttalte at en beregning med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi kan fremstå retts teknisk uheldig. Det tilsier at hensynene som begrunner utløsningsadgangen etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 ikke yter motstand mot å beregne løsningssummen i antatt omsetningsverdi.

Samlet har analysen vist at forarbeidene, formålet og hensynet til vern av selskapskapitalen trekker i retning av at «aksjens virkelige verdi» skal fastsettes etter antatt omsetningsverdi. Det er følgelig tilstrekkelig holdepunkter til å vektlegge forarbeidsuttalelsene om og konkludere med at utløsningssummen ved utløsning av en aksjeeier etter asl. § 4-25 nr. 1 skal beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi.

4.3 Aksjens virkelige verdi ved utløsning etter asl. § 4-25 nr. 2

4.3.1 Innledning

Analysen i kapittel 4.2 viser at «aksjens virkelige verdi» etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1, jf. asl. § 4-17 femte ledd skal fastsettes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi. I kap 3 ble det vist at utløsningssituasjonen i asl. § 4-25 første ledd nr. 2 skiller seg fra utløsningssituasjonen i asl. § 4-25 første ledd nr. 1 ettersom et motsetningsforhold ikke oppstiller et krav om klander. De materielle vilkårene gir derfor uttrykk for et annet spesifikt formål. På denne bakgrunn er spørsmålet som behandles videre om det er rettskildemessig grunnlag for å fastsette «aksjens virkelige verdi» etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier.

Utgangspunktet for analysen er at ordlyden er uklar og forarbeidene gir uttrykk for at løsningssummen skal beregnes etter antatt omsetningsverdi.¹¹⁴

4.3.2 Forarbeidenes vekt

I HR-2016-1439-A (Bergshaven) valgte Høyesterett ved fastsettelsen av «aksjens virkelige verdi» ved uttreden etter asl. §. 4-24 første ledd nr. 1 å se delvis bort fra uttalelsene i forarbeidene til asl. § 4-17 som ga uttrykk for at antatt omsetningsverdi skulle legges til grunn.¹¹⁵ Det skyldtes at førstvoterende fant at forarbeidene inneholdt uttalelser om formålet med uttreden etter asl. § 4-25 som var vanskelig å forene med å fastsette løsningssummen ved uttreden etter antatt omsetningsverdi, jf. asl. § 4-24, jf. § 4-17 femte ledd. Aksjeloven §§ 4-24 og 4-25 deler forarbeider, noe som åpner for å vurdere om tilsvarende løsning gjør seg gjeldende i relasjon til utløsning etter § 4-25 første ledd nr. 2.

I forarbeidene uttaler aksjelovutvalget at «Utvalgets forslag om en egen lov for lukkede aksjeselskaper har gjort det mulig å vurdere behovet for aksjerettslige regler om uttreden og utløsning spesielt for disse selskapene. Her 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.»¹¹⁶ (Min understreking)

Uttalelsen omhandler både uttreden og utløsning og gir uttrykk for at lovgiver har ment at den som utløses grunnet et motsetningsforhold har rett på aksjenes underliggende verdi ved utløsning. Uttalelsen ble ikke vurdert i analysen av asl. § 4-25 første ledd nr. 1 ettersom uttalelsen ikke passer for tilfellet der minoritetsaksjeeieren misligholder selskapsforpliktelsen. Situasjonen er imidlertid en annen ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 som skal forhindre fastlåste konflikter. Det skyldes at dyptgripende uenighet er en utløsnings- og uttreden grunn etter asl. §§ 4-24 og 4-25 nr. 2 uavhengig hvem som er skyld i konflikten. Denne forståelsen styrkes i forarbeidene som forutsetter at asl. § 4-24 nr. 3 tilsvarer asl. § 4-25 nr. 2.¹¹⁷ I likhet med HR-2016-1439-A er aksjelovutvalgets uttalelser om formålet ved

¹¹⁴ Se kap. 2.1, kap 4.2.2 og kap. 4.2.3

¹¹⁵ Se HR-2016-1439-A avsnitt 144-148

¹¹⁶ NOU 1996:3 s. 75

¹¹⁷ NOU 1996:3 s. 126

utløsning etter asl. § 4-25 nr. 2 vanskelig å forene med å fastsette utløsningssummen til antatt omsetningsverdi.

