



# **Verdsettelse av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett**

*av Fredrik Karlsen*

*Liten masteroppgave i rettsvitenskap*

*ved Universitetet i Tromsø*

*Det juridiske fakultet*

*Våren 2009*

# Innholdsfortegnelse

<b>1. INNLEDNING</b>	<b>5</b>
<b>1.1 OPPGAVENS TEMA</b>	<b>5</b>
<b>1.2 GENERELT OM FORKJØPSRETT</b>	<b>6</b>
1.2.1 HISTORIKK	6
1.2.2 BEGREPSAVKLARING	7
1.2.3 FORKJØPSRETTENS GRUNNLAG OG BEGRUNNELSE.	8
1.2.4 KORT OM FORKJØPSRETTENS INNHOLD	10
<b>1.3 AVGRENSNINGER OG DEN VIDERE FREMSTILLINGEN</b>	<b>11</b>
<b>2. GENERELT</b>	<b>12</b>
<b>2.1 RETTSKILDESITUASJONEN</b>	<b>12</b>
2.1.1 LOVGIVNING	12
2.1.2 FORARBEIDER	12
2.1.3 RETTSPRAKSIS OG SKJØNNSPRAKSIS	13
2.1.4 JURIDISK TEORI	15
2.1.5 REELLE HENSYN	15
2.1.6 KRYSSBRUK AV RETTSKILDER	16
<b>2.2 ULIKE METODER FOR VERDSETTELSE AV AKSJER</b>	<b>17</b>
2.2.1 INNLEDNING	17
2.2.2 MARKEDSBASERT VERDSETTELSE - OMSETNINGSVERDI	17
2.2.3 SELSKAPETS UNDERLIGGENDE VERDI.	18
2.2.3.1 INNLEDNING	18
2.2.3.2 AVKASTNINGSBASERT VERDSETTELSE	18
2.2.3.3 BALANSEBASERT VERDSETTELSE	18
<b>3. VIRKELIGE VERDI – AKSJENES OMSETNINGSVERDI ELLER SELSKAPETS UNDERLIGGENDE VERDI</b>	<b>19</b>
<b>3.1 INNLEDNING</b>	<b>19</b>
<b>3.2 ORDLYDEN</b>	<b>20</b>
<b>3.3 FORARBEIDENE</b>	<b>21</b>
<b>3.4 RETTSPRAKSIS</b>	<b>24</b>
3.4.1 INNLEDNING	24
3.4.2 NORWAY SEAFOODS –DOMMEN	25

3.4.2.1 RETTSKILDEMESSIG VERDI I FORKJØPSRETTSTILFELLENE	26
3.4.3 FLESBERG-DOMMEN	32
3.4.3.1 RETTSKILDEMESSIG VERDI I FORKJØPSRETTSTILFELLENE	33
3.4.4 SKJØNNSPRAKSIS	37
3.4.5 OPPSUMMERING	39
<b>3.5 REELLE HENSYN</b>	<b>39</b>
3.5.1 FORMÅLET.	39
3.5.2 HENSYNET TIL FORKJØPSRETTENS EFFEKTIVITET	40
3.5.3 HENSYNET TIL HARMONI OG SAMMENHENG I LOVEN.	40
3.5.4 RETTSTEKNISKE HENSYN	41
3.5.5 SELGERS OG KJØPERS BERETTIGEDE FORVENTNING	41
3.5.6 ILLOJAL TILPASNING	43
3.5.7 FORUTBEREGNELIGHET	44
<b>3.6 JURIDISK TEORI</b>	<b>44</b>
<b>3.7 OPPSUMMERING - KONKLUSJON</b>	<b>45</b>
<b><u>4. NÆRMERE OM AKSJENES ANTATTE OMSETNINGSVERDI</u></b>	<b><u>47</u></b>
<b>4.1 INNLEDNING</b>	<b>47</b>
<b>4.2 OMSETNINGSVERDIEN</b>	<b>47</b>
4.2.1 GENERELT	47
4.2.2 TIDLIGERE OMSETNING	48
4.2.3 BETYDNINGEN AV AT DET FORELIGGER EN AVTALT PRIS	53
4.2.4 OPPSUMMERING	57
<b>4.3 SELSKAPSVERDIEN</b>	<b>57</b>
4.3.1 INNLEDNING	57
4.3.2 AVKASTNINGSBASERTE VERDSETTELSE	58
4.3.3 BALANSEBASERTE VERDSETTELSE	60
4.3.3.1 SUBSTANSVERDI	60
4.3.3.2 LIKVIDASJONSVERDI	62
4.3.4 OPPSUMMERING	63
<b>4.4 OPPSUMMERING</b>	<b>63</b>
<b><u>5. BETYDNINGEN AV EVENTUELLE RABATTER OG PREMIER</u></b>	<b><u>64</u></b>
<b>5.1 INNLEDNING</b>	<b>64</b>
<b>5.2 RABATT ELLER PREMIE SOM EN FØLGE AV STRUKTURELLE FORHOLD</b>	<b>64</b>
<b>5.3 STRATEGISKE HENSYN OG SYNERGIEFFEKTER</b>	<b>67</b>

<b>6. KILDER</b>	<b>69</b>
<b>6.1 LOVER</b>	<b>69</b>
<b>6.2 LITTERATURLISTE</b>	<b>69</b>
<b>6.3 FORARBEIDER</b>	<b>70</b>
<b>6.4 RETTSPRAKSIS</b>	<b>71</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Oppgavens tema

Oppgavens tema er verdsettelse av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett. Temaet reiser flere ulike problemstillinger. Hovedvekten i denne oppgaven vil imidlertid ligge på hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for verdsettelsen.

Forkjøpsrett etter aksjeloven (asl.) § 4-19 (1), er en løsningsrett til aksjer ved eierskifte.<sup>1</sup> Denne innløsningsretten er en av flere innløsningssituasjoner som er hjemlet i aksjeloven. Ut over en rett til innløsning ved utøvelse av forkjøpsrett, kan aksjer kreves innløst etter samtykkenektelse til aksjeerverv, jf asl. § 4-17 (1) nr. 3. Videre følger det av asl. § 4-18 (3) siste pkt. at aksjonær som ikke tilfredsstillende vedtektsfestede krav til å eie aksjer i selskapet, kan kreve aksjene innløst. Aksjeloven hjemler også en innløsningsrett ved uttreden etter mislighold, jf asl. § 4-24 og ved utelukkelse etter mislighold, jf asl. § 4-25. Etter asl. § 4-26 kan aksjonær som eier 90% av aksjene og stemmene i selskapet tvangsinnløse de resterende aksjonærene. Til sist følger det av asl. § 16-19 (2) 2. pkt. at en aksjonær kan innløses som alternativ til å oppløse selskapet.

En sentral problemstilling ved innløsning av aksjer, er hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for fastsettelsen av innløsningssummen. Det følger av asl. § 4-23 (2) første punktum at løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett, skal skje etter reglene for innløsning ved samtykkenekt, jf. asl. § 4-17 (5). Løsningssummen skal settes til "aksjenes virkelige verdi" på det tidspunkt kravet er fremsatt. For å komme frem til hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn, må derfor innholdet i "aksjenes virkelige verdi" klarlegges.

---

<sup>1</sup> Løsningsrett er et samlebegrep på ulike rettigheter til å overta et formuesgode i fremtiden, enten ved eierskifte eller andre situasjoner. Se punkt 1.2.2.

## 1.2 Generelt om forkjøpsrett

### 1.2.1 Historikk

Den første regulering av aksjeselskaper i norsk rett var aksjeloven av 19. juli 1910. Etter dette kom det ny aksjelovgivning i 1957 og 1976. Den nåværende lovgivningen kom i 1997 og er den fjerde i rekken. I de tre foregående aksjelovene var forkjøpsrett noe som måtte vedtektsfestes ettersom utgangspunktet i disse lovene var fri omsettelighet av aksjer. Ved utarbeidelsen av nåværende aksjelov førte temaet til atskillig uenighet. Uenigheten gikk imidlertid på hvorvidt forkjøpsrett skulle være lovens deklarasjoniske hovedregel, eller om det tidligere system med vedtektsfestet forkjøpsrett skulle videreføres. Det var imidlertid enighet om at det fortsatt måtte være adgang til å føre kontroll med aksjonærmassen i aksjeselskaper gjennom forkjøpsrett.

Det opprinnelige aksjelovutvalget ledet av professor Magnus Aarbakke konkluderte med at den gamle ordningen om at forkjøpsretten måtte vedtektsfestes skulle videreføres.<sup>2</sup> Det neste utvalget, Selvig-utvalget, kom derimot til at forkjøpsrett burde være lovens hovedregel. Grunnen til dette var den omfattende praksis med å vedtektsfeste forkjøpsrett. Selvig-utvalget mente at dette derfor var den faktiske hovedregelen og at lovens hovedregel burde gjenspeile denne foreliggende vedtektspraksis.<sup>3</sup>

Justisdepartementet delte det opprinnelige aksjelovutvalgets syn, med at hovedregelen om fri omsettelighet måtte videreføres.<sup>4</sup> Dette syn ble imidlertid ikke fulgt opp av justiskomiteen. Komiteen valgte å legge avgjørende vekt på at aksjeloven hovedsaklig er utformet for selskaper med få eiere som har behov for kontroll med eierskapet. Dette hensynet ville bli best ivare tatt gjennom at forkjøpsrett er lovens deklarasjoniske hovedregel. Videre fremheves det at det vanlige i slike selskaper vil være å begrense omsetteligheten av aksjene gjennom vedtektsbestemmelser og at lovens normalordning bør gjenspeile dette.<sup>5</sup> Etter

---

<sup>2</sup> NOU 1992:29 side 94.

<sup>3</sup> NOU 1996:3 side 71.

<sup>4</sup> Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 97.

<sup>5</sup> Innst.O.nr. 80 (1996-1997) punkt 8.5.

dette ble aksjeloven vedtatt med en deklarasjonsregel om forkjøpsrett, jf. asl. § 4-19.

På anmodning fra Justiskomiteen ble det gjennomført en etterkontroll av aksjeloven fem år etter dens ikrafttredelse. Som et resultat av denne ble det i høringsnotat av 28. juni 2004, foreslått en del endringer til loven slik den opprinnelig ble utformet. I Ot.prp.nr. 55 (2005-2006) ble det blant annet foreslått endringer i reglene om forkjøpsrett. Endringen gikk i grove trekk ut på at den deklarasjonsregelen i asl. § 4-19 (1) ble endret fra å gi aksjonærene en rett til å få tilbud om å overta aksjene *før* en overdragelse har skjedd (tilbudsrett), til å gi aksjonærene en rett til å overta aksjene *etter* overdragelsen har skjedd (forkjøpsrett).<sup>6</sup>

Forslaget ble fulgt opp i Innst.O.nr. 12 (2006-2007) og vedtatt i endringslov av 15. desember 2006. Ikrafttredelsen av endringsloven var 1. januar 2007. For at de selskaper som ville bli berørt av endringen skulle få tid og anledning til å tilpasse seg disse, ble ikrafttredelsen for endringene i reglene om forkjøpsrett utsatt til 1. januar 2009.

### **1.2.2 Begrepsavklaring**

Innledningsvis vil jeg avklare betydningen av noen sentrale begreper. Tidligere har det knyttet seg noe usikkerhet til innholdet og forholdet mellom begrepene forkjøpsrett og innløsningsrett. Torgeir Austenå kom i sin bok, *Løsningsrettigheter*, med et forslag til avklaring på problematikken. I følge hans fremstilling er løsningsrett et samlebegrep på ulike rettigheter til å overta et formuesgode i fremtiden, enten ved eierskifte eller andre situasjoner.

Forkjøpsrett er derimot en av tre undergrupper av løsningsretter. De andre undergruppene er tilbudsrett og kjøpsrett. Det som kjennetegner forkjøpsrett er at rettighetshaver etter overdragelse av formuesgodet har rett til å tre inn i erververs rettslige posisjon i forhold til formuesgodet.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Nærmere om innholdet i begrepene tilbudsrett og forkjøpsrett i punkt 1.2.2.

<sup>7</sup> Austenå, *Løsningsrettigheter*, Oslo 1976, side 32 flg.

En tilbudsrett kjennetegnes av at rettighetshaver har rett til å bli tilbudt å overta formuesgodet før dette overdras.<sup>8</sup>

Kjøpsretten kjennetegnes ved at den ikke trenger et eierskifte for å kunne utøves.<sup>9</sup> Rettighetshaver kan med andre ord utøve sin kjøpsrett uavhengig av om det har skjedd et eierskifte eller ikke.

Austenås begrepsbruk er i stor grad etterfulgt i senere juridisk teori.<sup>10</sup>

En annen forskjell mellom forkjøpsrett og tilbudsrett er at pliktsubjektet eller den løsningsrett gjøres gjeldende overfor, er ulik. Ved utøvelse av tilbudsrett er det overdrageren som er pliktsubjektet, mens det ved forkjøpsrett er erververen.

Fordelen med en forkjøpsrett kontra en tilbudsrett er at en forkjøpsrett gir de gjenværende aksjonærene bedre kontroll med aksjonærmassen i selskapet. Ved utøvelse av forkjøpsrett vil overdragelsen ha skjedd. Rettighetshaver vil dermed, ved avgjørelsen av om han vil benytte seg av forkjøpsretten, vite hvem som har ervervet aksjene i selskapet og til hvilken pris ervervet har skjedd. Ved en tilbudsrett derimot vil rettighetshaver måtte avgjøre om han vil benytte seg av sin rett uten noe kjennskap til hvem erverver er.

### **1.2.3 Forkjøpsrettens grunnlag og begrunnelse.**

En aksjonærs forkjøpsrett til selskapets aksjer har sitt rettslige grunnlag i asl. § 4-19 der det fremgår at:

*” Aksjeeierne har rett til å overta en aksje som har skiftet eier med mindre noe annet er fastsatt i vedtektene. Bestemmelsene i §§ 4-20 til 4-23 gjelder med mindre noe annet er fastsatt i vedtektene.”*

---

<sup>8</sup> Austenå (1976), side 32. Flg.

<sup>9</sup> Austenå (1976), side 21.

<sup>10</sup>Se bl.a Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 3. utg. Oslo 2008, side 93.



Av dette følger det at lovens deklarasjonens hovedregel er at aksjonær har forkjøpsrett til selskapets aksjer ved eierskifte.

Det første hensynet som begrunner forkjøpsretten er "kontrollhensynet".<sup>11</sup> Ved at aksjonærene er gitt forkjøpsrett til aksjene i selskapet vil disse ha full kontroll med hvem som kommer inn på eiersiden i selskapet. Dette kan være særlig viktig for familieselskaper og selskaper der det forutsettes at deltakerne i selskapet deltar aktivt i driften av selskapet. I disse selskapene er det ofte viktig at eierne i selskapet innehar spesielle egenskaper for å komme inn på eiersiden. Det kan også tenkes andre grunner til at aksjonærenes kontroll bør sikres. Enkelte selskaper driver for eksempel under forutsetning om lokalt eierskap. I tillegg sikrer forkjøpsretten også aksjonærene mot fiendtlige oppkjøp. Forkjøpsrett er imidlertid ikke eneste måte å ivareta hensynet til aksjonærenes kontroll. Det samme kan oppnås gjennom et krav om samtykke til omsetning av aksjer, jf. asl. § 4-15 (2), eller en kombinasjon av disse.

En annen side av kontrollhensynet er at dette også ivaretar aksjonærenes behov for kontroll med maktfordelingen i selskapet. I de tilfeller der aksjene overdras internt vil dette kunne føre til en forskyvning av maktforholdet i selskapet. Dette kan være lite ønskelig for de øvrige aksjonærene. De andre aksjonærene kan, ved å utøve sin forkjøpsrett i slike tilfeller, opprettholde sin forholdsmessige eierandel i selskapet.

Et annet og noe mindre fremtredende hensyn som ligger bak utformingen av reglene om forkjøpsrett, er hensynet til en aksjonærs ønske om å kunne realisere den formuesverdi aksjene representerer. Dette hensynet ivaretas ved at en aksjonær gjennom reglene om forkjøpsrett sikres et rimelig vederlag for sine aksjer. Uten bestemmelser som sikrer en aksjonær et rimelig vederlag for aksjene ved utøvelse av forkjøpsrett, ville det vært lite attraktivt å være aksjonær da en i realiteten ikke ville hatt noen mulighet til å komme ut av selskapet uten tap.

---

<sup>11</sup> NOU 1996:3, side 71-72 og Bråthen (2008), side 92.

#### 1.2.4 Kort om forkjøpsrettens innhold

Etter asl. § 4-19 (1) utløses forkjøpsretten når en aksje har skiftet eier. Det kan imidlertid vedtektsfestes at det skal gjelde en tilbudsrett i tillegg til eller i stedet for en forkjøpsrett, jf asl. § 4-19 (2).

Før endringen av aksjelovens regler om forkjøpsrett som trådte i kraft 1. januar 2009, var hovedregelen at en aksjeeier hadde "forkjøpsrett" til aksjer som *skulle* skifte eier. Med andre ord en tilbudsrett. Slik bestemmelsen da var utformet knyttet det seg usikkerhet til hvilket tidspunkt forkjøpsretten ble utløst. Usikkerhet knyttet seg til hvorvidt tilbudsretten gjaldt allerede fra aksjonæren ønsket å selge aksjene, eller om tilbudsretten først ble utløst når aksjen skulle selges i henhold til inngått avtale. En annen ulempe med regelen slik den da var utformet var at ordlyden kunne gi inntrykk av at regelen kunne omgås gjennom å unnlate å varsle selskapet om den forestående overdragelsen. Denne usikkerheten og omgåelsesmuligheten, var bakgrunnen for den endring i reglene som trådte i kraft i 2009.<sup>12</sup>

Etter asl. § 4-21 (1) utløses forkjøpsretten ved "enhver form for eierskifte". Dette innebærer at aksjeovergang ved arv, gave eller tvangsinnløsning også vil utløse forkjøpsretten. Det gjøres imidlertid unntak i asl. § 4-21 (2) for de tilfeller der det skjer en aksjeovergang til overdragets nærstående.<sup>13</sup>

Det følger av asl. § 4-19 (1) at det er "aksjeeierne" som har forkjøpsrett. Etter ordlyden har følgelig alle som eier aksjer i selskapet i utgangspunktet forkjøpsrett til aksje som skifter eier. En spesiell problemstilling i forhold til dette er om selskapet selv har forkjøpsrett i de tilfeller der selskapet er aksjeeier. Ordlyden taler klart for forkjøpsrett. Det er imidlertid en nokså entydig oppfatning i teorien, at selskapet ikke har forkjøpsrett. Bakgrunnen for dette standpunkt er at selskapets eventuelle aksjekjøp vil ligge utenfor formålet med

---

<sup>12</sup> Ot.prp.nr.55 (2005-2006) side 59.

<sup>13</sup> Hva som etter aksjeloven regnes som "nærstående" følger av asl. § 1-5.

aksjeeiernes utøvelse av forkjøpsrett.<sup>14</sup> Etter mitt syn er ikke begrunnelsen helt treffende. Formålet med forkjøpsretten er, som nevnt i punkt 1.2.3, primært å sikre aksjonærene kontroll med hvem som kommer inn på eiersiden i selskapet. Det kan tenkes tilfeller der rettighetshaverne ønsker å benytte seg av sin forkjøpsrett, men ikke har midler til dette. Hvis selskapet i slike tilfeller hadde hatt forkjøpsrett som en følge av å være aksjonær, ville man likevel kunne hindret at den uønskede erververen kom inn på eierside i selskapet. På denne måten ville aksjonærenes behov for kontroll med aksjonærmassen ivaretas. Noen ytterligere drøftelse av denne problemstillingen vil imidlertid falle utenfor fremstillingens tiltenkte tema og dessuten sprengte rammen for fremstillingen.

Det er imidlertid ikke noe i veien for at selskapet gis forkjøpsrett gjennom vedtektene jf asl. § 4-19 (2) 1. pkt. Slik vil man i alle tilfeller kunne oppnå den ytterlige kontrollen dette vil kunne medføre. En forutsetning for at selskapet kan utøve forkjøpsretten, er imidlertid at de begrensninger som følger av asl. §§ 9-2 og 3-1 blir fulgt.

Det er ingenting i veien for at også andre enn de som eier aksjer i selskapet gis forkjøpsrett gjennom vedtektene, jf. asl. § 4-19 (2) 1. pkt. Dette er spesielt vanlig i de tilfeller der man ønsker at virksomheten skal fortsette å være i familiens hender.

### **1.3 Avgrensninger og den videre fremstillingen**

Som nevnt er tema for oppgaven, verdsettelse av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett. Forkjøpsretten vil derfor ikke bli behandlet i sin helhet. De materielle vilkår og de prosessuelle regler for utøvelse av forkjøpsrett, vil ikke bli behandlet ut over det som er nødvendig for verdsettelsesspørsmålet. Videre vil ikke Allmennaksjelovens (asal.) regler om utøvelse av forkjøpsrett bli behandlet.

I den videre fremstillingen vil jeg i punkt 2 si litt om rettskildesituasjonen på området og gi en kort presentasjon av de ulike metoder for verdsettelse av

---

<sup>14</sup> Andenæs, *Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper*, 2. utg. Oslo 2006, side 6.

aksjer. Punkt 3 tar for seg selve verdsettelsesprinsippet før verdsettelsesmetoden blir behandlet i punkt 4. I oppgavens punkt 5 vil betydningen av eventuelle rabatter og premier bli behandlet.

## **2. Generelt**

### **2.1 Rettskildesituasjonen**

#### **2.1.1 Lovgivning**

Hjemlene for forkjøpsretten finner man som nevnt i asl. § 4-19 til § 4-23. Når det gjelder fastsettelsen av innløsningssummen følger det av asl. § 4-23 (2) at asl. § 4-17 (5) om innløsning ved samtykkenekt, vil få betydning. I aksjeloven finnes det også andre innløsningsregler. Disse vil kunne bidra til forståelsen av hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn ved utøvelse av forkjøpsrett.<sup>15</sup>

Da aksjeselskaper utgjør den klart største gruppen av selskaper i norsk næringsliv<sup>16</sup>, må det forutsettes at aksjelovgivningen daglig praktiseres av et stort antall av deltakere i næringslivets, deriblant ikke-jurister. En følge av dette er at behovet for forutberegnelighet på området er stort. Dette tilsier at ordlyden bør tillegges økt vekt.

#### **2.1.2 Forarbeider**

Forarbeidene til aksjelovgivningen kan sies å være noe spesiell. Det er for det første felles forarbeider for aksjeloven og allmennaksjeloven. For det andre foreligger det to sett forarbeider. Bakgrunnen for dette er at det første utkastet, som bestod av NOU 1992:29 og Ot.prp.nr 36 (1993-1994), ble sendt tilbake til regjeringen da stortinget ønsket en lov som var bedre tilpasset EUs selskapsdirektiver. Videre ønsket Stortinget at selskaper med stor aksjespredning som kan hente kapital fra allmennheten og selskaper med få eiere med nær tilknytning til selskapet, skulle reguleres i egne lover.<sup>17</sup> Det ble deretter utarbeidet to nye lovutkast som ble vedtatt. Forarbeidene til disse er

---

<sup>15</sup> Se punkt 2.1.6

<sup>16</sup> Bråthen (2008), side 18.

<sup>17</sup> Innst.O.nr. 80 1996-1997.s 5 punkt 3.2.

NOU 1996:3, Ot. prp. nr. 23 (1996-1997), Ot. prp. nr. 39 (1996-1997) og innst. O. nr. 80 (1996-1997).

Ved motstrid mellom disse to settene av forarbeider, følger det av alminnelige rettskildeprinsipper, at forarbeidene til den vedtatte lov må legges til grunn.<sup>18</sup> Dette betyr imidlertid ikke at det første sett forarbeider er uten betydning ved tolkningen av loven. Grunnen til dette er at det tidligste settet på mange punkter er mer utførlig enn det andre. I tillegg bygger den andre utgaven i stor grad på de tolkninger og konklusjoner som følger av det første sett forarbeider. Som en følge av dette vil også disse forarbeidene kunne ha stor betydning for tolkningen av lovens bestemmelser. I praksis vil den rettskildemessige betydningen til de ulike settene derfor ikke være så forskjellig.<sup>19</sup>

Som nevnt i punkt 1.2.1 ble det, som en følge av den etterkontroll av aksjelovene som ble foretatt fem år etter ikrafttredelsen, vedtatt en endringslov i 2004. Forarbeidene til denne vil naturlig nok få betydning for tolkning av de bestemmelser som ble endret ved loven.<sup>20</sup> Forarbeidene kan imidlertid også få betydning for tolkningen av andre bestemmelser i loven, men da som etterarbeider. Grunnen til dette er at forarbeidene også inneholder uttalelser om forståelsen av noen av lovens andre bestemmelser, deriblant verdsettelsesspørsmålet.

### **2.1.3 Rettspraksis og skjønnspraksis**

Det finnes foreløpig begrenset med rettspraksis omkring verdsettelsesspørsmålet ved utøvelse av forkjøpsrett etter den någjeldende aksjelov. Noen avgjørelse på spørsmålet fra Høyesterett, foreligger per dags dato ikke. Det finnes imidlertid noe praksis fra Høyesterett om verdsettelsesspørsmålet, avsagt etter aksjeloven av 1976. Betydningen for verdsettelsesspørsmålet etter någjeldende lov vil imidlertid være begrenset. Grunnen er at rettskildesituasjonen etter den nye loven er en annen enn hva som var tilfelle etter den tidligere loven. Mens en forkjøpsrett tidligere måtte

---

<sup>18</sup> Andenæs (2006), side 6.

<sup>19</sup> Andenæs (2006), side 6.

<sup>20</sup> Ot.prp.nr.55 (2005-2006) og Innst.O.nr.12 (2006-2007)

vedtektsfestes, er forkjøpsrett nå lovens hovedregel. Innløsningssummen skal nå fastsettes direkte på grunnlag av lovens regel riktig fortolket og ikke etter en tolkning av vedtektsbestemmelse.<sup>21</sup>

Sett i lys av fraværet av ny Høyesterettspraksis og rettskildesituasjonen ellers, vil rettspraksis etter tidligere aksjelov likevel kunne tenkes å ha en viss betydning for tolkningen av regelen. Det kan særlig tenkes i de situasjoner der vedtektene fastsatte en forkjøpsrett, men var tause angående innløsningssummen.

Etter asl. § 4-23 (2) jf. asl. § 4-17 (6) skal innløsningssummen fastsettes ved skjønn av domstolene, i de tilfeller der partene ikke kommer til enighet. En følge av dette er at det foreligger en del skjønnspraksis på verdsettelsesspørsmålet ved utøvelse av forkjøpsrett. Et spørsmål det derfor må tas stilling til, er om og i hvilken grad skjønnspraksis skal tillegges vekt.

Da skjønnspraksis som knytter seg til verdsettelsesspørsmålet er underrettspraksis, vil den rettskildemessige verdien i utgangspunktet være begrenset.<sup>22</sup> Det faktum at det meste av skjønnspraksisen også er upublisert trekker i retning av at betydningen av denne bør være begrenset. På den annen side vil skjønnsretten være sammensatt slik at personer med særlig kompetanse når det gjelder verdsettelsen er representert. Dette taler for at skjønnene bør tillegges vekt ved verdsettelsesspørsmålet.

Sett i lys av at det ikke foreligger Høyesterettspraksis på området og rettskildesituasjonen generelt, bør skjønnspraksis etter mitt syn kunne tillegges vekt ved verdsettelsen. En forutsetning må imidlertid være at denne er tilstrekkelig klar og at skjønnene som er avsagt trekker i samme retning.

---

<sup>21</sup> Andenæs (2006), side 226.

<sup>22</sup> Eckhoff og Helgesen, 5. utg. Oslo 2000, side 162.

#### **2.1.4 Juridisk teori**

Ettersom verdsettelsen av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett er forholdsvis sparsommelig behandlet i forarbeidene og rettspraksis, vil eventuelle behandlinger av temaet i juridisk teori måtte tillegges en viss vekt. Dette støttes blant annet opp av at Høyesterett, ved verdsettelsen i forhold til de andre innløsnings situasjoner i aksjeloven, ofte legger betydelig vekt på juridisk teori.<sup>23</sup>

Når det gjelder verdsettelsesspørsmålet ved utøvelse av forkjøpsrett er dette også i teorien gitt en noe begrenset behandling. Verdsettelsen ved samtykkenekt er imidlertid gitt en noe mer utfyllende behandling. Denne kan, som jeg kommer tilbake til nedenfor i punkt 2.1.6, gi veiledning også ved utøvelse av forkjøpsrett. De viktigste fremstillingene i forhold til verdsettelsesspørsmålet er Aarbakke m.fl., *Aksjeloven og allmennaksjeloven* og Mads H. Andenæs, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*.

#### **2.1.5 Reelle hensyn**

Også reelle hensyn vil kunne få betydning ved verdsettelsesspørsmålet. Det foreligger, som tidligere nevnt, et begrenset rettskildemateriale når det gjelder verdsettelsen av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett. Man må derfor til dels falle tilbake på reelle hensyn. Et annet moment er at loven enda er forholdsvis ny og inkonsistent slik at det i enkelte tilfeller er nødvendig å gjøre bruk av harmoni- og konsekvenshensyn for å oppnå et fornuftig resultat.

Som nevnt i punkt 2.1.1 utgjør aksjeselskapene den klart største gruppen selskaper i Norge. Hvilket verdsettelsesprinsipp som legges til grunn ved de ulike innløsnings situasjonene i aksjelovgivningen vil derfor være et sentralt og viktig spørsmål. Det vil derfor være viktig at det verdsettelsesprinsipp loven gir uttrykk for er økonomisk fornuftig. Økonomiske hensyn vil derfor ha betydelig vekt ved verdsettelsen.

---

<sup>23</sup> Se Rt. 2003 side 713 avsnitt 58 og Rt. 2007 side 1392 avsnitt 38.

### 2.1.6 Kryssbruk av rettskilder

"Virkelig verdi" er et begrep som benyttes i flere bestemmelser i aksjeloven og annen lovgivning. Til de enkelte lovverk og bestemmelser knytter det seg et sett av rettskildefaktorer. Det kan tenkes at de enkelte rettskildefaktorer som er knyttet til begrepet "virkelig verdi" i en regel, også vil kunne være av betydning for forståelsen av begrepet andre steder i lovverket. Det kan for eksempel tenkes at rettskildefaktorer knyttet til "virkelig verdi" ved uttreden etter mislighold, jf asl. § 4-24, også har betydning for tolkningen av "virkelig verdi" ved utøvelse av forkjøpsrett. Aage Thor Falkanger beskriver en slik rettskildebruk som "kryssbruk av rettskildefaktorer".<sup>24</sup> Denne bruken av rettskilder har likhetstrekk med analogisk tolkning, som innebærer å gi en ferdigtolket rettsregel anvendelse på et annet rettsområde. Ved kryssbruk av rettskildefaktorer kommer imidlertid rettskildefaktorene inn på et tidligere stadium av tolkningsprosessen; nemlig ved fastsettelsen av rettsregelen. Et argument for en slik rettskildebruk er at man i mangel av forarbeider og praksis, likevel vil kunne få anvisning på begrepets innhold. I samme retning trekker det at en slik rettskildebruk vil kunne gi økt konsekvens i rettssystemet. Like tilfeller blir behandlet likt. Som det vil fremgå i nedenfor, er det stor grad av likhet mellom innløsningssituasjonen ved utøvelse av forkjøpsrett og enkelte av de andre innløsningssituasjonene i aksjeloven.

Det knytter seg imidlertid visse betenkeligheter til en slik rettskildebruk. Ved kryssbruk av rettskilder vil fastleggelsen av bestemmelsens innhold vanskeligjøres. Rettsanvenderen vil få et langt større rettskildemateriale å forholde seg til. Et resultat av dette er at gjeldende rett vil bli mindre oversiktlig. Kryssbruk av rettskildefaktorer vil dermed kunne gi dårligere forutberegnelighet.

Hvorvidt slik kryssbruk kan foretas må vurderes i hvert enkelt tilfelle. Det avgjørende må være graden av likhet mellom situasjonene og hvordan rettskildesituasjonen er på området.

---

<sup>24</sup>Falkanger, Aage Thor, *God Tro: En studie av kravet til god tro for å erverve eller opprettholde privatrettslige rettigheter*, Oslo 1999 side 101 flg.



## **2.2 Ulike metoder for verdsettelse av aksjer**

### **2.2.1 Innledning**

Det finnes en rekke ulike metoder for å verdsette et selskaps aksjer. Disse metodene kan man grovt sett dele i to innfallsvinkler; verdsettelse etter omsetnings- eller markedsverdien og verdsettelse etter bedriftsøkonomiske analyser av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Den sistnevnte deles gjerne inn i henholdsvis avkastningsbaserte verdsettelsesmetoder og balansebaserte verdsettelsesmetoder.

Da de ulike metodene vil gå igjen gjennom hele fremstillingen, vil jeg i det følgende gi en kort redegjørelse for innholdet i disse.

### **2.2.2 Markedsbasert verdsettelse - omsetningsverdi**

En måte å tilnærme seg aksjenes verdi på er å ta utgangspunkt i deres omsetningsverdi eller markedsverdi. Omsetningsverdien eller markedsverdien er den verdi som kommer frem gjennom frivillig tilbud og etterspørsel, og gjennom hyppig omsetning.<sup>25</sup> Denne verdien vil gi uttrykk for markedets forventning til selskapets fremtidige avkastning basert på den informasjon som er tilgjengelig om selskapet. I den videre fremstillingen vil jeg benytte begrepet omsetningsverdi om denne verdien. Det er ikke noe krav om at det faktisk foreligger noe omsetning av aksjen på verdsettelsestidspunktet for at det skal foreligge en omsetningsverdi. For å komme frem til omsetningsverdien ser man på den omsetning som har vært i aksjen.

I enkelte tilfeller vil den tidligere omsetningen være fraværende, eller lite representativ for den pris markedet er villig til å gi for aksjen på verdsettelsestidspunktet. Hvis man ved verdsettelsen av aksjene da skal ta utgangspunkt i omsetningsverdien er man henvist til å fastsette en antatt eller konstruert omsetningsverdi. Ved fastsettelsen av aksjenes antatte

---

<sup>25</sup> Giertsen, Johan, *Generasjonsskifte*, Bergen 1995, side 411.

omsetningsverdi søker man å finne frem til den verdi en økonomisk rasjonell aktør, ville betalt for den aktuelle aksjeposten på verdsettelsestidspunktet.<sup>26</sup>

### **2.2.3 Selskapets underliggende verdi.**

#### ***2.2.3.1 Innledning***

En annen tilnærming til aksjenes verdi er å beregne selskapets underliggende verdi for så å fordele denne på antall aksjer.

#### ***2.2.3.2 Avkastningsbasert verdsettelse***

En metode for å beregne selskapets underliggende verdi, er de avkastningsbaserte verdsettelsesmetodene. Dette er metoder for å fastslå selskapets verdi ved å fastsette nåverdien av all fremtidig avkastning virksomheten vil gi.<sup>27</sup> Dette omtales gjerne som; nåverdien av selskapets forventede kontantstrømmer neddiskontert til verdsettelsestidspunktet med en relevant risikjustert rente.<sup>28</sup> For å komme frem til aksjenes verdi fordeles nåverdien på antall aksjer. Det finnes flere ulike typer avkastningsbaserte verdsettelsesmetoder. Den kanskje mest kjente metoden er den kontantstrømbaserte metoden. Ved denne metoden tas det utgangspunkt i selskapets ventende kontantstrømmer og et avkastningskrav. En slik verdsettelse vil derfor måtte foretas på grunnlag av budsjetter og antakelser om fremtidige forhold.