Analysen hittil har vist at det er rettskildemessig grunnlag for å legge mindre vekt på de delene av forarbeidene som ikke omtaler formålet. Det må følgelig vurderes om løsningen har støtte i øvrige rettskilder.

4.3.3 Rettspraksis

4.3.3.1 HR-2016-1439 (Bergshaven)

I Bergshaven-dommen avsa Høyesterett i avdeling enstemmig at innløsningssummen ved uttreden etter asl § 4-24 første ledd nr. 1 skulle beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier.¹¹⁸

I dommen anførte selskapet at en «regel om at aksjeeieren har krav på andel i underliggende verdi ved uttreden kan være uheldig for andre aksjeeiere som ikke har gjort seg skyldig i eller medvirket til myndighetsmisbruk, og som ikke ønsker uttreden, og at løsningen ikke passer ved uttreden etter § 4-24 første ledd nr. 3.»¹¹⁹ Førstvoterende avviste anførselen med støtte i forarbeidene, og viste til at hensynet til de øvrige aksjeeierne var søkt ivaretatt ved bestemmelsen i asl. § 4-24 andre ledd.¹²⁰ Deretter antok førstvoterende at «bestemmelsen antas [også] å gi tilstrekkelig vern ved uttreden som grunnes på asl. § 4-24 første ledd nr. 3.»

Uttalelsen i dommen gir uttrykk for at Høyesterett mener at innløsningssummen etter asl. § 4-24 første ledd nr. 3 skal fastsettes til selskapets underliggende verdier.

Selv om uttalelsen har begrenset vekt ettersom den er gitt *obiter dictum*, tilsier formålet med asl. § 4-24 at det er grunnlag for å tillegge uttalelsen større vekt. Aksjeloven § 4-24 er en sikkerhetsventil for minoritetsaksjeeieren mot å bli fastlåst til selskapet om aksjeeieren blir misbrukt av selskapet eller andre aksjeeiere, og om det foreligger et alvorlig og varig motsetningsforhold. Et fellestrekk ved vilkårene er at samtlige vilkår ivaretar et minoritetsvern. Det vil derfor fremstå som retts teknisk uheldig om løsningssummen fastsettes forskjellig etter de forskjellige alternativene.

¹¹⁸ HR-2016-1439-A avsnitt 165, dommen er omtalt i kapittel 4.2.5.4

¹¹⁹ HR-2016-1439-A avsnitt 160

¹²⁰ HR-2016-1439-A avsnitt160-162

I forarbeidene til asl § 4-25 nr. 2 er det fastsatt at bestemmelsen tilsvarer asl. § 4-24 første ledd nr. 3.¹²¹ Begge bestemmelsene gir derfor aksjeeieren og selskapet hver sin rett til å kreve innløsning dersom det foreligger et «alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften.» At bestemmelsene har identiske materielle vilkår underbygger forarbeidsuttalelsene om at bestemmelsene skal forstås likt. Det tilsier at innløsning etter asl. §§ 4-24 første ledd nr. 3 og § 4-25 første ledd nr. 2 begrunnes i det samme motsetningsforholdet. Det vil derfor fremstå retts teknisk uheldig og prosessskapende om løsningssummen beregnes på forskjellig måte etter de to bestemmelsene. En slik løsning vil skape en konkurranse mellom minoritetseieren og selskapet om å fremsette innløsningskravet først for å sikre seg størst verdi. Bergshaven-dommen trekker følgelig i retning av at utløsningssummen etter § 4-25 nr. 2 skal fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Vekten av argumentet forutsetter imidlertid at Høyesterett vil fastsette innløsningssummen etter § 4-24 første ledd nr. 3 til selskapets underliggende verdier. Det må derfor undersøkes om løsningen har støtte i øvrige kilder.

4.3.3.2 *RG-2008-752 (Brødrene Øyo)*

I RG-2008-752 (Brødrene Øyo)¹²² var partene enige om at det forelå grunnlag for utløsning etter § 4-25 nr. 2. Lagmannsretten tok derfor kun stilling til hvordan utløsningssummen skulle fastsettes og konkluderte med at «aksjens virkelige verdi» skulle forstås som antatt omsetningsverdi, jf. asl. §§ 4-25 tredje ledd, jf. 4-24 tredje ledd, jf. 4-17 femte ledd.