En annen og noe enklere metode er den resultatbaserte metoden. Her tas det utgangspunkt i et normalresultat basert på de tidligere års resultater i selskapet og de budsjetterte resultater for de førstkommende år.

#### ***2.2.3.3 Balansebasert verdsettelse***

En annen metode for å fastslå nåverdien av selskapets forventede kontantstrømmer, er å ta utgangspunkt i selskapets balanseførte verdier. Tanken

---

<sup>26</sup> Giertsen (1995), side 412.

<sup>27</sup> Nåverdi er dagens verdi av fremtidig avkastning neddiskotert med en gitt rentesats.

<sup>28</sup> Mads Krohn, *Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall*, Tidsskrift for Forretningsjus 2000 nr. 1, side 116.

bak dette er at de enkelte postene i selskapets balanse til sammen vil generere de kontantoverskudd verdsettelsen tilsier.<sup>29</sup>

En slik metode er å fordele selskapets substansverdi på antall aksjer i selskapet. Selskapets substansverdi vil være nettoverdien ved et antatt salg av selskapets omsettelige eiendeler fratrukket dets forpliktelser, under forutsetning av selskapets fortsatte drift.<sup>30</sup> Forutsettes derimot ikke fortsatt drift, men opphør av drift, vil man komme frem til selskapets likvidasjonsverdi. Også dette er en form for balansebasert verdsettelse. En tredje form er selskapets bokførte eller matematiske verdi. For å komme frem til denne verdien fordeles selskapets bokførte egenkapital på antall aksjer i selskapet. Dette er en verdsettelsesmetode som gjennomgående er avvist da den ikke anses som en god metode for å komme frem til selskapets og aksjenes virkelige verdi.<sup>31</sup>

Felles for de balansebaserte verdsettelsesmetoder er at disse vil ha langt færre subjektive innslag enn avkastningsbasert verdsettelse.<sup>32</sup>

### **3. Virkelige verdi – Aksjenes omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi**

#### **3.1 Innledning**

Aksjeoverdragelser i aksjeselskaper utløser en forkjøpsrett til de overdratte aksjer hos de andre aksjonærene i selskapet, jf. asl. § 4-19 (1).<sup>33</sup> Hvis en aksjonær ønsker å benytte seg av denne forkjøpsretten må vedkommende innløse den aktuelle aksjeposten. Innløsningssummens størrelse eller beregningsmetoden for denne vil ofte være regulert i selskapets vedtekter. Aksjens matematiske

---

<sup>29</sup> Krohn(2000), side 124. Nærmere om dette i punkt 4.3.3.

<sup>30</sup> Johan Giertsen(1995), side 417.

<sup>31</sup> Woxholt, Geir, *Tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv etter aksjeloven § 4-26, sammenholdt med allmennaksjeloven § 4-25*, Skriftserie for jus nr.3, Oslo 2003, side 69.

<sup>32</sup> Christensen, Rudi M., *Verdsettelse ved tvangsinnløsning av aksjeminoriteter*, Studentavhandling nr. 107, Det juridiske fakultet, Universitetet i Tromsø 2001, side 9.

<sup>33</sup> Se pkt 1.2.4.

verdi, aksjens pålydende, likningsverdi, avkastningsverdi eller substansverdi er eksempler på vanlige vedtektsfestede metoder for verdsettelse av aksjer.<sup>34</sup>

I de tilfeller der dette ikke er vedtektsregulert, må man imidlertid falle tilbake på lovens regler om innløsning.

Som nevnt ovenfor skal løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett settes til "aksjenes virkelige verdi". Siktemålet i det følgende er å fastlegge innholdet i begrepet "virkelig verdi".

Det er to mulige innfallsvinkler til å fastsettes aksjenes virkelige verdi. Dette er verdsettelse på grunnlag av en bedriftsøkonomisk bedømmelse av selskapets verdier (selskapets underliggende verdier) fordelt på aksjer, eller den pris markedet setter på aksjen.<sup>35</sup> Disse verdiene er bare sammenfallende i teorien eller helt unntaksvis i praksis.<sup>36</sup> Hovedspørsmålet blir derfor i det følgende hvorvidt "virkelig verdi" tilsvarer aksjenes omsetningsverdi eller aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi.

### 3.2 Ordlyden

Formuleringen "virkelig verdi" er i seg selv relativt uklar og intetsigende. Denne åpner således for flere ulike tolkninger. En mulig forståelse er at aksjenes "virkelig verdi" er den verdi som er den reelle for aksjonæren i den foreliggende situasjon. Dette kan sies å gi en anvisning på at det er den pris som kan oppnås ved et ordinært salg som søkes. Med andre ord; omsetningsverdien av aksjene. Til støtte for en slik forståelse taler det at det etter ordlyden er *aksjen* som skal verdsettes og ikke *selskapet*. Omsetningsverdien vil være en måte å verdsette aksjen på, mens selskapets underliggende verdier, som substansverdi eller avkastningsverdi, er uttrykk for verdien av selskapet. Etter mitt syn kan dette gi en viss anvisning på at det er omsetningsverdien av aksjen som skal legges til grunn ved verdsettelsen.

---

<sup>34</sup> Bale, Baard og Gudmund Knudsen. *Vedtektsfestet løsningsrett til aksjer (Aksjeloven § 3-3)*. I: BA-HR (red.): *Næringslivsjus – aktuelle problemstillinger*, s. 557-616. Oslo, 1991, side 600-601.

<sup>35</sup> Krohn (2000), side 72 og Woxholt (2003), side 35.

<sup>36</sup> Woxholt (2003), side 35.

Mot dette kan det imidlertid anføres at aksjene i seg selv ikke har noen økonomisk verdi. Aksjenes verdi er kun en avledet verdi av de rettigheter i selskapet disse gir. Dermed vil også selskapets underliggende verdier delt på antall aksjer, være et uttrykk for aksjenes verdi. Hvor avklarende dette er eller hvor stor vekt som kan legges i dette, er imidlertid usikkert.

Ordlyden ble i Rt 2007 side 1392 (heretter omtalt som Flesberg-dommen) påberopt av begge parter som et argument for å legge henholdsvis antatt omsetningsverdi og selskapets underliggende verdi til grunn for verdsettelsen.<sup>37</sup> Høyesterett konstaterte at ordlyden var uklar uten å kommentere dette videre, for så å gå videre til en tolkning av forarbeidene. Etter mitt syn må Høyesteretts mening med dette være at ordlyden ikke kan tas til inntekt for en bestemt løsning.

### 3.3 Forarbeidene

Forarbeidene til asl. § 4-23 (2) første punktum gir liten veiledning angående innløsningssummen utover å hen vise til reglene i asl. § 4-17 (5).<sup>38</sup>

Da både asl. § 4-23 (2) første punktum og dens forarbeider viser til asl. § 4-17 (5), vil forarbeidene til denne bestemmelsen også kunne være relevant for forståelsen av "aksjenes virkelige verdi" i forhold til utøvelse av forkjøpsrett.<sup>39</sup>

I NOU 1996:3 til asl. § 4-17 (5) gis det en viss veiledning på hva som ligger i begrepet "virkelig verdi". Her uttales det blant annet:

*"Når det forøvrig gjelder uttrykket « aksjenes virkelige verdi » vises til forståelsen av dette uttrykket i regnskapsmessig sammenheng."<sup>40</sup>*

---

<sup>37</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 28. Nærmere om dommen i pkt. 3.4.2.

<sup>38</sup> NOU 1996:3 side 124.

<sup>39</sup> Se også punkt 2.1.6 om kryssbruk av rettskilder.

<sup>40</sup> NOU 1996:3 side 122.

Hva som ligger i den regnskapsmessige forståelsen av "virkelig verdi" får man en viss anvisning på i forarbeidene til regnskapsloven av 17. juli nr. 56 1998. Her fremgår det i forhold til virkelig verdi av eiendeler at:

*"Verdi uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente."*<sup>41</sup>

Det fremgår videre om "virkelig verdi" for finansielle eiendeler 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 tidshorisont. ... For [slike] markedsbaserte finansielle instrumenter bør virkelig verdi være børskurs eller en tilsvarende observerbar markedsverdi."*<sup>42</sup>

En mulig forståelse av at verdi uttrykkes ved "nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente"<sup>43</sup>, er at den regnskapsmessige forståelsen av "virkelig verdi" skal settes til selskapets underliggende verdi. Dette fordi neddiskontering av de forventede kontantstrømmer med en relevant risikojustert rente er et uttrykk for den underliggende verdien i selskapet.<sup>44</sup> Et slikt syn ble også lagt til grunn i lagmannsrettens behandling av aksjesalget i Flesberg Elektrisitetsverk, LB-2006-53528, og Rt 2003 side 713 (heretter omtalt som Norway Seafoods-dommen).

Etter mitt syn kan ikke dette være riktig tolkning av hva lovgiver har ment. Av lovgivers uttalelser om de finansielle eiendeler virkelige verdi fremgår det at

---

<sup>41</sup> NOU 1995:30 side 131-132, pkt 4.3.6.

<sup>42</sup> NOU 1995:30 side 131-132, pkt 4.3.6.

<sup>43</sup> NOU 1995:30 side 131-132, pkt 4.3.6.

<sup>44</sup> Se punkt 2.2.3.2.

*"markedsverdien i dag [er] beste anslag på nåverdien av et antatt fremtidig salg".<sup>45</sup>*

Man skal med andre ord frem til en omsetnings- eller markedsverdi.

Støtte for dette syn kan finnes i Flesberg-dommen avsnitt 34. Her slår Høyesterett fast at NOU 1995:30 pkt. 4.3.6 ikke gir uttrykk for at det med "virkelig verdi" i regnskapsmessig forstand menes aksjenes andel av selskapets underliggende verdi. Høyesterett refererer deretter en uttalelse fra Huneide mfl.:

*"IFRS definerer virkelig verdi som "det beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter" (...). Vi antar at denne definisjonen i utgangspunktet også tilsvarende innholdet i virkelig verdi-begrepet etter norsk regnskapsrett."<sup>46</sup>*

Det kan hevdes at Høyesterett dermed har slått fast at dette er definisjonen på "virkelig verdi" i regnskapsmessig forstand. Etter mitt syn gir definisjonen anvisning på at det er aksjenes verdi ved en *tenkt* omsetning som søkes, jf. "*...kan omsettes for...*". Med andre ord en antatt omsetningsverdi. Videre kan det utledes av uttalelsen at det forutsettes at omsetningen skal være foretatt på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.

At verdsettelsesprinsippet er aksjenes antatte omsetningsverdi støttes også opp av at det i forarbeidene til asl. § 4-17 (5) 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 konstatere noen omsetningsverdi. I mangel av slike holdepunkter vil den*

---

<sup>45</sup> NOU 1995:30 side 131-132, pkt 4.3.6.

<sup>46</sup> Huneide m.fl., *Årsregnskapet i teori og praksis*, 2006 8.utgave, side 124.

*prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet kunne gi veiledning.”<sup>47</sup>*

Etter mitt syn må denne uttalelsen forstås dit hen at det verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for aksjenes virkelige verdi, er antatt omsetningsverdi. Videre forutsettes det at aksjenes antatte omsetningsverdi skal søkes fastsatt gjennom å konstatere en omsetningsverdi. Det gjøres videre en reservasjon for de tilfeller der en omsetningsverdi ikke kan konstateres. For disse tilfellene fremgår det at den avtalte prisen og selskapsverdien er relevante som metoder for å fastsette den antatte omsetningsverdien. Denne reservasjonen kan etter mitt syn ikke tolkes slik at verdsettelsesprinsippet skal fravikes til fordel for selskapets underliggende verdi, i de tilfeller der en omsetningsverdi ikke kan konstateres.

En gjennomgang av de ovennevnte forarbeider trekker klart i retning av at aksjenes virkelige verdi skal fastsettes med utgangspunkt i aksjenes antatte omsetningsverdi. Videre gir forarbeidene en viss veiledning når det gjelder den nærmere fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi. Dette vil bli nærmere behandlet i punkt 4 nedenfor.

### **3.4 Rettspraksis**

#### **3.4.1 Innledning**

Når det gjelder fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett herunder forståelsen av begrepet ”virkelig verdi”, foreligger det ingen Høyesterettavgjørelser. Høyesterett har imidlertid avsagt to dommer som omhandler innholdet i begrepet ”virkelig verdi” i tilknytning til andre innløsningssituasjoner i aksjeloven. Dette er Norway Seafoods–dommen som gjaldt tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer, jf. asal. § 4-25 (tilsvarende asl. § 4-26) og Flesberg–dommen som gjaldt innløsning ved samtykkenekt, jf. asl. § 4-17.

---

<sup>47</sup> NOU 1996:3 side 122.



Som nevnt i punkt 2.1.6 ovenfor, vil forståelsen av begrepet i en bestemmelse kunne ha betydning for forståelsen i andre bestemmelser, såkalt kryssbruk av rettskildefaktorer. Det som fremgår av rettskildene til andre bestemmelser hvor begrepet "virkelig verdi" brukes, vil derfor kunne være av betydning for hvordan dette skal forstås i forhold til utøvelse av forkjøpsrett. I mangel av rettspraksis som omhandler aksjenes virkelige verdi ved utøvelse av forkjøpsrett vil derfor rettspraksis fra andre innløsningssituasjoner der begrepet "virkelig verdi" angir aksjenes verdi, kunne gi veiledning. Jeg vil derfor i det følgende gå nærmere inn på de ovennevnte dommene.

### **3.4.2 Norway Seafoods –dommen**

Norway Seafoods–dommen omhandler, som nevnt, verdsettelsen av aksjer ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter asal. § 4-25.

Aker RGI Holding AS (senere Norway Seafoods Holding AS) hadde sikret seg aksjer tilsvarende 93.52% av aksjene i Norway Seafoods ASA og besluttet deretter å tvangsinnløse de resterende aksjonærene med hjemmel i asal. § 4-25 (1). Etter dette oppstod det uenighet omkring hvilket verdsettelsesprinsipp som skulle anvendes ved fastsettelsen av løsningssummen.

Norway Seafoods Holding AS anførte at tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer måtte likestilles med ekspropriasjon der ekspropriaten får erstattet sitt individuelle tap. En slik tankegang overført på tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer, ville medført at aksjene skulle verdsettes etter deres omsetningsverdi. Ved tilstrekkelig likviditet<sup>48</sup> i aksjen ble det hevdet at omsetningsverdien kunne settes til børsverdi mens det i de tilfeller der det ikke var tilstrekkelig likviditet skulle brukes en antatt omsetningsverdi.<sup>49</sup>

Minoritetsaksjonærene anførte på sin side at majoritetsaksjonæren får tilgang til aksjenes virkelige verdi ved tvangsinnløsning og at dette derfor måtte være riktig

---

<sup>48</sup> Med likviditet menes graden av omsetning i aksjen. Se punkt 4.2.2.

<sup>49</sup> Rt. 2003 side 713, avsnitt 28.

verdsettelsesprinsipp. Løsningssummen for hver aksje måtte derfor settes til dens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi.<sup>50</sup>

Høyesterett kom til at løsningssummen skulle fastsettes til aksjenes virkelige verdi og at det skulle tas utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Begrunnelsen for dette var hovedsaklig den spesielle situasjonen som oppstår ved at aksjonærene utløses med tvang og det økte fokuset på minoritetsvern som følger av forarbeidene.

#### **3.4.2.1 Rettskildemessig verdi i forkjøpsrettstilfellene**

Dommens betydning for andre innløsningssituasjoner i aksjeloven, er omstridt i teorien. Andenæs tar til ordet for at dommen er et naturlig utgangspunkt ved fastsettelsen av aksjenes "virkelige verdi" også i forhold til andre innløsningssituasjoner.<sup>51</sup> Aarbakke m.fl. er imidlertid av motsatt oppfatning.<sup>52</sup>

Hvilken relevans dommen har for fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett, vil blant annet avhenge av eventuelle likheter og forskjeller mellom innløsningssituasjonene.

Ved utøvelse av forkjøpsrett foretas det en innløsning ved frivillig overdragelse. Selger vet at overdragelsen kan utløse forkjøpsrett hos de andre aksjonærene og velger likevel å selge aksjene. Ved tvangsinnløsning foretas det derimot en tvungen innløsning der majoriteten bestemmer hvorvidt aksjene skal innløses og når dette skal skje.

Et resultat av at forkjøpsrett som hovedregel utløses ved eierskifte, er at det i disse tilfellene vil foreligge en avtalt pris i motsetning til ved tvangsinnløsning.

Etter dette fremstår de omhandlede innløsningssituasjoner som rimelig ulike. Etter mitt syn er den eneste likheten at det i begge tilfeller er en adgang til

---

<sup>50</sup> Rt. 2003 side 713, avsnitt 38.

<sup>51</sup> Andenæs (2006), side 137.

<sup>52</sup> Aarbakke m.fl., *Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer*, 2. utg. Oslo, 2004, side 271-273.

innløsning. Utover dette er de ulike. Dette taler for at dommen har begrenset betydning ved utøvelse av forkjøpsrett.

Et annet moment som har betydning for dommens relevans, er begrunnelsen for eller formålet bak reglene. Begrunnelsen for reglene om tvangsinnløsning er todelt. Reglene skal ivareta hensynet til aksjemajoriteten. Dette oppnås først og fremst ved at man unngår de vanskeligheter som følger med å måtte forholde seg til en aksjeminoritet.<sup>53</sup> Som eksempel på dette kan nevnes at majoritetsaksjonæren til en hver tid må vurdere om grensene for myndighetsmisbruk er overtrådt. Videre skal reglene ivareta hensynet til aksjemajoriteten ved å forhindre spekulasjon fra mindretallet i oppkjøpssituasjoner.<sup>54</sup> Uten hjemmel for tvangsinnløsning ville mindretallet fått for sterk forhandlingsposisjon som igjen vil kunne føre til muligheter for å presse majoriteten til å gi en bedre pris for aksjen. Til sist ivaretar reglene også hensynet til majoriteten gjennom å legge forholdene til rette for en forenklet fusjon, jf asl./asal. § 13-23/§ 13-24.<sup>55</sup>

Den andre siden av begrunnelsen er hensynet til minoritetsaksjonærene. Minoritetsaksjonærene skal gis en mulighet til å komme ut av selskapet til en rimelig pris.<sup>56</sup> Den dominerende posisjonen aksjemajoriteten har i slike tilfeller vil medføre at likviditeten i aksjen er liten eller fraværende. Et resultat av dette vil være at minoritetsaksjonærene ikke får solgt sine aksjer eller at aksjene må selges til en sterkt rabbertert pris.

Ved utøvelse av forkjøpsrett er formålet med regelen først primært å ivareta de øvrige aksjonærenes behov for kontroll med aksjonærmassen i selskapet.<sup>57</sup> Regelen sikrer for det første at det kan føres kontroll med hvem som kan være

---

<sup>53</sup> Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 side 183-184. Se også Andenæs, side 234.

<sup>54</sup> Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 side 184.

<sup>55</sup> Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 side 184.

<sup>56</sup> NOU 1996:3 side 73.

<sup>57</sup> Se punkt 1.2.3.

aksjonærer i selskapet. For det andre sikrer regelen at maktbalansen innad i selskapet ikke forrykkes.<sup>58</sup>

Reglene om forkjøpsrett skal imidlertid, i likhet med reglene om tvangsinnløsning, også sikre selgende aksjonær mulighet til å komme ut av selskapet ut av selskapet til en rimelig pris.<sup>59</sup>

Av dette fremgår det at innløsningssituasjonenes formål er dels ulike og dels like. Selv om formålene til en viss grad er sammenfallende er reglenes primære formål ulike. Dette trekker i retning av at dommen har begrenset vekt i forhold til fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

Overføringsverdien av dommens premisser og bærende argumentasjon til den foreliggende innløsningssituasjon, vil også være avgjørende for dommens relevans.

Et argument som av Høyesterett ble anført for å velge selskapets underliggende verdi som utgangspunkt for "virkelig verdi", var at man med dette ville forhindre det "dobbeltskjønn" som måtte foretas hvis man tar utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi.<sup>60</sup> I tvangsutløsningstilfellene vil det ikke eksistere et velfungerende marked for omsetning av aksjen. Det overtagende selskaps dominerende innflytelse vil som regel medføre at likviditeten i aksjen blir liten eller fraværende. Dette vil kunne ha den følge at børskursen eller en eventuell omsetningsverdi vil påvirkes. Dette gjør at disse verdiene vil være en dårlig indikator på aksjenes virkelige verdi og skjønnsretten vil bli henvist til å beregne omsetningsverdi. For å komme frem til den antatte omsetningsverdien vil skjønnnet først måtte fastsette selskapets underliggende verdier, for så å gjøre en verdijustering for eventuelle "likviditetsrabatter".<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> NOU 1996:3 side 71-72. Se punkt 1.2.3.

<sup>59</sup> Se punkt 1.2.3.

<sup>60</sup> Rt. 2003 side 713, avsnitt 67.

<sup>61</sup> Se punkt 5.3.

Ved utøvelse av forkjøpsrett vil man som regel ikke ha en aksjonær med en slik dominerende posisjon i selskapet, slik situasjonen er i tvangsutløsningstilfellene. Argumentet vil derfor ikke gjøre seg gjeldende i samme grad ved utøvelse av forkjøpsrett.

På den annen siden vil en forkjøpsrett til aksjer i selskapet i praksis være en omsetningsbegrensning. Dette medfører at det også i forkjøpsrettstilfellene vil være et dårlig fungerende marked for omsetning av aksjen. Omsetningsverdien på aksjene vil derfor heller ikke i disse tilfellene være noen god indikator på selskapets verdi. Et skjønn vil også i disse tilfellene være henvist til å fastsette en antatt omsetningsverdi og dermed foreta et "dobbeltskjønn". Ved utøvelse av forkjøpsrett vil det imidlertid i de fleste tilfeller foreligge en avtalt pris. Under forutsetning av at kjøper er en økonomisk rasjonell aktør med innsikt i selskapet og dets fremtidsutsikter og prisen er et resultat av hans vurdering av selskapet, vil denne være et uttrykk for hva markedet er villig til å gi for aksjen. Eventuelle rabatter og premier vil være priset inn i den avtalte prisen slik at man kommer utenom det "dobbeltskjønn" det snakkes om i dommen.

Et annet argument som ble brukt i dommen, var at man ved å ta utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet ville forhindre fare for illojal tilpasning fra majoritetsaksjonæren.<sup>62</sup> Ved verdsettelse med utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi vil man åpne for at majoritetsaksjonæren kan spekulere i det innløsningstidspunkt som gir størst gevinst. Det ble fremhevet at dette ville harmonere dårlig med ønsket om økt fokus på minoritetsvern som følger av forarbeidene.

Ved utøvelse av forkjøpsrett vil det, som nevnt ovenfor, være snakk om frivillig overdragelse der overdrageren har kontroll over tidspunktet for overdragelsen og om det i det hele og store skal skje noen overdragelse. Faren for slik illojal tilpasning er dermed fraværende ved utøvelse av forkjøpsrett. Dette momentet er derfor ikke relevant i forkjøpsrettstilfellene.

---

<sup>62</sup> Rt. 2003 side 713, avsnitt 69.

Til sist ble det i argumentasjonen for å legge selskapets underliggende verdier til grunn, trukket frem at verdsettelse til antatt børsverdi ville legge forholdene til rette for at majoritetsaksjonæren kunne oppnå fordeler på minoritetsaksjonærenes bekostning.<sup>63</sup> Etter en tvangsinnløsning vil majoritetsaksjonæren bli sittende igjen med full kontroll over selskapets eiendeler. Det ville da være urimelig hvis de innløste aksjonærene ble avspist med en børsverdi eller omsetningsverdi som var kunstig lav på grunn av den dominerende rollen majoritetsaksjonæren tidligere hadde i selskapet. Dette vil kunne føre til ulik verdi på aksjer i samme aksjeklasse. Retten pekte på at dette ville harmonere dårlig med likhetsprinsippet i loven og det økte fokuset på minoritetsvern.<sup>64</sup>

Heller ikke dette er et argument som gjør seg like sterkt gjeldende ved utøvelse av forkjøpsrett. Grunnen til dette er at innløsning ved utøvelse av forkjøpsrett skjer som en følge av et frivillig salg. Hvis forkjøpsretten ikke ble anvendt ville selgeren fått den prisen markedet var villig til å gi for aksjene, altså omsetningsverdien. Selger har med andre ord ingen berettiget forventning om å få noen andel av selskapets underliggende verdi.

Det følger av den ovenstående gjennomgangen av Høyesteretts bærende argumentasjon i dommen, at denne i stor grad ikke kan overføres til innløsnings situasjonen ved utøvelse av forkjøpsrett. Dette trekker også i retning av at dommens relevans for verdsettelsen ved utøvelse av forkjøpsretten, er begrenset.

Et moment som imidlertid taler for at dommen bør tillegges vekt også i andre innløsnings situasjoner, er hensynet til harmoni og konsekvens i loven. Dette hensynet taler for at begrepet "virkelig verdi" bør gis samme innhold i de forskjellige innløsnings situasjonene der dette begrep benyttes. Etter en slik tanke bør tolkningen av "virkelig verdi" i Norway Seafoods-dommen også legges til

---

<sup>63</sup> Rt. 2003 side 713, avsnitt 70.

<sup>64</sup> Rt. 2003 side 713, avsnitt 70.

grunn i de andre innløsningssituasjoner i aksjeloven. Ved å legge til grunn en slik enhetlig forståelse av begrepet, vil man kunne oppnå økt forutberegnelighet og en retts teknisk enklere regel. Det kan også tenkes at en slik enhetlig forståelse av "virkelig verdi" vil kunne være prosessforebyggende. Hvis selskapsaktørene i større grad vet hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn, vil det oppstå færre konflikter om verdsettelsen som vil måtte søkes løst gjennom domstolene. Dette er et moment som kan sies å trekke i retning av at dommen bør tillegges vekt også ved utøvelse av forkjøpsrett.

I Flesberg-dommen ble det imidlertid slått fast at aksjenes virkelige verdi ved nektelse av samtykke til omsetning av aksjer skal fastsettes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi, og ikke i selskapets underliggende verdi. Spørsmålet om uttrykket "virkelig verdi" skal tillegges en enhetlig forståelse ved alle innløsningssituasjoner, må dermed anses avklart. "Virkelig verdi" må altså gis sitt innhold etter hvilken situasjon det skal anvendes i. Dette momentet vil derfor ikke ha noen vekt i vurderingen av dommens betydning for innløsningssituasjonen ved utøvelse av forkjøpsrett.

Som det fremgår av fremstillingen ovenfor, taler verken innløsningssituasjonene, formålet bak reglene eller Høyesteretts argumentasjon for at dommen bør tillegges vekt i fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

Etter mitt syn er det den spesielle situasjonen som foreligger ved tvangsinnløsning som begrunner at det skal tas utgangspunkt i selskapets underliggende verdier, og ikke den antatte omsetningsverdien. Det at minoritetsaksjonærene blir utløst ved tvang og det økte fokuset på minoritetsvern etter forarbeidene, gjør at aksjeminoriteten er særlig beskyttelsesverdig. Minoritetsaksjonærene skal følgelig ikke avspises med en kunstig lav omsetningsverdi, men skal gis den andel i de til en hver tid underliggende verdier i selskapet som deres aksjer tilsvarer. Ved utøvelse av forkjøpsrett foreligger det ikke noe slikt særlig behov for beskyttelse. Det verdsettelsesprinsipp som følger av dommen vil følgelig bare ha begrenset verdi

ved verdsettelsen av aksjene i slike situasjoner. Dette syn finner jeg støtte for i juridisk teori.<sup>65</sup> Her uttales det at:

*”Norway Seafoods ASA-dommen er en del av rettskildebildet, men det som her er påpekt tilsier at dommen tillegges begrenset betydning for de skjønn det her gjelder.”*

I samme retning trekker en uttalelse i RG 2008 side 752:

*”Ut fra det ovenstående legger lagmannsretten til grunn at lovgiver bevisst har valgt en annen regulering av verdsettelseskriteriene ved tvangsutløsning enn ved de øvrige former for innløsning eller utløsning av aksjonærer etter aksjeloven.”*

Uttalelsen knytter seg riktignok til hvorvidt verdsettelsesprinsippet som følger av Norway Seafoods-dommen skulle anvendes ved uttreden etter asl. § 4-24. Etter mitt syn gir imidlertid uttalelsen anvisning på at det samme må gjelde ved utøvelse av forkjøpsrett etter asl. § 4-23.

### **3.4.3 Flesberg-dommen**

I 2007 ble det avsagt en ny dom i Høyesterett som drøfter innholdet i uttrykket ”virkelig verdi”; Flesberg-dommen.<sup>66</sup> Heller ikke her dreide det seg om innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett. Spørsmålet i saken var hvilket verdsettelsesprinsipp som skulle legges til grunn ved fastsettelsen av innløsningssummen i forbindelse med samtykkenekt, jf. asl. §4-17 (5).

I 2001 ble det gjort et forsøk på fiendtlig oppkjøp av Flesberg Elverk AS fra Norsk Energi Invest AS. Styret i Flesberg Elverk AS nektet å gi samtykke på grunnlag av et ønske om lokalt eierskap. Norsk Energi Invest AS tilbød aksjene

---

<sup>65</sup> Aarbakke m.fl. (2004), side 273.

<sup>66</sup> Rt. 2007 side 1392



videre til Energiselskapet Buskerud AS som kjøpte aksjene. Samtykke til ervervet ble heller ikke her gitt.

Energiselskapet Buskerud AS og Flesberg Elverk AS kom ikke til enighet vedrørende innløsningssummen. Det ble derfor begjært skjønn for fastsettelsen av denne.

Flesberg Elverk AS hevdet at aksjene skulle innløses til omsetningsverdi da selskapet mente det var etablert en omsetningsverdi for aksjene på kr 3500 per aksje. Energiselskapet Buskerud AS hevdet på sin side at aksjene skulle innløses til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

Høyesterett kom frem til at vurderingen av aksjenes virkelige verdi etter asl. § 4-17 (5) måtte baseres på en antatt omsetningsverdi.<sup>67</sup>

#### ***3.4.3.1 Rettskildemessig verdi i forkjøpsrettstilfellene***

Avgjørelsen omhandler, som sagt, ikke et forkjøpsrettstilfelle, men innløsning etter samtykkenekt. Derfor blir det også her et spørsmål om dommen har relevans for fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

Som nevnt punkt i 3.4.2.1, vil likheter og forskjeller mellom innløsningssituasjonene ha betydning for dommens relevans. Når det gjelder innløsning ved samtykkenekt og utøvelse av forkjøpsrett, er det imidlertid store likheter. I begge tilfeller foretas innløsning som en følge av et frivillig salg. Videre vil det i begge tilfeller som oftest foreligge en avtalt pris på aksjene. I tillegg er både kravet om samtykke og forkjøpsretten begrensninger i prinsippet om fri omsettelighet av aksjer.

Det er imidlertid også forskjeller mellom innløsningssituasjonene. Innløsning av aksjer ved samtykkenekt vil redusere selskapets egenkapital da det er selskapet selv som må innløse aksjene. Ved utøvelse av forkjøpsrett vil ikke dette være tilfelle. I disse tilfellene er det de forkjøpsberettigede personlig som må stå for

---

<sup>67</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 41.

kostnaden slik at selskapskapitalen ikke blir berørt. Et forbehold må imidlertid tas for de tilfeller der selskapet selv har en vedtektsfestet forkjøpsrett til aksjene.<sup>68</sup> I disse tilfellene vil også dette sammenfalle med situasjonen slik den er ved samtykkenekt.

Av dette fremgår det at selv om det er to i utgangspunktet forskjelligartede innløsnings situasjoner, har disse også store likhetstrekk. Dette taler for at dommen har vekt også i forhold til fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

Som nevnt ved behandlingen av Norway seafoods-dommen, vil formålet og begrunnelsen bak reglene også ha betydning for dommens relevans i forkjøpsrettstilfellen. Begrunnelsen for reglene om samtykkekrav ved omsetning av aksjer, er primært de øvrige aksjonærenes behov for kontroll med aksjonærmassen i selskapet.<sup>69</sup> Dette er sammenfallende med begrunnelsen for reglene om forkjøpsrett.<sup>70</sup> Når det gjelder reglene for innløsning ved samtykkenektelse skal disse også sikre overdragende aksjonær adgang til å få realisert sine aksjer. Dette gjøres ved at aksjonæren gis en rett til å få innløst sine aksjer til en rimelig pris, og dermed holdes skadesløs.

Forkjøpsrett er imidlertid ikke i utgangspunktet til hinder for at en aksjonær kan overdra sine aksjer. Så lenge aksjonæren eller erververen forkjøpsretten gjøres gjeldende overfor blir innløst til den avtalte verdi eller annen rimelig pris, vil ikke forkjøpsretten gripe inn i aksjonærene realiseringsadgang. Ved at overdragende aksjonær etter asl. § 4-23 (2) sikres rimelig godtgjørelse for sine aksjer, ivaretas også dennes behov for å få realisert aksjene.<sup>71</sup>

Formålet bak reglene om utøvelse av forkjøpsrett og innløsning ved samtykkenekt er dermed sammenfallende. Dette taler også for at dommen er relevant for fastsettelsen av innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

---

<sup>68</sup> Se punkt 1.2.4.

<sup>69</sup> NOU 1996:3 side 71-72.

<sup>70</sup> Se punkt 1.2.3.

<sup>71</sup> Se punkt 1.2.3.

Det neste man må ta stilling til er hvorvidt dommens premisser og bærende argumentasjon kan overføres på innløsningssituasjonen ved utøvelse av forkjøpsrett. Et moment som ble fremhevet i Høyesteretts argumentasjon var at formålet med bestemmelsen er å sikre at en aksjeeier kan komme seg ut av selskapet.<sup>72</sup> Som nevnt ovenfor er en aksjonærs mulighet til å komme ut av selskapet også en del av formålet bak reglene om utøvelse av forkjøpsrett. Dette momentet gjør seg derfor også gjeldende i forhold til fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

Videre fremhever Høyesterett i sin argumentasjon at en erverver ved innløsning på grunn av samtykkenekt ikke har noen begrunnet forventning om å få en pris for aksjene som tilsvarer deres forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.<sup>73</sup> Grunnen til dette er at en kjøper som har blitt nektet samtykke til ervervet, etter alle alternativer i asl. § 4-17 vil få en markedsbasert verdi for aksjene.

Etter mitt syn vil det samme være tilfelle ved utøvelse av forkjøpsrett. Enten det er overdager som skal innløses (der overdragelsen ikke har funnet sted) eller det er erverver som skal innløses (der aksjen er overdratt), vil vedkommende ikke ha noen berettiget forventning om å få en pris for aksjene som tilsvarer deres forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier. Dette fordi alternativet til å bli innløst, vil være et ordinært salg av aksjene som ville gitt en markedsbasert pris. Der det er erverver som skal innløses vil vedkommende ikke ha noen berettiget forventning utover å bli holdt skadesløs. Momentet vil derfor også gjøre seg gjeldende ved utøvelse av forkjøpsrett.

Et annet moment som fremheves av Høyesterett er at en innløsning av aksjer etter samtykkenekt vil redusere aksjekapitalen i selskapet.<sup>74</sup> Dette brukes som et argument mot å legge selskapets underliggende verdi til grunn for verdsettelsen,

---

<sup>72</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 41.

<sup>73</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 43.

<sup>74</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 44.

fordi det kan undergrave samtykkeordningen. I de tilfeller der den underliggende verdien er langt større enn omsetningsverdien vil dette kunne føre til at man vegrer seg for å benytte seg av muligheten til å nekte samtykke fordi det vil kunne bli for kostbart for selskapet. En annen side av dette er at selgende aksjonær får mulighet å hente ut verdier av selskapet på bekostning av de andre aksjonærene som han ellers ikke ville fått tilgang til.