Til støtte for konklusjonen la lagmannsretten vekt på at henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd og retts tekniske hensyn tilsa at begrepet «aksjens virkelige verdi» i asl. § 4-17 femte ledd hadde samme betydning i alle situasjoner bestemmelsen kommer til anvendelse. Det ble videre uttalt at det ikke var andre holdepunkter i forarbeidene som tilsa en annen løsning.

Videre vurderte lagmannsretten hensynene som gjorde seg gjeldende i utløsningssituasjonen opp mot hensynene som gjorde seg gjeldene i Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood) og Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg). Det ble påpekt at utløsningssituasjonen skilte seg fra situasjonen i asl. § 4-17 femte ledd ettersom det ikke forelå noen avtalt pris på aksjene. Videre trakk

¹²¹ NOU. 1996:3 s. 75

¹²² HR-2008-993-U anke ble nektet fremmet

lagmannsretten parallellt mellom utløsningssituasjonen og tvangsutløsning etter asal. § 4-26, og påpekte at begge kunne gjennomføres uavhengig minoritetens ønske så lenge vilkårene var oppfylt. Ulikhetene var imidlertid de materielle vilkårene der lagmannsretten påpekte at etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 må minoritetsaksjeeieren bebreides og la til grunn at det tilsvarende måtte gjelde ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 fordi forhold på minoritetens side måtte være medvirkende årsak til de omstendigheter som ga grunnlag for utløsning. Lagmannsretten kunne derfor ikke se noe argument av betydning for at aksjeeieren skulle gis rett på en verdi tilsvarende aksjens andel av selskapets underliggende verdier.

For å understreke vernet av selskapskapitalen i en utløsningssituasjon viste lagmannsretten til asl. § 4-24 og bemerket at lovgiver i bestemmelsens annet ledd hadde tillagt selskapsinteressen så stor vekt at innløsning kunne nektes dersom dette ville medføre vesentlig skade på selskapets virksomhet, eller for øvrig virke urimelig ovenfor selskapet. Selskapsinteressen ga derfor et sterkt vern mot å anvende verdsettelsesprinsipper som ville påføre selskapskapitalen en større belastning. Argumentet ble underbygget med at utløsningssituasjonen skilte seg fra tvangsinnløsningssituasjonen ettersom utløsning etter asl. § 4-25 reduserer selskapets egenkapital, mens ved tvangsutløsning dekkes løsningssummen av majoritetsaksjeeieren. Lagmannsretten mente derfor at lovgiver bevisst hadde valgt et annet verdsettelseskriterie ved tvangsutløsning etter asal. / asl. § 4-25/ 4-26 enn for de øvrige utløsningstilfellene selv om lagmannsretten påpekte at Høyesterett benyttet «aksjens virkelige verdi» i Rt. 2003. s. 713 (Norway Seafoods).

Som utgangspunkt vil lagmannsrettens uttalelser tale sterkt imot å beregne utløsningssummen ved utløsning etter asl. § 4-25 nr. 2 etter selskapets underliggende verdier. Vekten man kan tillegge dommen må imidlertid anses begrenset ettersom det er en dom fra underinstansene, samt at den er avgitt før HR-2016-1439-A (Bergshaven). Dommen illustrerer imidlertid at hensynet til selskapskapitalen må vektlegges i avveiningen av de reelle hensynene.

4.3.3.3 LE-2019-55741

I LE-2019-55742 tok lagmannsretten stilling til om løsningssummen ved utløsning etter asl. § 4-25 nr. 2 skulle fastsettes på grunnlag av aksjenes antatte omsetningsverdi, eller på en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

Lagmannsretten viste til at ordlyden ikke ga noe klart svar og at forarbeidene trakk i retning av at verdsettelsen skulle baseres på antatt omsetningsverdi. Lagmannsretten problematiserte imidlertid ikke forarbeidenes vekt, men viste til HR-2016-1439-A (Bergshaven) og uttalte at de på grunnlag av praksis la til grunn at spørsmålet om hvilket verdsettelsesprinsipp som skulle anvendes, måtte vurderes konkret ut fra den enkelte innløsningssituasjonen og de konkrete hensyn som gjør seg gjeldende.

Lagmannsretten viste deretter til rettssetningene i Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) avsnitt 41, Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood) avsnitt 44 og HR-2016-1439-A (Bergshaven) avsnitt 163, og konkluderte med at utløsningssummen måtte baseres på selskapets underliggende verdier uten fradrag for minoritet og at aksjene er lite likvide.