Dette argumentet vil ikke gjøre seg gjeldende i like stor grad ved utøvelse av forkjøpsrett. Grunnen er at det er aksjonærene selv eller andre som innløser aksjeposten og ikke selskapet. Et forbehold må imidlertid tas for de tilfeller der selskapet selv har forkjøpsrett etter vedtektene.<sup>75</sup>

Av fremstillingen over fremgår det at Høyesteretts argumentasjon i dommen også er relevant ved utøvelse av forkjøpsrett. Dette taler også for å tillegge dommen vekt ved utøvelse av forkjøpsrett.

At dommen har relevans også ved utøvelse av forkjøpsrett, følger til en viss grad direkte av Høyesteretts premisser i dommen. I dommen heter det i begrunnelsen for at antatt omsetningsverdi legges til grunn for verdsettelsen:

*”Som lagmannsretten legger jeg stor vekt på hensynet til sammenhengen i bestemmelsene i § 4-17. Erververen har ikke noen begrunnet forventning om å få en pris for aksjene som tilsvarende deres forholdsmessige andel av de underliggende verdier. Situasjonen ved utøvelse av forkjøpsrett etter § 4-23 kan nevnes til sammenligning. Utgangspunktet her må være avtalt pris.”<sup>76</sup>*

Her sammenligner Høyesterett innløsning ved samtykkenekt med utøvelse av forkjøpsrett. Slik jeg ser det gir uttalelsen anvisning på at situasjonene er så vidt

---

<sup>75</sup> Se punkt 1.2.4.

<sup>76</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 43.

like at det er naturlig å legge samme verdsettelsesprinsipp til grunn. En slik tolkning av uttalelsen fremkommer også av juridisk teori.<sup>77</sup>

I tillegg kan det hevdes at det følger av lovens system at "virkelig verdi" skal ha samme innhold ved utøvelse av forkjøpsrett som ved innløsning som en følge av samtykkenekt. Dette fordi det i asl. § 4-23 (2) angående fastsettelsen av innløsningssummen, vises til reglene for innløsning ved samtykkenekt i asl. § 4-17 (5). Hvis lovgivers intensjon var å gi begrepet "virkelig verdi" et annet innhold ved utøvelse av forkjøpsrett, ville det vært naturlig å ha en egen bestemmelse om fastsettelsen av innløsningssum i asl. § 4-23.

Som det følger av fremstillingen over, har det gode grunner for seg å tillegge Flesberg-dommen betydelig vekt også i forhold til fastsettelsen av løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett. Det som særlig gjør at dommen bør tillegges vekt er at innløsningssituasjonene har store likhetstrekk og at Høyesterett langt på vei gir anvisning på at verdsettelsesprinsippet i dommen også skal legges til grunn ved utøvelse av forkjøpsrett.

#### **3.4.4 Skjønnspraksis**

Gulating lagmannsrett går i et overskjønn vedrørende verdsettelsen av aksjene ved utøvelse av forkjøpsrett, inn på innholdet i aksjenes virkelige verdi.<sup>78</sup> Her uttales det:

*"Aksjenes virkelige verdi tilsvarer det beløp som en kjøper med mest mulig korrekt informasjon om selskapets stilling og utvikling på det aktuelle tidspunkt, ville betalt for selskapets virksomhet og eiendeler fordelt på aksjer."*

Selv om det her ikke eksplisitt uttrykkes at det er den antatte omsetningsverdien som skal legges til grunn er det etter mitt syn dette lagmannsretten her legger til

---

<sup>77</sup> Se bl.a. Filip Truyen, *Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?*, Nordisk tidsskrift for selskabsrett, 2008:1 side 62-70 (side 69) og Larsen, Ulf, *Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer*, Tidsskrift for Forretningsjus, 2007 nr. 4, side 293-294.

<sup>78</sup> LG-2005-30739-2

grunn. Noen videre begrunnelse for hvorfor retten kommer til dette standpunkt gis ikke av lagmannsretten

Den manglende begrunnelsen og det faktum at det er snakk om en underrettsavgjørelse gjør at skjønnets rettskildemessig verdi i beste fall vil være begrenset.

I RG 2008 side 752 ble de også tatt stilling til innholdet i aksjenes virkelige verdi. Skjønnen dreide seg riktignok om innløsning ved uttreden etter asl. § 4-24, men vil likevel kunne gi en viss veiledning for innløsning ved utøvelse av forkjøpsrett.<sup>79</sup> I dette overskjønnet kom lagmannsretten til at verdsettelsesprinsippet var aksjenes antatte omsetningsverdi. Det ble også uttalt at :

*”... lagmannsretten er ut fra det totale rettskildebildet kommet til at de samme verdsettelseskriterier må legges til grunn i alle tilfeller hvor aksjeloven § 4-17 femte ledd kommer til anvendelse.”*

Dette kom lagmannsretten til etter en gjennomgang av Flesberg-dommens premisser med påfølgende konklusjon om at verdsettelses prinsippet i dommen også måtte legges til grunn ved uttreden etter asl. § 4-24. Uttalelsen gir anvisning på at verdsettelses prinsippet som følger av Flesberg-dommen, skal legges til grunn i alle innløsnings situasjoner der asl. § 4-17 (5) kommer til anvendelse.

Hvilken vekt denne uttalelsen skal gis ved utøvelse av forkjøpsrett er imidlertid usikkert. At det dreier seg om en underrettsdom tilsier liten vekt. Da standpunktet er godt begrunnet og det mangler Høyesterettspraksis på området må avgjørelsen etter mitt syn likevel tillegges en viss vekt.

---

<sup>79</sup> Se punkt 2.1.6 om kryssbruk av rettskilder.

### 3.4.5 Oppsummering

En gjennomgang av foreliggende rettspraksis trekker, etter mitt syn, i retning av at det er aksjenes antatte omsetningsverdi som skal legges til grunn for fastsettelsen av innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett. Dette særlig på bakgrunn av den betydelige likheten mellom innløsningssituasjonen i Flesbergdommen og utøvelse av forkjøpsrett. Videre gir Høyesterett anvisning på, at det verdsettelsesprinsipp som gjelder ved samtykkenekt også skal gjelde ved utøvelse av forkjøpsrett. Uttalelsen var riktignok et obiter dicta, slik at vekten denne skal tillegges er noe usikker. Etter mitt syn må denne likevel kunne tillegges en viss vekt da uttalelsen fremstår som gjennomtenkt og et signal på hva resultatet bør bli i en sak om utøvelse av forkjøpsrett.

## 3.5 Reelle hensyn

### 3.5.1 Formålet.

Formålet med reglene om utøvelse av forkjøpsrett er for det første å ivareta de gjenværende aksjonærenes interesser gjennom å sikre dem kontroll med aksjonærmassen og maktfordelingen i selskapet.<sup>80</sup> For det andre skal reglene sikre at den aksjonær som skal selge sine aksjer, får adgang til å komme seg ut av selskapet.<sup>81</sup> Dette sikres gjennom at han gjennom løsningssummen holdes skadesløs. Da en selger i slike tilfeller bare ville oppnådd en markedsbasert pris for aksjene, vil en løsningssum fastsatt til aksjenes antatte omsetningsverdi holde vedkommende skadesløs.

Hvis lovgiver hadde hatt til hensikt å sikre selger, eventuelt erverver, en pris for aksjene som tilsvarer deres forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdi, må det kunne forventes at dette ville blitt kommentert i lovens forarbeider. Da særlig av den grunn at rettstilstanden etter aksjeloven av 1976 § 3-3, var at den forkjøpsberettigede fikk tre inn i den eksisterende avtale til avtalt pris.<sup>82</sup> Aksjen skulle med andre ord innløses til en markedsbasert pris.<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> NOU 1996:3 side 71-72. Nærmere om formålet i punkt 1.2.3.

<sup>81</sup> Se punkt 1.2.3.

<sup>82</sup> Se Rt. 1986 side 765 og Rt. 2004 side 691.

### **3.5.2 Hensynet til forkjøpsrettens effektivitet**

Som nevnt ovenfor er forkjøpsretten hovedsakelig begrunnet i aksjonærenes behov for kontroll med omsetningen av selskapets aksjer.<sup>84</sup>

For at forkjøpsretten skal være et effektivt middel for en slik kontroll er det en forutsetning at det er aktuelt for aksjonærene å benytte seg av denne. I mange tilfeller vil et selskaps underliggende verdi være høyere enn selskapets omsetningsverdi. Dette vil særlig være tilfelle der det hefter omsetningsbegrensninger ved aksjene, slik som forkjøpsrett eller krav om samtykke. Ved da å legge selskapets underliggende verdier til grunn for verdsettelsen av aksjene, vil man kunne risikere at aksjonærene vegrer seg for å benytte seg av forkjøpsretten i større grad enn hva som ville vært tilfelle hvis omsetningsverdien hadde blitt lagt til grunn. Det vil fremstå som urimelig for den forkjøpsberettigede å måtte betale vesentlig mer for en aksje som den opprinnelige kjøperen og andre aktører på markedet ville fått for en lavere pris. En verdsettelse basert på selskapets underliggende verdi vil derfor kunne føre til en mindre effektiv forkjøpsrettsbestemmelse og man vil kunne risikere å undergrave reglene om forkjøpsretten.

Hensynet til forkjøpsrettens effektivitet tilsier derfor at aksjenes virkelige verdi bør fastsettes på grunnlag av aksjenes omsetningsverdi.

### **3.5.3 Hensynet til harmoni og sammenheng i loven.**

Hensynet til harmoni og sammenheng i loven taler også for at aksjenes antatte omsetningsverdi skal legges til grunn ved utøvelse av forkjøpsrett.

Når det gjelder fastsettelsen av innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett vises det i asl. § 4-23 om utøvelse av forkjøpsrett, til reglene om fastsettelse av innløsningssum ved samtykkenekt. Etter mitt syn følger det da naturlig av

---

<sup>83</sup> Et lignende resonnement ble av Høyesterett i Flsberg-dommen, fremholdt som et argument for ikke å legge selskapets underliggende verdier til grunn ved fastsettelsen av innløsningssummen ved samtykkenekt.

<sup>84</sup> Se punkt 1.2.3.



sammenhengen i loven at man legger til grunn samme verdsettelsesprinsipp i begge tilfellene, altså aksjenes antatte omsetningsverdi.

#### **3.5.4 Rettstekniske hensyn**

Rettstekniske hensyn trekker i retning av å legge aksjenes antatte omsetningsverdi til grunn. Ved å legge til grunn samme forståelse av begrepet "aksjenes virkelige verdi" i alle situasjoner som asl. § 4-17 (5) kommer til anvendelse på, oppnår man en rettsteknisk enklere regel å praktisere. Dette syn fremheves også i RG 2008 side 752 som omhandlet utløsning etter asl. § 4-25 (1) nr.2 jf. asl. § 4-17 (5). Her uttales det:

*"Også rettstekniske hensyn tilsier at begrepet « aksjens virkelige verdi » i aksjeloven § 4-17 femte ledd har samme betydning i alle situasjoner bestemmelsen kommer til anvendelse."*

Rettstekniske hensyn kan imidlertid også anføres for det motsatte synspunkt. Som nevnt ovenfor i punkt 3.4.2.1, vil en fastsettelse av "aksjenes virkelige verdi" til deres antatte omsetningsverdi kunne føre til at det må foretas et "dobbeltskjønn" for å komme frem til denne. Dette vil føre til at regelen blir rettsteknisk vanskelig å praktisere. Vekten av dette argument må imidlertid være begrenset da aksjenes antatte omsetningsverdi etter forarbeidene primært skal søkes fastsatt gjennom den omsetning som har vært i aksjen.<sup>85</sup> I disse tilfellen vil eventuelle rabatter og premier være priset inn i prisen aksjen har vært omsatt til. Man vil derfor slippe å foreta et "dobbeltskjønn".

#### **3.5.5 Selgers og kjøpers berettigede forventning**

Når en aksjonær velger å utøve sin forkjøpsrett etter hovedregelen, jf asl. § 4-19 (1), har det foregått en overdragelse av aksjer fra en aksjonær til en kjøper. Det er med andre ord kjøper som sitter med aksjeposten som skal innløses. For de tilfeller der selskapet har vedtektsfestet en tilbudsrett, slik hovedregelen var før endringen av asl. § 4-19, vil det være snakk om et planlagt salg av aksjer.<sup>86</sup> I disse tilfellene vil det være selger som sitter med aksjeposten som kan innløses ved

---

<sup>85</sup> Se punkt 3.3.

<sup>86</sup> Se punkt 1.2.4.

forkjøpsrett. I begge tilfellene vil henholdsvis selger eller kjøper bare ha en begrunnet forventning om å få en markedsbasert pris for aksjene. For det tilfellet der selger sitter med aksjeposten, ville alternativet være at forkjøpsretten ikke ble gjort gjeldende. Dette ville gitt selger den pris markedet på det tidspunkt var villig til å gi for aksjen.

For det tilfellet at aksjene er overdratt har kjøper overtatt aksjene vel vitende om at det hefter en forkjøpsrett ved disse. Han kan derfor ikke ha noen forventning utover å bli holdt skadesløs hvis denne blir benyttet. Da vedkommende normalt har gitt en markedsbasert pris for aksjene, vil en innløsningssum fastsatt til aksjenes omsetningsverdi holde vedkommende skadesløs. Der kjøper har betalt overpris for aksjene, eksempelvis av strategiske hensyn, må dette være på egen risiko.<sup>87</sup>

Verken selger eller kjøper vil med andre ord ha noen berettiget forventning om å få en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier for aksjene. En verdsettelse med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier vil føre til at erverver får en tilfeldig fordel hvis aksjonærene velger å benytte seg av sin forkjøpsrett.

At erververs eller overdragers berettigede forventning er et relevant moment i vurderingen av verdsettelsesprinsipp fremgår av Høyesteretts argumentasjon i Flesberg –dommen.<sup>88</sup> I dommen uttales det:

*”Erververen har ikke noen begrunnet forventning om å få en pris for aksjene som tilsvarer deres forholdsmessige andel av de underliggende verdier. Situasjonen ved utøvelse av forkjøpsrett etter § 4-23 kan nevnes til sammenligning.”*

Her bruker Høyesterett erververens berettigede forventning som et argument for å legge aksjenes antatte omsetningsverdi til grunn og ikke selskapets

---

<sup>87</sup> Nærmere om dette i punkt 5.3.

<sup>88</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 43.

underliggende verdi. I tillegg til dette angir Høyesterett videre at dette også gjelder ved utøvelse av forkjøpsrett.

### **3.5.6 Illojal tilpasning**

Som nevnt over vil en verdsettelse basert på selskapets underliggende verdier kunne føre til at den som blir innløst får en tilfeldig fordel ved at de gjenværende aksjonærene ser seg nødt til å benytte seg av forkjøpsretten.

En følge av dette er at det legges til rette for uheldige tilpasninger fra selger og kjøper. Dette vil være spesielt aktuelt i de tilfeller der det er vedtektsbestemt at omsetning av aksjer i selskapet ikke er betinget av samtykke fra selskapet. I disse tilfellene er utøvelse av forkjøpsrett aksjonærenes eneste mulighet til å holde kontroll med hvem som kommer inn på eiersiden i selskapet.

Hvis løsningssummen skal fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier, vil dette åpne for at selger kan finne en kjøper han vet de andre aksjonærene ikke ønsker som aksjonær i selskapet, og dermed tvinge frem en bedre pris for aksjene enn hva som ville vært tilfelle ved et vanlig. Faren for dette er størst ved en tilbudsrett slik hovedregelen var før lovendringen i asl. § 4-19, 1. januar 2009. En slik tilbudsrett må i dag vedtektsfestes jf. asl. § 4-19 (1) 2. pkt. I disse tilfellene må forkjøpsretten utøves *før* overdragelsen av aksjene slik at det er selger som skal utløses ved forkjøpsrett.

Slik hovedregelen er i dag har aksjonærene forkjøpsrett i de tilfellene aksjene *har* skiftet eier. Utøvelsen av forkjøpsretten skjer derfor *etter* overdragelsen slik at det er erververen som skal utløses. Dette gjør at det vil være vanskeligere for selgeren å foreta tilpasninger for å oppnå noen økonomisk fordel ved at de andre aksjonærene må benytte sin forkjøpsrett til aksjene.

Faren for illojal tilpasning som en følge av at verdsettelsen baseres på selskapets underliggende verdier, trekkes også frem av Høyesterett i Flesberg-dommen. Høyesterett uttaler i avsnitt 44 at:

*”... dersom underliggende verdier legges til grunn, og disse tilsier en høyere pris enn omsetningsverdien, er det fare for at en aksjeeier vil alliere seg med en kjøper som neppe vil få samtykke til ervervet, og på den måten få en høyere pris for aksjen enn det som følger av et normalt salg.”*

Slik illojal tilpasning bør det etter mitt syn ikke legges til rette for. Ved å legge antatt omsetningsverdi til grunn ved fastsettelsen av ”aksjenes virkelige verdi” vil man unngå denne faren for illojal tilpasning.

### **3.5.7 Forutberegnelighet**

Et annet moment som trekker i retning av at ”aksjenes virkelige verdi” bør fastsettes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi, er at dette vil kunne gjøre det lettere for både aksjonærene og eventuelle kjøpere å forutberegne sin rettsstilling i slike tilfeller. Dette er fordi at aksjenes omsetningsverdi som regel er lettere tilgjengelig for både aksjonærene og eventuelle kjøpere enn selskapets underliggende verdier. Ved en verdsettelse til antatt omsetningsverdi vil en aksjonær som skal selge sine aksjer i selskapet, gjennom å undersøke tidligere omsetning i aksjen eller gjennom en eventuell avtalt pris, ganske enkelt kunne fastslå hva en eventuell innløsningssum vil settes til. Hvis verdsettelsen skal baseres på selskapets underliggende verdier, må det derimot foretas en nærmere analyse av selskapet og dets forhold. Hensynet til forutberegnelighet tilsier derfor at man bør vise varsomhet med å fravike omsetningsverdien ved verdsettelsen.

### **3.6 Juridisk teori**

Som nevnt i punkt 2.1.4 er verdsettelsen av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett i liten grad gitt noen selvstendig fremstilling i juridisk teori. Der temaet blir berørt er dette stort sett generelt eller i tilknytning til andre innløsningssituasjoner, da hovedsakelig i forhold til innløsning ved samtykkenekt.

I Aarbakke m.fl blir verdsettelsesspørsmålet for alle innløsningssituasjoner der det vises til asl. § 4-17 (5), gitt en felles behandling.<sup>89</sup> Her blir det fremholdt at det for aksjer i aksjeselskaper ikke eksisterer noe velfungerende marked for omsetning av aksjer. Som en følge av dette trekkes verdsettelsesprinsippet i Norway Seafoods-dommen, selskapets underliggende verdier, frem som det mest realistiske utgangspunkt for verdsettelsen. Videre påpekes ulikhetene mellom slik tvangsinnløsning og innløsning etter de situasjoner som reguleres av asl. § 4-17 (5). Det uttales videre at det på bakgrunn av disse ulikhetene må vurderes om det likevel bør legges et annet verdsettelses prinsipp til grunn for verdsettelsen etter asl. § 4-17 (5) enn det som ble lagt til grunn i Norway Seafoods-dommen. Ut fra dette er det uklart hvilket verdsettelsesprinsipp som her legges til grunn. Det følger imidlertid av den videre fremstillingen at en avtalt pris, der en slik foreligger, bør legges til grunn for verdsettelsen. Dette må tolkes dit hen at det er aksjenes omsetningsverdi som skal legges til grunn for verdsettelsen.

Det samme syn legges til grunn av Andenæs.<sup>90</sup> Andenæs fremholder at innløsningssituasjonen og rettsstillingen ved utøvelse av forkjøpsrett er av lignende art som ved innløsning etter samtykkenektelse. Verdsettelsesprinsippet som legges til grunn i Flesberg-dommen må derfor være avgjørende.<sup>91</sup>

På bakgrunn av det gjennomgåtte synes juridisk teori å være tildels samstemte i forhold til verdsettelsesspørsmålet. Verdsettelsesprinsippet som legges til grunn synes å være aksjenes antatte omsetningsverdi.

### **3.7 Oppsummering - konklusjon**

Som det fremgår av fremstillingen ovenfor gir lovteksten liten eller ingen anvisning på hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn. Forarbeidene er imidlertid ganske klar på at det er den antatte omsetningsverdien som skal være utgangspunktet for verdsettelsen. Et slikt utgangspunkt samsvarer også godt med de reelle hensyn som gjør seg gjeldende,

---

<sup>89</sup> Aarbakke m.fl. (2006), side 271-273.

<sup>90</sup> Andenæs (2006), side 226.

<sup>91</sup> I samme retning Truyen (2008), side 69 og Larsen (2007), side 293.

da særlig ønsket om å unngå illojal tilpasning, hensynet til sammenheng og harmoni i loven og hensynet til forutberegnelighet. Dessuten vil aksjenes antatte omsetningsverdi som verdsettelsesprinsipp gi en regel som er retts teknisk enkel å praktisere. Ved å legge den antatte omsetningsverdien til grunn vil man også få samme verdsettelsesprinsipp på de likeartede innløsningssituasjoner. Også relevant rettspraksis trekker i samme retning.

Ovenstående bekrefter, etter mitt syn, at aksjenes "virkelige verdi" ved utøvelse av forkjøpsrett skal fastsettes med utgangspunkt i aksjenes antatte omsetningsverdi. Den verdi som søkes er med andre ord den verdi en tenkt kjøper på verdsettelsestidspunktet ville betalt for den aktuelle aksjeposten.

Når det gjelder den nærmere verdsettelsen gir verken loven eller forarbeidene noe nærmere veiledning utover å nevne noen alternative metoder for verdsettelsen. Slik jeg ser det, er dette et bevisst valg fra lovgivers side slik at den konkrete verdsettelsen overlates til domstolene.

Dette gir en fleksibel regel for skjønnsretten og sørger for at de verdsettelsesmetoder som gir den beste tilnærmingen til aksjenes antatte omsetningsverdi i det enkelte tilfelle, blir anvendt. Ulempen er imidlertid at dette gir dårlig forutberegnelighet for partene. Sett i forhold til at verdsettelsestilfellene kan være av svært forskjellig art, vil dette etter mitt syn likevel være den mest fornuftige regel.

Selv om aksjenes virkelige verdi skal settes til antatt omsetningsverdi betyr ikke dette at selskapets underliggende verdi er uten betydning ved verdsettelsen. Som det vil fremgå av den følgende fremstillingen vil de forskjellige metoder for å komme frem til selskapsverdien kunne være relevante momenter i fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi.

## **4. Nærmere om aksjenes antatte omsetningsverdi**

### **4.1 Innledning**

Når det gjelder den konkrete verdsettelsen av aksjenes verdi er dette et spørsmål som må sies å være av økonomisk karakter og derfor egner seg dårlig i en juridisk fremstilling. Det må imidlertid gjøres noen reservasjoner i forhold til dette. Det overordnede om metoden for fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi vil, på samme måte som verdsettelsesprinsippet, bero på de foreliggende rettskildefaktorer. Videre vil avgjørelsen av hvilke faktorer og metoder som er relevante ved en slik verdsettelse være et rettslig spørsmål.

Jeg vil i det følgende søke å oppstille generelle retningslinjer for fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi.

### **4.2 Omsetningsverdien**

#### **4.2.1 Generelt**

Selv om verdsettelsesprinsippet er klarlagt, er det ikke dermed gitt hvilken verdsettelsesmetode som i det enkelte tilfellet skal benyttes. Det eneste man kan utlede av verdsettelsesprinsippet om metoden, er at man skal benytte den metode som i hvert enkelt tilfelle er best egnet til å fastslå aksjenes antatte omsetningsverdi.

Etter verdsettelsesprinsippet skal man frem til den verdi en antatt kjøper av aksjene ville vært villig til å gi for disse ved verdsettelsestidspunktet. Hvis det på verdsettelsestidspunktet er etablert en omsetningsverdi for aksjen, vil denne kunne være et uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi. Som nevnt ovenfor i punkt 3.3, forutsettes det i forarbeidene at aksjenes antatte omsetningsverdi skal søkes fastsatt gjennom å konstatere en omsetningsverdi for aksjene. Dette følger forutsetningsvis av uttalelsen:

*"I selskaper hvor det er liten omsetning av selskapets aksjer, kan det imidlertid være vanskelig å konstatere noen omsetningsverdi."<sup>92</sup>*

En omsetningsverdi kan fastslås på flere grunnlag. Børskurs er det beste eksemplet på en etablert omsetningsverdi som vil komme tett opp til aksjenes antatte omsetningsverdi. Grunnen til dette er børskursen er et direkte resultat av markedsfunksjonen og vil derfor være det beste uttrykk for hva en tenkt kjøper til enhver tid vil være villig til å betale for aksjen.<sup>93</sup> Det følger imidlertid av børsforskriften § 4 (1) at det bare er allmennaksjeselskaper som kan børsnoteres. Dette innebærer at børskursen er utelukket som grunnlag for verdsettelsen ved utøvelse av forkjøpsrett etter aksjeloven. Jeg blir derfor ikke gå nærmere inn på børskurs i det følgende.

Det er imidlertid ikke bare børskursen som kan danne grunnlaget for omsetningsverdi. Også tidligere omsetning i aksjen utenfor børs vil kunne gi uttrykk for en omsetningsverdi.

#### **4.2.2 Tidligere omsetning**

At tidligere omsetning i aksjen kan danne grunnlaget for verdsettelsen følger blant annet av LG-2005-30739-2. I dette skjønnet uttales det at: *"[v]ed vurderingen av aksjenes verdi vil annen omsetning av aksjene være av vesentlig betydning."* Tilsvarende kan også utledes av Flesberg-dommen, der det ble lagt betydelig vekt på tidligere omsetning i aksjen.<sup>94</sup>

Selv om det har vært en viss omsetning i aksjen, er det imidlertid ikke gitt at denne kan legges til grunn for verdsettelsen. Det må stilles krav om at markedet for omsetning av aksjene er tilstrekkelig fungerende. For at dette skal være tilfelle må det oppstilles krav til effisiens, likviditet og eierspredning.<sup>95</sup>

---

<sup>92</sup> NOU 1996:3 side 122.

<sup>93</sup> Woxholt (2003), side 63.

<sup>94</sup> Rt. 2007 side 1392 avsnitt 48-50.

<sup>95</sup> NOU 1995:30 side 131-132 og Christensen, side 40 flg.



Av enkelte i juridisk teori har det blitt stilt krav om et perfekt<sup>96</sup> eller velfungerende<sup>97</sup> marked for at en omsetningsverdi skal kunne konstateres på grunnlag av tidligere omsetning i aksjen.

Med et krav til likviditet menes det at det stilles krav til at aksjen omsettes hyppig. Ved dårlig likviditet i aksjen vil det være vanskelig å dra sikre slutninger om pris. Grunnen er at det kan ha gått lang tid siden aksjen sist har vært omsatt. I det perfekte marked omsettes aksjen så hyppig at det ikke er risiko for at kursen på aksjen påvirkes av et enkelt aksjesalg. Et slikt krav til likviditet kan etter mitt syn ikke oppstilles. Resultatet av et slikt krav vil være at tidligere omsetning aldri eller bare unntaksvis vil kunne legges til grunn for verdsettelsen ved utøvelse av forkjøpsrett. Dette fordi forkjøpsrett er en begrensning i aksjenes frie omsettelighet, noe som går ut over likviditeten i aksjen. Det vil da derfor ikke være hensiktsmessig å oppstille et slikt krav til likviditet.

I rettspraksis har det heller ikke blitt stilt strenge krav til likviditeten for at omsetningsverdien har blitt lagt til grunn for verdsettelsen. I Flesberg-dommen ble omsetningsverdien lagt til grunn for verdsettelsen selv om det hadde vært en svært begrenset omsetning i aksjen de seneste årene.<sup>98</sup> Etter mitt syn kan det derfor ikke oppstilles et strengt krav til likviditet.

Effisiens oppnås når alle aktørene har tilgang til fullstendig og riktig informasjon om det aktuelle selskapet.<sup>99</sup> Verdsettelsen av et selskap vil hovedsaklig bero på den informasjon som foreligger om selskapet. Tilstrekkelig informasjon om selskapet må derfor ses på som en nødvendig forutsetning for selgers og kjøpers verdivurdering av aksjene. I flere verdsettelsesskjønn vises det til en uttalelse fra en betenkning av Aarbakke, avgitt i forbindelse med tvangsinnløsningen av Saugbrugsforeningen. Av denne følger det at det avgjørende er hva en kjøper med "fullstendig og korrekt informasjon" ville betalt for aksjen. Det oppstilles

---

<sup>96</sup> Krohn (2000), side 83-84.

<sup>97</sup> Woxholt (2003), side 63-64.

<sup>98</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 47-51.

<sup>99</sup> NOU 1995:30 side 97 og Truyen, Filip, *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*, Tidsskrift for Rettsvitenskap, 2007 nr. 1-2, side 105.

nærmest et krav om full effisiens. Det kan med ganske stor sikkerhet hevdes at det ikke eksisterer full effisiens ved noe marked i dag.<sup>100</sup> Etter mitt syn vil det derfor ikke være hensiktsmessig å oppstille et slikt krav til omsetningsverdien for at denne skal kunne legges til grunn for verdsettelsen. Dette vil medføre at omsetningsverdien i praksis aldri vil kunne legges til grunn for verdsettelsen.

Støtte for dette syn kan finnes i definisjonen av virkelig verdi i regnskapsmessig forstand.<sup>101</sup> Her defineres virkelig verdi som den verdi som fremkommer i en transaksjon mellom *velinformerte* og frivillige parter. Definisjonen gir anvisning på et krav om tilstrekkelig informasjon, ikke fullstendig informasjon. Videre gir definisjonen anvisning på at kjøper og selger må ha lik informasjon. Dette gir etter mitt syn den beste regel.

Det oppstilles også et krav til eierspredning for at markedet skal være velfungerende. Tanken bak dette er at en omsetningsverdi som er påvirket av eventuelle eierkonstellasjoner vil være et dårlig uttrykk for aksjenes virkelige verdi. Hvor stor eierspredning som kreves finnes det lite veiledning for. En indikasjon på dette kan man imidlertid finne i børsforskriften § 4 (4) der det kreves at 25% av aksjene i selskapet er spredt blant allmennheten. Hvis kravet til eierspredning settes lik det som følger av børsforskriften, vil dette føre til at man i de fleste forkjøpsrettstilfellene ikke vil kunne vektlegge tidligere omsetning i aksjen ved verdsettelsen. Grunnen til dette er at det i de fleste selskaper som reguleres av aksjeloven vil være relativt små selskaper med få eiere. Et slikt krav kan derfor ikke være hensiktsmessig. Støtte for at det ikke kan stilles et slikt krav kan finnes i Flesberg-dommen. Her ble den tidligere omsetningen lagt til grunn for verdsettelsen til tross for at det var liten eierspredning. Eierspredning ble heller ikke nevnt i Høyesterett argumentasjon. Etter mitt syn kan det derfor ikke oppstilles noe krav til eierspredning for at omsetningsverdien skal kunne legges til grunn for verdsettelsen ved utøvelse av forkjøpsrett.

---

<sup>100</sup> Christensen (2001), side 44.

<sup>101</sup> Se punkt 3.3 og Huneide (2007), side 124.

Ut over de ovennevnte krav, vil det imidlertid også måtte stilles krav til hvem aksjene er overdratt til. En pris oppnådd ved omsetning innenfor en begrenset krets av aksjonærer, familie og kjente vil normalt tillegges liten vekt.<sup>102</sup> I slike tilfeller vil aksjen ofte tilbys til en rabattert pris. Et eksempel fra rettspraksis der tidligere omsetning i slike tilfeller ikke blir tillagt vekt finner man i RG 2008 side 752. Her uttales det at det:

*”... ikke [har] vært noen ordinær omsetning av selskapets aksjer. Selskapet har etter det opplyste kjøpt 3 945 egne aksjer i perioden 2003 - 2005 for 250 - 300 kroner pr aksje, men slik omsetning gir etter lagmannsrettens syn ikke tilstrekkelig grunnlag for å fastslå en alminnelig omsetningsverdi for selskapets aksjer.”*

En sammenfatning av det ovennevnte trekker, etter mitt syn, i retning av at det ikke kan oppstilles noe krav om et perfekt eller velfungerende marked. En følge av at forkjøpsrett er en begrensning i aksjenes frie omsettelighet, er at det ikke vil eksistere noe perfekt marked og sjeldent noe velfungerende marked. Det vil i praksis bare være kjøpere som tilfredsstillers aksjonærenes krav som kan erverve aksjer i selskapet. Dette kan etter min mening ikke være til hinder for at tidligere omsetning kan legges til grunn for verdsettelsen. Begrensninger i og mangler ved markedet vil bli priset inn i aksjen når en tenkt kjøper vurderer å inngi et bud på aksjen. Tidligere omsetning av en aksje på et marked som ikke tilfredsstillers de tradisjonelle krav til et perfekt eller velfungerende marked, må derfor også kunne gi veiledning på aksjenes antatte omsetningsverdi.

Støtte for et slikt syn gir også Høyesteretts premisser i Flesberg-dommen. Det uttales i avsnitt 50 og 51:

*”Som lagmannsretten har konstatert, forelå det ikke et « velfungerende marked » for omsetning av aksjen da*

---

<sup>102</sup> Giertsen (1995), side 413.

*innløsningskravet ble fremsatt. Men at omsetningen ikke fullt ut tilfredsstillende kravene til et slikt marked, betyr ikke nødvendigvis at de underliggende verdier skal legges til grunn. ...”*

*”Jeg er kommet til at lagmannsrettens vurdering av at det fantes en omsetningsverdi som kunne legges til grunn, ikke bygger på noen uriktig rettsanvendelse.”*

Høyesterett kom her til at det ikke forelå et velfungerende marked, men at dette ikke var til hinder for at det kunne konstateres en omsetningsverdi som kunne legges til grunn ved verdsettelsen. Avgjørelsen gir etter mitt syn anvisning på at det ikke oppstilles spesielt strenge krav til den tidligere omsetningen for at denne skal kunne legges til grunn for aksjenes antatte omsetningsverdi.<sup>103</sup> Også forutberegnelighetshensyn tilsier at man bør være varsom med å fravike den verdi aksjen har i markedet.<sup>104</sup> I vurderingen av hvilke krav som skal stilles til omsetningen må man også se hen til at alternativet til å legge omsetningsverdien til grunn, er å foreta en teoretisk verdsettelse det vil hefte store subjektive innslag ved. Jeg kommer derfor til at det ikke kan stilles strenge krav for tidligere omsetning i aksjen at denne skal kunne legges til grunn ved verdsettelsen. Det kan i alle tilfeller ikke oppstilles et krav om perfekt eller velfungerende marked. Etter mitt syn må det avgjørende være om omsetningsverdien er fremkommet som et resultat av forhandlinger på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.<sup>105</sup>

Hvorvidt tidligere omsetning i aksjen skal legges til grunn for verdsettelsen i det enkelte tilfelle, må avgjøres etter en konkret helhetsvurdering der vurderingstemaet må være om den foreliggende omsetning, vil være det beste uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi.

---

<sup>103</sup> I samme retning Larsen (2007), side 290.

<sup>104</sup> Se punkt 3.5.7.

<sup>105</sup> Huneide m.fl. (2007), side 124.