Til støtte for konklusjonen la lagmannsretten stor vekt på Høyesterett sin uttalelse i HR-2016-1439-A (Bergshaven) avsnitt 160 om at lovgiver hadde tatt hensyn til andre aksjeeiere som ikke hadde gjort seg skyldig i eller medvirket til myndighetsmisbruk, herunder situasjoner omhandlet i aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3 og viste til forarbeidene.¹²³

Lagmannsretten la videre vekt på at utløsningen gjaldt en minoritetsaksjeeier i et familieselskap. Det var derfor svært vanskelig eller umulig å finne kjøpere til aksjen, utover eksisterende aksjeeiere. Det kunne derfor ikke påvises noen omsetningsverdi. Videre la lagmannsretten vekt på aksjelovens fokus på å styrke minoritetsvernet og uttalte at minoritetshensynet talte klart for at løsningssummen ved tvangsutløsning av en minoritet skulle fastsettes til aksjenes andel av selskapets underliggende verdier.

Det er videre av interesse at lagmannsretten presiserte at det etter bevisførselen ikke var grunnlag for å konkludere med at minoritetsaksjeeieren er skyld i eller hadde skapt situasjonen som resulterte i selskapets krav om utløsning og at lagmannsretten videre viste til at den gjenværende aksjeeieren i realiteten ville bli eneeier av aksjene i selskapet etter utløsningen.

LE-2019-55742 støtter oppgavens tolkning av HR-2016-1439-A (Bergshaven)¹²⁴. At lagmannsretten understrekte at minoriteten ikke hadde utvist skyld gir videre uttrykk for at det

¹²³ Uttalelsen er behandlet i kapittel 4.2.4

¹²⁴ Se punkt

er rettskildemessige holdepunkter for å fastsette løsningssummen ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 til selskapets underliggende verdier.

4.3.3.4 LG-2020-14054

I LG-2020-14054 var partene enige om at minoriteten skulle utløses fra selskapet, men uenige om asl. § 4-25 første ledd nr. 1 eller nr. 2 skulle legges til grunn. Bakgrunnen for utløsningskravet var at begge aksjeeierne hadde utbetalt selskapets penger til seg selv. Lagmannsretten la derfor til grunn at begge partene var meget å laste slik at utløsningen skjedde i medhold av asl. § 4-25 første ledd nr. 2.

Lagmannsretten uttalte at «hvorvidt løsningssummen skal settes til aksjenes andel av selskapets underliggende verdi, eller aksjens omsetningsverdi tør være et ikke fullt ut avklart spørsmål.» Videre viste lagmannsretten til Høyesteretts konklusjon i Bergshaven dommens avsnitt 165 og viste til uttreden etter asl. § 4-24 tar utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Deretter ble det vektlagt at asl. § 4-25 henviser til § 4-24 slik at samme utgangspunkt ville gjelde ved utløsning av en aksjeeier.

Domspremissene i LE-2020-14054 styrker utgangspunktet i HR-2016-1439-A (Bergshaven). En stor svakhet med dommen er at lagmannsretten ikke foretar noen vurdering av de hensynene som gjør seg gjeldende. Følgelig kan det ikke legges stor vekt på dommen.

4.3.3.5 Oppsummering av rettspraksis

Analysen av rettspraksis i relasjon til utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 har vist motstridende holdepunkter for å fastsette løsningssummen til selskapets underliggende verdier. På den ene siden ga RG-2008-752 (Brødrene Øyo) klare uttalelser mot at løsningssummen fastsettes etter selskapets underliggende verdier. På den andre siden åpner *obiter*-uttalelsen i Bergshaven for å fastsette løsningssummen til selskapets underliggende verdier. Uttalelsen i HR-2016-1439-A (Bergshaven) ble videre støttet i LE-2019-55743 og LG-2020-14054. Det trekkes i retning av at man kan ilegge uttalelsen ytterligere vekt.

Analysen av rettspraksis gir derfor holdepunkter for at løsningssummen ved utløsning etter

asl. § 4-25 første ledd nr. 2 skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier.

Det må videre vurderes om løsningen har støtte i hensynene som gjør seg gjeldende, jf. HR-2016-1439-A (Bergshaven).

4.3.4 Reelle hensyn

I kapittel 3.3.2 ble det vist at asl. § 4-25 nr. 1 forutsetter at den som ønskes utløst kan klandres for mislighold av selskapsforpliktelse før utløsning kan skje. Utløsningstidspunktet styres derfor av aksjeeieren som utløses, noe som hindret selskapet fra å kunne misbruke utløsningsretten.