### 4.2.3 Betydningen av at det foreligger en avtalt pris

I de tilfeller der det foreligger forkjøpsrett etter hovedregelen i asl. § 4-19 (1) vil det foreligge en avtalt pris mellom selgende aksjonær og kjøper. Også ved vedtektsfestet tilbudsrett vil det imidlertid kunne være avtalt en pris for aksjene selv om disse ennå ikke er overdratt. At en slik avtalt pris for aksjene har betydning for verdsettelsen, følger for det første av forarbeidene til asl. § 4-17 (5). Det uttales at:

*"...prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet [vil] kunne gi veiledning..."* ved fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi.<sup>106</sup>

Dette støttes også opp av forarbeidene til lovendringen i asl. § 4-19 som trådte i kraft 1. januar 2009. Her uttales det:

*"Det følger av aksjeloven § 4-23 annet ledd første punktum at ved utøvelse av forkjøpsretten skal innløsningssummen fastsettes etter aksjens « virkelige verdi ». Forslaget om at det er først når aksjen har skiftet eier, at man kan gjøre gjeldende forkjøpsrett, innebærer at man har en mulighet for å vurdere løsningssummen ut fra hvordan aksjens verdi er fastsatt i den allerede inngåtte salgsavtalen."*

Videre ble det i Flesberg-dommen i avsnitt 50, uttalt av Høyesterett at: *"[o]gså det aktuelle salget kan gi indikasjoner på omsetningsverdien."*<sup>107</sup>

Av det ovennevnte følger det at den avtalte prisen for aksjene kan gi indikasjoner på hva som er aksjenes antatte omsetningsverdi.

---

<sup>106</sup> NOU 1996:3 side 122.

<sup>107</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 50.

En problemstilling som melder seg, er hvorvidt den avtalte verdi alene kan gi grunnlag for å fastsette aksjenes antatte omsetningsverdi der det ikke foreligger annen omsetning i aksjen.

I forhold til denne problemstillingen gir loven ingen veiledning. En viss veiledning kan imidlertid finnes i lovens forarbeider. Det uttales at:

*"[i] mangel av [annen omsetning]... vil den prisen som er avtalt mellom partene ... kunne gi veiledning."*<sup>108</sup>

At den avtalte prisen vil kunne gi *veiledning*, taler for at lovgiver ikke har ment at aksjenes avtalte pris alene skal kunne gi grunnlag for å fastsette aksjenes antatte omsetningsverdi.

På den annen side trekker Høyesteretts uttalelser i Flesberg-dommen imidlertid klart i retning av at den avtalte prisen bør tillegges betydelig vekt ved verdsettelsen. Det uttales at utgangspunktet for verdsettelsen i forhold til utøvelse av forkjøpsrett, må være avtalt pris.<sup>109</sup>

Dette syn fremgår også av juridisk teori. Både Aarbakke m.fl. og Andænes gir uttrykk for at den avtalte prisen for aksjene i disse tilfellene vil være et godt utgangspunkt for fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi.<sup>110</sup> I Aarbakke m.fl. uttales det i forhold til verdsettelsen etter asl. § 4-17 (5):

*"En avtalt pris vil man også kunne finne hvor det utøves forkjøpsrett – her vil den pris som er avtalt mellom aksjeeieren og kjøperen i hvert fall være et utgangspunkt [for verdsettelsen]".*<sup>111</sup>

---

<sup>108</sup> NOU 1996:3 side 122.

<sup>109</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 43.

<sup>110</sup> Aarbakke m.fl. (2004), side 272-273 og Andænes (2006) side 226.

<sup>111</sup> Aarbakke m.fl. (2004), side 273

Uttalelsene i Flesberg-dommen og juridisk teori gir etter mitt syn ikke bare anvisning på at avtalt pris kan legges til grunn for verdsettelsen der annen omsetning er fraværende. De gir også anvisning på at avtalt pris også bør tillegges stor betydning der det foreligger annen omsetning i aksjen.

Rettstilstanden etter aksjeloven av 1976 var at den forkjøpsberettigede fikk tre inn i den eksisterende avtale til avtalt pris.<sup>112</sup> Dette taler også for at den avtalte pris bør tillegges stor vekt ved verdsettelsen. Mot dette kan det imidlertid anføres at det foreligger en ny rettskildesituasjon og at rettstilstanden derfor er endret. Etter den gamle aksjeloven måtte en forkjøpsrett vedtektsfestes, mens forkjøpsrett nå er lovens hovedregel. Innløsningssummen skal nå fastsettes ut fra en riktig fortolkning av lovens regel som er aksjenes virkelige verdi.

Hensynet til forutberegnelighet tilser at man bør være varsom med å fravike omsetningsverdien ved verdsettelsen.<sup>113</sup> Derfor bør avtalt verdi kunne legges til grunn i de tilfeller der det ikke foreligger noen annen omsetning i aksjen.

Hvis avtalt pris ikke kan legges til grunn for verdsettelsen i disse tilfellene vil alternativet være å foreta en teoretisk verdsettelse av selskapets underliggende verdi, for så og fordele denne på antall aksjer. Da dette er en verdsettelses metode med betydelige subjektive innslag, taler dette for at en avtalt pris bør kunne legges til grunn i disse tilfellene.

Et annet moment i samme retning, er at dette vil være både prosessøkonomisk og retts teknisk enklere. Den avtalte prisen for aksjene vil normalt være den beste indikasjonen på hvilke likviditetsrabatter som bør komme til fradrag, og hvilke kontrollpremier som bør komme i tillegg.<sup>114</sup> Da eventuelle rabatter og premier vil være priset inn i en avtalt verdi på aksjene, vil retten ved å legge den avtalte prisen til grunn, slippe å foreta en verdjustering for eventuelle rabatter

---

<sup>112</sup> Se Rt. 1986 side 765 og Rt. 2004 side 691.

<sup>113</sup> Se punkt 3.5.7 og 4.2.2.

<sup>114</sup> Nærmere om betydningen av rabatter og premier i punkt 5.

eller premier.<sup>115</sup> En forutsetning vil imidlertid være at denne fremkommer som et resultat av forhandlinger på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.<sup>116</sup> Hvis man ikke kan legge den avtalte verdi til grunn, vil man i de tilfeller der det ikke er tilstrekkelig omsetning i aksjen, være henvist til å konstatere selskapets underliggende verdi, for så å foreta en verdjustering av denne for eventuelle rabatter og premier. Dette vil være både vanskeligere og langt mer arbeidskrevende for et skjønn.<sup>117</sup>

Enkelte synes imidlertid å tillegge avtalt pris for stor betydning. Andenæs mener at et mulig kriterium for verdsettelsen kan være at den avtalte kjøpesummen skal legges til grunn med mindre denne er urimelig.<sup>118</sup> Det kan virke som avtalt pris gjøres til en hovedregel som det kun kan gjøres unntak fra ved urimelighet. Etter det foreliggende rettskildematerialet som er gjennomgått ovenfor, er dette etter mitt syn å trekke betydningen av en avtalt pris noe langt.

Etter mitt syn har det likevel de beste grunner for seg at den avtalte prisen for aksjene kan danne grunnlaget for verdsettelsen i de tilfeller der det ikke er noe annen omsetning i aksjen. Etter den ovennevnte rettspraksis og juridisk teori kan det etter mitt syn også hevdes at en eventuell avtalt pris også bør være utgangspunktet for verdsettelsen der det foreligger annen omsetning i aksjen. Et slikt syn vil samsvare godt med rettstilstanden etter tidligere aksjelov.<sup>119</sup> En forutsetning for at avtalt pris kan legges til grunn for verdsettelsen må, i likhet med annen omsetning i aksjen, være at det er snakk om en frivillig transaksjon mellom velinformerte og frivillige parter.<sup>120</sup> Grunnen til denne forutsetningen er, som for annen omsetning i aksjen, at det kan hefte forhold ved den avtalte prisen som gjør at denne ikke er det beste uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi. Det typiske eksemplet på slike forhold vil være at aksjene er solgt til underpris til familie eller bekjente. Et annet eksempel er der den avtalte prisen er satt kunstig høyt på grunn av manglende eller uriktig informasjon om selskapet.

---

<sup>115</sup> Larsen (2007), side 292.

<sup>116</sup> Huneide m.fl. (2007), side 124.

<sup>117</sup> Larsen (2007), side 292.

<sup>118</sup> Andenæs (2006), side 226.

<sup>119</sup> Aksjeloven av 1976 § 3-3. Se Rt. 1986 side 765 og Rt. 2004 side 691.

<sup>120</sup> Se punkt 3.7 og 4.2.2 og Huneide m.fl. (2007), side 124.



#### 4.2.4 Oppsummering

Etter en sammenfatning av det ovenstående følger det at aksjenes omsetningsverdi skal legges til grunn for verdsettelsen der en slik kan fastsettes. En forutsetning må imidlertid være at denne fremkommer som et resultat av forhandlinger på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.<sup>121</sup>

I de tilfeller der det foreligger en avtalt pris, må denne være utgangspunktet for verdsettelsen. Forutsetningen her må også være at denne fremkommer som et resultat av forhandlinger på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter.<sup>122</sup> Dette må også gjelde i de tilfeller der det foreligger annen omsetning i aksjen.

### 4.3 Selskapsverdien

#### 4.3.1 Innledning

Som nevnt ovenfor hender det at det ikke foreligger noen avtalt pris eller tidligere omsetning i aksjen. Videre kan det tenkes at det hefter forhold ved den avtalte prisen eller den tidligere omsetningen som gjør at omsetningsverdien ikke er det beste uttrykket for aksjenes antatte omsetningsverdi. I disse tilfellene vil man måtte se hen til selskapets underliggende verdier ved fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi. Dette følger blant annet av forarbeidene til asl. § 4-17 (5). Her fremgår det at "*[i] mangel av slike holdepunkter vil ... verdien av selskapet kunne gi veiledning.*"<sup>123</sup>

Det er flere metoder for å komme frem til verdien av selskapet. De mest brukte metodene er avkastningsbasert verdsettelse og substansverdi. Hvilke av disse metodene som i hvert tilfelle er best egnet til å fastslå selskapsverdien, må avgjøres konkret.<sup>124</sup> Domstolens siktemål må være å velge den metode som i det konkrete tilfellet gir det beste uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi.

---

<sup>121</sup> Huneide m.fl. (2007), side 124.

<sup>122</sup> Huneide m.fl. (2007), side 124.

<sup>123</sup> NOU 1996:3 side 122.

<sup>124</sup> Rt. 2003 side 713 avsnitt 74. Se også punkt 3.7.

Den konkrete fastsettelsen av selskapets verdi vil bero på økonomiske betraktninger. Jeg vil derfor ikke gå inn på noen detaljert drøftelse av denne. Fremstillingen i det følgende vil derfor begrenses til å gi noen grunnleggende synspunkter på hvilke metoder som oftest blir brukt i praksis og hva som gjør at de enkelte metoder foretrekkes i de enkelte typetilfeller.

Et særlig spørsmål som må avklares innledningsvis er hvorvidt verdsettelsen av selskapet skal foretas med forutsetning om fortsatt drift eller avvikling av driften.

Loven gir ingen veiledning for løsning av spørsmålet. Det uttales imidlertid av Norges Industriforbund i forarbeidene, at verdsettelsen "som hovedprinsipp" skal foretas under forutsetning om videre drift.<sup>125</sup> Det kan etter mitt syn ikke være riktig at det gjelder noen ubetinget forutsetning om dette. Om verdsettelsen skal foretas under forutsetning om fortsatt drift eller avvikling, må bero på hva som i det konkrete tilfellet gir den beste tilnærmingen til aksjenes antatte verdi. Hvis det er nærliggende å anta at selskapets virksomhet faktisk vil bli avviklet, må dette også forutsettes ved verdsettelsen.

#### **4.3.2 Avkastningsbaserte verdsettelse**

Avkastningsverdien er et uttrykk for nåverdien av den fremtidige verdiskapningen i selskapet.<sup>126</sup> Det finnes flere metoder for å fastsette et selskaps avkastningsverdi. En metode er kontantstrømbasert verdsettelse (kontantstrøm-metoden), der verdsettelsen bygger på selskapets forventede kontantstrømmer med tillegg av et avkastningskrav.<sup>127</sup>

Teoretisk sett er dette den mest direkte innfallsvinkelen til selskapets virkelige verdi.<sup>128</sup> Denne metoden tar utgangspunkt i selskapets fremtidige inntjening med tillegg av det krav til avkastning en tenkt kjøper vil sette i forhold til risikoen ved investeringen. Ulempen med denne metoden er imidlertid at de

---

<sup>125</sup> Ot.prp. nr. 19 1974-1975, side 42.

<sup>126</sup> Giertsen (1995), side 419 likeledes Krohn (2000), side 116.

<sup>127</sup> Krohn (2000), side 116.

<sup>128</sup> Krohn (2000), side 116.

fremtidige kontantstrømmene og avkastningskravet er usikre og vanskelige å fastslå, da disse i stor grad bygger på usikre estimater om fremtidige forhold. Eksempler på forhold det kan herske usikkerhet omkring er selskapets fremtidige ledelse, svingninger i det aktuelle markedet og andre konjunkturer som selskapet blir berørt av.

En verdsettelse av et selskaps fremtidige kontantstrømmer vil derfor bære preg av å være svært subjektiv. Hvis fem forskjellige økonomer fikk i oppdrag å verdsette et selskap etter denne metoden ville man mest sannsynlig få fem forskjellige verdier på selskapet.

Da det knytter seg slik usikkerhet til den kontantstrømbaserte verdsettelsesmetode, blir det ofte i stedet brukt en annen og noe enklere metode; normalresultatmetoden. Her er utgangspunktet for verdsettelsen et normalresultat som diskonteres til en nåverdi.<sup>129</sup> Denne normalverdien bygger på en vurdering av de tidligere års årsresultater og kommende års budsjetter. Det er vanlig at et slikt normalresultat i stor grad bygger på et gjennomsnitt der de nærmeste års resultater gis størst vekt da disse antas å gi det riktige bildet av fremtiden.

Fordelen med denne verdsettelsesmetoden er at grunnlaget for denne, i motsetning til kontantstrøm-metoden, er realiserte tall og estimater om fremtidige forhold som kun går kort frem i tid. Dette medfører at normalresultatmetoden gir en verdsettelse som, i større grad enn kontantstrøm-metoden, er objektiv og etterprøvbart.<sup>130</sup>

Ulempen er imidlertid at denne metoden bare er en grovere tilnærming til kontantstrøm-metoden.<sup>131</sup> Beregningen vil derfor ikke ha det samme presisjonsnivået og vil derfor ikke gi en like god tilnærming til aksjenes virkelige verdi.

---

<sup>129</sup> Giertsen (1995), side 419.

<sup>130</sup> Dahl, Gunnar A., *Virkelig Verdi i årsregnskapet*, Praktisk økonomi og finans, 2004 nr. 04, side 78.

<sup>131</sup> Dahl (2004), side 78.

Selv om kontantstrøm-metoden gjerne blir fremheves som den ”prinsipielt riktige”<sup>132</sup> metoden, blir ofte normalresultat-metoden foretrukket.<sup>133</sup> Etter mitt syn skyldes dette at det ofte knytter seg så stor usikkerhet og uenighet til kontantstrøm-metoden, at normalresultat-metoden foretrekkes selv om denne ikke regnes som like nøyaktig.

### **4.3.3 Balansebaserte verdsettelse**

#### ***4.3.3.1 Substansverdi***

En annen måte å komme frem til selskapsverdien er å beregne selskapets substansverdi. Substansverdien i et selskap er som nevnt ovenfor en nettoverdi av selskapets omsettelige eiendeler fratrukket dets forpliktelser.<sup>134</sup> En forutsetning for denne verdsettelsesmetoden er at foretakets virksomhet fortsettes. Det tenkte salget forutsettes dermed å finne sted på et av selgeren valgt tidspunkt, uten tidsnød.<sup>135</sup> Det er med andre ord ikke snakk om et forsert salg. Slik vil en tenkt selger oppnå den beste prisen markedet kan tilby for eiendelene.

Fordelen med å basere verdsettelsen på substansverdien kontra avkastningsbasert verdsettelse er at man ved beregningen av substansverdien tar utgangspunkt i de balanseførte verdiene i selskapet. Dermed unngår man usikkerheten med å måtte bygge verdsettelsen på mer eller mindre nøyaktige antagelser om selskapets fremtidige inntjening slik som ved de avkastningsbaserte verdsettelsesmetoder. Substansverdien vil derfor være en langt mer objektiv og etterprøvable verdsettelsesmetode.

Hvorvidt substansverdien gir det beste uttrykket for aksjenes antatte omsetningsverdi vil bero på flere forhold. Et av de viktigste er om det foreligger

---

<sup>132</sup> I LB-2001-2351 B/01 la lagmannsretten, i Norway Seafoods-saken, til grunn at kontantstrøm-metoden er den ”prinsipielt riktige” verdsettelsesmetode for selskapets underliggende verdi. Dette ble ikke avvist av Høyesterett.

<sup>133</sup> Se bl.a. RG 2008 side 752.

<sup>134</sup> Giertsen (1995), side 417.

<sup>135</sup> Giertsen (1995), side 417.

et fungerende annenhåndsmarked for selskapets eiendeler.<sup>136</sup> Hvis selskapets anleggsmidler i stor grad består av spesialiserte maskiner som i liten eller ingen grad etterspørres, vil man ikke oppnå noen god pris for disse. I slike tilfeller vil substansverdien være en dårlig indikator på selskapets verdi. Det vil dermed ikke være særlig aktuelt å legge stor vekt på denne ved verdsettelsen av selskapet.

Et annet moment som er avgjørende for hvilken vekt substansverdien skal tillegges, er hvilken virksomhet det er snakk om. Et selskap som har sin inntjening gjennom å utføre tjenester, vil være lite egnet til å verdsettes gjennom substansverdimetoden. Et eksempel vil her være et konsulentbyrå. I disse tilfellene vil selskapet ha liten eller ingen substansverdi, men kan fremdeles ha stor inntjeningsevne og dermed stor avkastningsverdi. Vekten av substansverdien ved fastsettelsen av antatt omsetningsverdi av aksjene vil i slike tilfeller være liten. Der selskapet derimot har sin inntjening gjennom dets eiendeler, vil substansverdien normalt være mer egnet. Et eksempel på slik virksomhet er eiendomsselskaper. Disse selskapene har sin inntjening normalt gjennom salg eller utleie av eiendommer.