Utløsningssituasjonen er som vist i kapittel. 3.3.3 og 3.3.4 er annerledes. Utløsning etter asl. § 4-25 nr. 2 oppstiller krav om at det foreligger et «alvorlig og varig motsetningsforhold» eller «andre tungtveiende grunner» som tilsier utløsning. Et motsetningsforhold vil oppstå over tid og forarbeidene gir videre uttrykk for at det må være urealistisk at aksjeeierne vil fortsette i selskapsforholdet. Det er dermed subjektive forhold som er avgjørende for når utløsningssøksmålet kan fremsettes.¹²⁵ Vilkåret er derfor ikke tidsbestemt. Det medfører at selskapet står friere i valg av utløsningstidspunkt, enn de gjør etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1. Selskapet vil derfor ha mulighet til å fremsette utløsningssøksmålet på et tidspunkt der aksjen er lav. Misbrukshensynet yter motstand mot en slik løsning, noe som tilsier at utløsningssummen etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 skal beregnes etter selskapets underliggende verdier.

Videre vil muligheten selskapet har til å misbruke utløsningsadgangen tilsi at minoritetshensynet gjør seg gjeldende i større grad for asl. § 4-25 nr. 2 enn tilfellet er etter asl. § 4-25 nr. 2.

På den annen side ble det i RG-2008-752 vektlagt at aksjeeieren etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 kunne ha medvirket til motsetningsforholdet. I et motsetningsforhold vil det være

¹²⁵ NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning s. 76

uenighet og det vil derfor som regel kunne påvises at begge parter har «skyld» i situasjonen. Men det må imidlertid skilles mellom skyld i relasjon til asl. § 4-25 første ledd nr. 2 og den klander som må påvises i relasjon til asl. § 4-25 første ledd nr. 2. Det skyldes at den skylden som kan påvises etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 kan bestå av helt legitime innsigelser og uenigheter. Deltakelse i et aksjeselskap medfører ikke at man må være enig i alle vedtak majoriteten fatter på generalforsamlingen. Aksjeeieren står fritt til å benytte stemmeretten på generalforsamlingen til å stemme etter egne interesser. Det vil derfor undergrave minortetshensynet om slike legitime handlinger resulterer i tilsvarende utløsningssum som en som misligholder selskapsforpliktelsen. Dette trekker videre i retning av at det er rettskildemessige holdepunkter for å benytte forskjellige verdsettelsesprinsipp ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2.

Videre tilsier retts tekniske hensyn i utgangspunktet at det samme verdsettelsesprinsippet skal benyttes for begge alternativer i asl. § 4-25. Synspunktet har støtte i at bestemmelsen henviser til asl. § 4-17 femte ledd.

På den annen side tilsier også retts tekniske hensyn at «aksjens virkelige verdi» skal forstås likt i alle tilfeller som henviser til asl. § 4-17 femte ledd. Likevel la Høyesterett mindre vekt på retts tekniske hensyn i HR-2016-1439 (Bergshaven) og det ble påpekt at asl. § 4-24 måtte tolkes i lys av minortetshensynet.¹²⁶ Det gir uttrykk for at retts tekniske hensyn skal ilegges mindre vekt hvis den retts tekniske løsningen ikke ivaretar hensynene bak bestemmelsen og gir et dårlig resultat.

I HR-2016-1439 (Bergshaven) ga imidlertid førstvoterende uttrykk for at det samme verdsettelsesprinsippet skulle benyttes for samtlige alternativer.¹²⁷ Det trekker følgelig i retning av at Høyesterett ikke ønsker å benytte forskjellig verdsettelsesprinsipp i en og samme bestemmelse.

På den annen side retter alle alternativene for innløsning i asl. § 4-24 første ledd seg mot å ivareta minoriteten. Det er derfor ikke unaturlig at Høyesterett ga uttrykk for at løsningssummen skulle fastsettes etter underliggende verdier også for de øvrige alternativene HR-2016-1439-A (Bergshaven).

¹²⁶ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avsnitt 148 og 158

¹²⁷ HR-2016-1439-A (Bergshaven) avsnitt 160-162

Det tilsvarende kan ikke sies å være tilfelle i asl. § 4-25 første ledd. Aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 er rettet mot beskyttelse av selskapskapitalen, mens asl. § 4-25 første ledd nr. 2 er ment å forhindre fastlåste konflikter. Etter HR-2016-1439 (Bergshaven) må asl. § 4-25 første ledd nr. 2, i likhet med asl. § 4-24 første ledd nr. 3, tolkes i lys av minoritetshensynet. De samme hensynene gjør seg derfor ikke gjeldende for begge alternativene i asl. § 4-25. I lys av HR-2016-1439 (Bergshaven) trekker det i retning av at det er rettskildemessig grunnlag for å fastsette løsningssummen etter forskjellige verdsettelsesprinsipper etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2.

5 Avslutning

Analysen i denne oppgaven har vist at det er tilstrekkelig rettskildemessig grunnlag for å tillegge «aksjens virkelige verdi» ved utløsning av en aksjeeier forskjellig innhold avhengig av om utløsningen gjennomføres etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2. For utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 1 bør «virkelig verdi» fastsettes etter antatt omsetningsverdi. Ved utløsning etter asl. § 4-25 første ledd nr. 2 bør «virkelig verdi» fastsettes etter en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

Høyesterett har gjennom Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafood), Rt. 2007 s. 1393 (Flesberg) og HR-2016-1439-A utviklet innholdet i «aksjens virkelige verdi» til en fleksibel størrelse som må tilpasses konkret til den enkelte innløsningssituasjon. For å beskytte selskapskapitalen i tilstrekkelig grad fra den klandereren som ligger i mislighold av selskapsforpliktelsen, og samtidig ivareta minoritetshensynet i et motsetningsforhold, er den eneste måten å fastsette løsningssummen etter forskjellig verdsettelsesprinsipp. Dette vil også tydeliggjøre den særegenheten asl. § 4-25 har i forhold til de øvrige innløsningstilfellene der hensynene innad i bestemmelsen ivaretar det samme hensynet med forskjellig styrke. Om man kun skal benytte ett verdsettelsesprinsipp vil et av hensynene asl. § 4-25 er ment å verne svekkes, uavhengig av hvilket verdsettelsesprinsipp som anvendes. Om antatt omsetningsverdi benyttes for begge alternativer vil minoritetshensynet svekkes, og om selskapets underliggende verdier benyttes vil vern av selskapskapitalen reduseres.

Litteraturliste

Norske Lover

LOV-1988-05-13-27 Lov. Om kjøp. (Kjøpsloven)

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

LOV-1997-06-13-45 Lov om allmennaksjeselskaper (Allmennaksjeloven)

Forarbeider

NOU 1995:30 Ny regnskapslov

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

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning

Høyesterettsavgjørelser

Rt-2003-713 (Norway Seafood)

Rt-2007-1392 (Flesberg)

HR-2008-993-U

HR-2016-1439-A (Bergshaven)

Lagmannsrettsavgjørelser

RG-2004-790

LB-2006-53528

LB-2008-80764-2

RG-2008-752 (Brødrene Øyo)

LG-2014-173686

LB-2015-137573

LE-2019-55741

LG-2020-14054

Juridisk litteratur

Eckhoff, Torstein ved Jan E. Helgesen, Rettskildelære, 5. utgave, Universitetsforlaget, Oslo 2001.

Andenæs, Mads Henry, Andenæs, Ole, Berge, Stig, Christoffersen, Margrethe Buskerud. *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, Oslo 2013. 3. utgave.

Aarbakke, Magnus, Aarbakke, Asle, Knudsen, Gudmund, Ofstad, Tone, Skåre, Jan, *Aksjeloven og allmennaksjeloven*, Oslo 2017

Woxholth, Geir. Selskapsrett, Oslo 2018, 6. utgave

Bråthen, Tore, Selskapsrett, Oslo 2019, 6. utgave

Juridiske artikler

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

Truyen, Filip, *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*. Jussens Venner 2004 s 305-328 – (JV-2004-305)

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

Larsen, Ulf, *Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer*, TFF-2007-271

Clausen, Einar. *Virkelig verdi*. Praktisk økonomi og finans, 01/22 s. 38-48,

Truyen, Filip, *Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?*, Nordisk tidsskrift for selskabsret 2008 nr. 1 s. 62-70 – (NTFSR-2008-62)

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

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

Nedrelid, Audun, *Aksjerettslige verdsettelsesprinsipper - en oversikt, Tidsskrift for forretningsjus 2015/3, Årgang 21, side 179-213*

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

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

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