Også selskapets utbyttepolitikk forut for verdsettelsen vil kunne ha betydning for vekten av substansverdien. Et selskap som hvert år har delt ut maksimalt utbytte vil kunne ha en kunstig lav substansverdi i forhold til selskapets egentlige verdi. Dette vil særlig være i de tilfeller der selskapet har god inntjeningsevne. I slike tilfeller vil substansverdien være en dårlig indikator på hva en antatt kjøper ville gitt for aksjene i selskapet.

Gode eksempler på selskaper der substansverdien vil kunne være et godt uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi, er tankrederier og eiendomsselskaper. Inntjeningen i disse selskapene vil normalt ligge i dets eiendeler, i tillegg til at det som oftest eksistere gode annenhåndsmarkeder for skip og eiendom. Tanken bak dette er at eiendeler som omsettes hyppig, i et effektivt marked, vil ha en

---

<sup>136</sup> Kronh (2000), side 125

markedsverdi som gir uttrykk for eiendelenes forventede inntjening. Markedsverdien på skip i tankmarkedet vil som regel være fastsatt gjennom en beregning av dets forventede inntjening i tiden som kommer. Også for eiendomsselskaper vil dette være tilfellet. I eiendomsselskaper som består av forretningsgårder med langsiktige leiekontrakter, vil man med stor sikkerhet kunne fastsette leiegårdenes fremtidige inntjening gjennom substansverdien.

I disse tilfellene vil substansverdien i selskapet være tilnærmet lik dets avkastningsverdi da selskapet inntjening ligger i dets eiendeler. Her vil man gjennom eiendelenes etablerte markedsverdi så å si kunne komme frem til selskapets avkastningsverdi uten den usikkerhet som vanligvis ligger i denne verdien. I slike tilfeller vil substansverdien derfor være å foretrekke ved verdsettelsen.

En ulempe med verdsettelse på bakgrunn av substansverdien er at denne ikke gir uttrykk for den merverdi som ligger i selskapet (goodwill). Denne merverdien kan blant annet skyldes stabil og kjøpekraftig kundekrets, godt produkt eller et godt innarbeidet foretaksnavn.<sup>137</sup> En følge av dette er at skjønnnet i tillegg til å fastsette substansverdien, også må fastsette denne merverdien i selskapet. Med andre ord, en form for "dobbeltskjønn".

#### **4.3.3.2 Likvidasjonsverdi**

Likvidasjonsverdien er, som substansverdien, en nettoverdi av selskapets omsettelige eiendeler fratrukket dets forpliktelser. Forskjellen fra substansverdien er at det ved likvidasjonsverdien forutsettes at selskapet eller dets virksomhet avvikles.<sup>138</sup> En verdsettelse etter denne metoden vil derfor være en tenkt realisering av selskapets eiendeler ved et forsert salg fratrukket selskapets forpliktelser. Et slikt forsert salg vil i alle normale tilfeller medføre en rabattert pris for kjøper.

---

<sup>137</sup> Giertsen (1995), side 424.

<sup>138</sup> Kronh (2000), side 127 og Giertsen (1995), side 416.

Å legge likvidasjonsverdien til grunn for verdsettelsen vil kun være aktuelt der driften i det aktuelle selskapet ventes avvirket.<sup>139</sup>

Ved fastsettelsen av aksjenes "virkelige verdi" ved utøvelse av forkjøpsrett vil likvidasjonsverdien være lite praktisk og derfor vanligvis ha liten vekt. Dette fordi det sjelden vil være aktuelt med salg av aksjer og langt mindre utøvelse av forkjøpsrett i et selskap der en avvikling er nært forestående.

#### **4.3.4 Oppsummering**

Avkastningsbaserte og balansebaserte verdsettelsesmetoder vil gjennomgående gi ulike verdier. Ingen av disse verdiene kan etter mitt syn generelt sies å være den "riktige" verdien. Det vil derfor også kunne tenkes at flere verdsettelsesmetoder kombineres. Dette var tilfelle i LG-2005-30739-2. Her ble normalresultatmetoden brukt på selskapets virksomhet, mens substansverdimetoden ble brukt på en fritidsbolig selskapet eide.

Som nevnt må siktemålet for domstolen være å velge den metode som i det konkrete tilfellet gir det beste uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi.

#### **4.4 Oppsummering**

Det følger av det ovenstående om verdsettelsesmetoden at aksjenes antatte omsetningsverdi primært skal søkes fastsatt ved å konstatere en omsetningsverdi for aksjen. Der en omsetningsverdi ikke kan konstateres må man falle tilbake på selskapets underliggende verdi ved verdsettelsen. Dette er i tråd med den anvisning på verdsettelsen som følger av forarbeidene.<sup>140</sup>

Dette er imidlertid bare generelle retningslinjer. Det avgjørende for hvilken eller hvilke verdsettelsesmetoder som skal anvendes i det enkelte tilfelle, må etter mitt syn være hvilken av de aktuelle metodene som i det konkrete tilfellet gir det beste uttrykket for aksjenes antatte omsetningsverdi.

---

<sup>139</sup> Kronh (2000), side 127.

<sup>140</sup> NOU 1996:3 side 122.

## 5. Betydningen av eventuelle rabatter og premier

### 5.1 Innledning

Som nevnt i punkt 3.1 vil omsetningsverdien og selskapsverdien bare unntaksvis være sammenfallende. Hvis omsetningsverdien er høyere enn selskapsverdien betales det en "premie" for aksjen, mens aksjene i de tilfeller der omsetningsverdien er lavere enn selskapsverdien omsettes med en rabatt. Problemstillingen er hvorvidt slike premier og rabatter skal tas hensyn til ved fastsettelsen av innløsningssum ved utøvelse av forkjøpsrett. En eventuell betydning av at rabatter og premier har relevans ved verdsettelsen, vil variere etter hvilken verdi som skal legges til grunn for fastsettelsen av aksjenes antatte omsetningsverdi. Der det ikke kan konstateres noen omsetningsverdi vil selskapets underliggende verdier fratrukket rabatter eller tillagt premier være det korrekte uttrykk for aksjenes antatte omsetningsverdi. En slik justering vil man slippe i de tilfeller der omsetningsverdien kan legges til grunn. Grunnen til dette er at slike rabatter og premier da vil inngå i omsetningsverdien.

### 5.2 Rabatt eller premie som en følge av strukturelle forhold<sup>141</sup>

Det vil ofte være slik at aksjer i aksjeselskaper omsettes for en lavere verdi enn aksjer i et tilsvarende allmennaksjeselskap, da særlig de børsnoterte allmennaksjeselskaper. For børsnoterte aksjer eksisterer det et velfungerende marked for omsetning av aksjer. En erverver av aksjene vil i slike tilfeller ha gode exit-muligheter slik at investeringene lett kan realiseres og avkastningen sikres. Om dette heter det at aksjene har god likviditet. Da det for aksjer i aksjeselskaper ofte hefter omsetningsbegrensninger vil man ikke ha et slikt velfungerende marked for omsetning. Det er med andre ord dårlig likviditet i aksjen. En tenkt kjøper vil derfor kreve rabatt for aksjenes dårlige likviditet. Slik rabatt blir derfor gjerne kalt "likviditetsrabatt".

Det hender ofte at aksjer i samme selskap omsettes på samme tidspunkt til ulik pris. En grunn til dette kan være at det legges til en premie eller gis rabatt på

---

<sup>141</sup> Med strukturelle forhold menes eksempelvis omsetningsbegrensninger, ulik stemmekraft, ulike utbytterettigheter og aksjeposters størrelse.



grunn av den kontroll, eller mangel på sådan, aksjeposten gir i selskapet. Aksjer i aksjeposter som gir kjøper flertallsposisjon i selskapet vil gjennomgående ha en høyere pris enn aksjer i en mindretallspost. En mulig kjøper av en aksjepost som gir flertall i generalforsamlingen vil blant annet ha kontroll med utbyttefastsettelsen i selskapet, jf asl. § 8-2 jf § 5-17 (1). En aksjepost som gir to tredjedels flertall av stemmene og aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen, gir rett til å endre vedtektene i selskapet, jf. asl. § 5-18 (1). Dette vil av en mulig kjøper kunne betraktes som en økonomisk fordel han er villig til å betale ekstra for.

En annen årsak til rabatter og premier kan være at aksjene gir ulike rettigheter i selskapet ved at det er flere aksjeklasser. Aksjeklassene kan gi ulike økonomiske rettigheter i selskapet. Dette vil typisk være at en aksjeklasse gis fortrinnsrett til utbytte, såkalte preferanseaksjer. Aksjeklassene kan også gi ulike organisatoriske rettigheter i selskapet. Et typiske tilfelle er der det hefter stemmerettsbegrensninger på den ene aksjeklassen. Det er på det rene at de økonomiske rettigheter i et selskap vil ha en økonomisk verdi for en tenkt kjøper av en aksjepost. Dette er imidlertid ikke like opplagt for de organisatoriske rettigheter. Disse har jo i seg selv ingen økonomisk verdi. I praksis er det likevel slik at aksjer fra aksjeklasser med ulike organisatoriske rettigheter, omsettes til ulik pris. Dette gir en anvisning på at de organisatoriske rettighetene i et selskap ofte har en økonomisk verdi for en kjøper.

Det følger av Flesberg-dommen at det skal gjøres fradrag for rabatt som skyldes dårlig likviditet i aksjen. Etter å ha konstatert at det ikke forelå noe velfungerende marked, delvis på grunn av manglende likviditet i aksjen, uttalte Høyesterett:

*”Jeg er kommet til at lagmannsrettens vurdering av at det fantes en omsetningsverdi som kunne legges til grunn, ikke bygger på noen uriktig rettsanvendelse. Omsetningsbegrensninger fører til*

*reduisert likviditet i aksjen og kan medføre betydelig reduksjon av markedspris, fra 5-60 %, etter det opplyste.”<sup>142</sup>*

Etter mitt syn er det ingen grunn til at det skal være annerledes for rabatter som skyldes andre strukturelle forhold. Dette synes også å følge av juridisk teori.<sup>143</sup> Ulf Larsen gir uttrykk for at eventuelle kontrollpremier, i likhet med likviditetsrabatter, er relevante ved verdsettelsen. Han uttaler i forbindelse med sin analyse av Flesberg-dommen:

*”Med Flesberg-dommen må det anses avgjort at likviditetsrabatter er relevante når retten skal vurdere antatt omsetningsverdi. Tilsvarende gjelder kontrollpremier, det er ut fra det grunnleggende vurderingstemaet Høyesterett har gitt anvisning på i Flesberg-dommen ingen grunn til å skille mellom likviditetsrabatter og kontrollpremier.”*

Dette synspunkt støttes også opp av økonomisk teori.<sup>144</sup> Her uttales det at *”[h]vorvidt man verdsetter enkeltposter, strategiske poster eller full overtakelse av selskapet vil ha stor betydning for verdien pr. aksje, idet det gjerne beregnes rabatter eller premium på en bedriftsøkonomisk verdi av virksomheten.”*

Et argument i samme retning er at strukturelle forhold vil påvirke den pris en tenkt kjøper er villig til å gi for aksjene. Det vil være naturlig at rabatter og premier som skyldes slike forhold tillegges vekt ved fastsettelsen av verdsettelsen, da det er aksjenes antatte omsetningsverdi søkes.

Det kan derfor konkluderes med at rabatter som en følge av strukturelle forhold, har betydning for verdsettelsen av aksjer ved utøvelse av forkjøpsrett.

---

<sup>142</sup> Rt. 2007 side 1392 avsnitt 51.

<sup>143</sup> Larsen (2007), side 290.

<sup>144</sup> Dahl (2004), side 75.

### 5.3 Strategiske hensyn og synergieffekter

Ved kjøp av selskapsandeler er det ikke uvanlig at det betales en premie for aksjen på grunn av strategiske hensyn eller forventninger om synergieffekter.

Et eksempel på et slikt tilfelle finner man i Flesberg-dommen. Energiselskapet Buskerud AS kjøpte en aksjepost i Flesberg Elverk AS med det formål å samordne lokale kraftselskaper i egen virksomhet for dermed å kunne effektivisere driften. Energiselskapet Buskerud AS betalte derfor kr 1140 mer for aksjene enn det aksjen hadde blitt omsatt for tidligere.

Problemstillingen er hvorvidt en slik merverdi skal tillegges vekt ved fastsettelsen av innløsningssummen.

Et moment som taler for at strategiske hensyn skal tillegges vekt ved verdsettelsen, er at dette vil holde kjøper skadesløs. Der en forkjøpsrett gjøres gjeldende *etter* en aksjeovergang vil kjøperen ha en forventning om å bli holdt skadesløs. Dette taler for at innløsningssummen skal settes til den avtalte pris og dermed inneholde den ekstra premien. Mot dette kan det anføres at en kjøper vil være kjent med at det hefter forkjøpsrett ved aksjen. Hvis vedkommende likevel velger å betale mer enn markedspris for aksjen, må han selv bære risikoen for at forkjøpsretten kan gjøres gjeldende.

Videre det vil fremstå som urimelig om en merverdi som bare kan oppnås av en enkelt kjøper, skal føre til at en aksjonær som ikke vil kunne realisere denne merverdien, måtte betale mer for aksjene av denne grunn. En mulig følge av dette vil være at aksjonærer som ellers ville benyttet seg av forkjøpsretten vegrer seg for å benytte seg av denne. Dette vil kunne undergrave forkjøpsrettsinstituttet.

Dersom en slik pris skal legges til grunn ved verdsettelsen vil dette også kunne føre til illojale tilpasninger mellom selger og kjøper. Selger kan alliere seg med en kjøper han vet ikke vil bli godtatt av de andre aksjonærene. Ved da å avtale en høy pris for aksjene begrunnet i strategiske hensyn eller synergieffekter, vil disse kunne manipulere innløsningssummen.

I Flesberg-dommen kom Høyesterett til at det ikke berodde på en uriktig rettsanvendelse fra lagmannsrettens side, da den merverdi Energiselskapet Buskerud AS var villig til å betale for, ikke ble vektlagt ved fastsettelsen av innløsningssummen.<sup>145</sup>

Etter mitt syn skal strategiske hensyn eller synergieffekter derfor ikke vektlegges ved fastsettelsen av innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett.

---

<sup>145</sup> Rt. 2007 side 1392, avsnitt 47-51.

## 6. Kilder

### 6.1 Lover

- Lov om aksjeselskaper (aksjeloven), 13 juni 1997, nr 44
- Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), 13 juni 1997 nr 45

### 6.2 Litteraturliste

- Aarbakke, Magnus, *Tvangsovertakelse av aksjeminoriteter etter aksjelovens § 14-9 - fastsettelse av vederlaget*, Upublisert betenkning avgitt i anledning tvangsinnløsning i Saugbruksforeningen, datert 5. juni 1986.
- Aarbakke, Magnus, Jan Skåre, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Asle Aarbakke, *Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer*, 2. utg. Oslo, 2004.
- Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, 2. utg. Oslo, 2006.
- Austenå, Torgeir, *Løsningsrettigheter*, Oslo, 1976.
- Bale, Baard og Gudmund Knudsen, *Vedtektsfestet løsningsrett til aksjer (Aksjeloven § 3-3)*. I: BA-HR (red.): *Næringslivsjus – aktuelle problemstillinger*, s. 557-616. Oslo 1991.
- Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, Oslo 2008
- Christensen, Rudi Mikal, *Verdsettelse ved Tvangsinnløsning av aksjeminoritet*, Studentavhandling nr. 107, Det juridiske fakultet, Universitetet i Tromsø 2001.

- Dahl, Gunnar A., *Virkelig Verdi i årsregnskapet*, Praktisk økonomi og finans, 2004 nr. 04.
- Eckhoff, Thorstein, *Rettskildelære*, 5. utg. Oslo 2000.
- Falkanger, Aage Thor, *God Tro: en studie av kravet til god tro for å erverve eller opprettholde privatrettslige rettigheter*, Oslo 1999
- Giertsen, Johan, *Generasjonsskifte*, Bergen 1995.
- Huneide, Jens Erik, Kirsten Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen og Tom Sørensen, *Årsregnskapet i teori og praksis*, 8. utg. Oslo 2007.
- Krohn, Mads, *Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall*, Tidsskrift for Forretningsjus, 2000 nr. 1.
- Larsen, Ulf, *Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer*, Tidsskrift for Forretningsjus, 2007 nr. 4.
- Truyen, Filip, *Aksjeanalyse og informasjonsansvar*, Tidsskrift for Rettsvitenskap, 2007 nr. 1-2.
- Truyen, Filip, *Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?*, Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett, 2008 nr.1.
- Woxholt, Geir, *Tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv etter aksjeloven § 4-26, sammenholdt med allmennaksjeloven § 4-25*, Skriftserie for jus nr.3, Oslo 2003.

### 6.3 Forarbeider

- NOU 1992:29 Lov aksjeselskaper

- NOU 1995:30 Lov om regnskap
- NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning
- Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) Om aksjeselskaper
- Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Lov om aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper
- Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.
- Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970
- Innst. O. nr. 80 (1996-1997) Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringer i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgjeving m.m.
- Innst. O. nr. 12 (2006-2007) Innstilling frå justiskomiteen om lov om endringer i aksjelovgivinga o.a.

## **6.4 Rettspraksis**

- Rt. 1986 side 765 - Forkjøpsrett til aksjer
- Rt. 2003 side 713 - Norway Seafoods-dommen
- Rt. 2004 side 691 - KK Tekniske AS
- Rt. 2007 side 1392 - Flesberg-dommen
- LG-2005-30739-2 - KK Tekniske AS (Gulating)

- LB-2006-53528 - Flesberg Elektrisitetsverk (Borgarting)
- RG 2008 side 752 - Brødrene Øyo AS (Borgarting)