



**Verdsettelsesprinsippene ved innløsning av aksjer:  
Omsetningsverdi eller forholdsmessig andel av  
selskapets underliggende verdier?**

*av Kristin Murberg Edvardsen*

*Liten masteroppgave i rettsvitenskap  
ved Universitetet i Tromsø  
Det juridiske fakultetet  
Våren 2008*

# INNHOLDSFORTEGNELSE

<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>4</b>
<b>1.1 GENERELT</b> .....	<b>4</b>
<b>1.2 RETTSKILDESITUASJONEN</b> .....	<b>5</b>
<i>1.2.1 Lovbestemmelsene</i> .....	<i>5</i>
<i>1.2.2 Forarbeidene</i> .....	<i>5</i>
<i>1.2.3 Rettspraksis</i> .....	<i>6</i>
1.2.3.1 Norway Seafoods-dommen .....	6
1.2.3.2 Flesberg-dommen .....	7
<b>1.3 KORT OM DEN VIDERE FREMSTILLING</b> .....	<b>8</b>
<b>2. OMSETNINGSVERDI I FORHOLD TIL FORHOLDSMESSIG ANDEL AV SELSKAPETS UNDERLIGGENDE VERDIER</b> .....	<b>9</b>
<b>3. RETTEN TIL INNLØSNING ETTER "VIRKELIG VERDI" NÅR SAMTYKKE TIL AKSJEERVERV NEKTES</b> .....	<b>11</b>
<b>3.1 LOVBESTEMMELSEN</b> .....	<b>11</b>
<b>3.2 FORARBEIDENE</b> .....	<b>12</b>
<b>3.3 REELLE HENSYN</b> .....	<b>15</b>
<i>3.3.1 Sammenhengen i bestemmelsen</i> .....	<i>15</i>
<i>3.3.2 Innløsningssituasjonen</i> .....	<i>16</i>
<i>3.3.3 Hindre misbruk</i> .....	<i>17</i>
<b>3.4 OMSETNINGSVERDIEN</b> .....	<b>17</b>
<b>4. FASTSETTELSE AV VEDERLAGET TIL "VIRKELIG VERDI" VED UTØVELSE AV FORKJØPSRETT</b> .....	<b>20</b>
<b>4.1 LOVBESTEMMELSENE</b> .....	<b>20</b>
<b>4.2 FORARBEIDENE</b> .....	<b>21</b>
<b>4.3 JURIDISK LITTERATUR</b> .....	<b>22</b>
<b>4.4 RETTSPRAKSIS</b> .....	<b>22</b>
<b>4.5 REELLE HENSYN</b> .....	<b>23</b>
<i>4.5.1 Innløsningssituasjonen</i> .....	<i>23</i>
<i>4.5.2 Hindre misbruk</i> .....	<i>25</i>
<i>4.5.3 Forkjøpsrettsbestemmelsernes effektivitet</i> .....	<i>24</i>
<b>4.6 OMSETNINGSVERDIEN</b> .....	<b>25</b>
<b>5. RETTEN TIL INNLØSNING ETTER "VIRKELIG VERDI" NÅR AKSJONÆREN IKKE LENGER OPPFYLLER VEDTEKTSFESTEDE VILKÅR FOR Å EIE AKSJER</b> .....	<b>26</b>
<b>5.1 LOVBESTEMMELSEN</b> .....	<b>26</b>
<b>5.2 FORARBEIDENE</b> .....	<b>26</b>
<b>5.3 JURIDISK LITTERATUR</b> .....	<b>27</b>
<b>5.4 REELLE HENSYN</b> .....	<b>27</b>
<i>5.4.1 Innløsningssituasjonen</i> .....	<i>27</i>
<i>5.4.2 Sammenhengen i bestemmelsen</i> .....	<i>28</i>
<i>5.4.3 Hindre misbruk</i> .....	<i>28</i>
<b>5.5 OMSETNINGSVERDIEN</b> .....	<b>28</b>
<b>6. VERDSETTELSE TIL "VIRKELIG VERDI" VED UTTREDEN</b> .....	<b>28</b>

6.1 LOVBESTEMMELSEN .....	28
6.2 FORARBEIDENE .....	29
6.3 RETTSPRAKSIS .....	30
6.4 JURIDISK TEORI.....	30
6.5 REELLE HENSYN.....	31
6.5.1 <i>Innløsnings situasjonen</i> .....	31
6.5.2 <i>Likhetsprinsippet</i> .....	31
6.5.3 <i>Hindre misbruk</i> .....	32
6.6 OMSETNINGSVERDIEN .....	33
<b>7. VERDSETTELSE TIL ”VIRKELIG VERDI” VED UTELUKKELSE .....</b>	<b>33</b>
7.1 LOVBESTEMMELSEN .....	33
7.2 FORARBEIDENE .....	33
7.3 RETTSPRAKSIS .....	34
7.4 JURIDISK LITTERATUR.....	36
7.5 REELLE HENSYN.....	36
7.5.1 <i>Innløsnings situasjonen</i> .....	36
7.5.2 <i>Minoritetsvern</i> .....	37
7.5.3 <i>Hindre misbruk</i> .....	38
7.6 KONKLUSJON .....	39
<b>8. VERDSETTELSESPRINSIPPET VED INNLØSNING AV SMÅ AKSJEPOSTER I ALLMENNNAKSJESELSKAPER.....</b>	<b>39</b>
8.1 LOVBESTEMMELSEN .....	39
8.2 FORARBEIDENE .....	39
8.3 RETTSPRAKSIS .....	40
8.4 JURIDISK LITTERATUR.....	41
8.5 REELLE HENSYN.....	41
8.5.1 <i>Innløsnings situasjonen</i> .....	41
8.5.2 <i>Minoritetsvern</i> .....	41
8.5.3 <i>Forutberegnelighet</i> .....	42
8.6 OMSETNINGSVERDIEN .....	42
<b>9. FASTSETTELSE AV INNLØSNINGSSUM UT FRA ”SELSKAPETS ØKONOMISKE STILLING OG MULIGHETER” .....</b>	<b>42</b>
9.1 LOVBESTEMMELSENE .....	42
9.2 FORARBEIDENE .....	43
9.3 JURIDISK LITTERATUR.....	45
9.4 REELLE HENSYN.....	46
9.4.1 <i>Innløsnings situasjonen</i> .....	46
9.4.2 <i>Forventning om likvidasjonsverdien</i> .....	46
9.4.2 <i>Likhetsprinsippet</i> .....	46
9.5 FASTSETTELSE AV INNLØSNINGSSUMMEN.....	47
<b>10. AVSLUTTENDE KOMMENTARER .....</b>	<b>47</b>
<b>11. KILDER .....</b>	<b>49</b>

# 1. INNLEDNING

## 1.1 Generelt

Aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) hjemler rett til innløsning i en rekke ulike situasjoner. Med innløsning menes at en aksjonær har rett til at selskapet eller andre aksjonærer skal overta hans aksjer, eller at selskapet eller andre aksjonærer har rett til å overta en aksjonærs aksjer. Aksjer i aksjeselskaper kan kreves innløst etter samtykkenektelse til aksjeerverv, jf. asl. § 4-17 første ledd nr. 4, når aksjonæren ikke lenger oppfyller vedtektsfestede vilkår for å eie aksjer, jf. asl. § 4-18 tredje ledd siste punktum, ved uttreden etter mislighold, jf. asl. § 4-24 og ved utelukkelse etter mislighold, jf. asl. § 4-25. Når det gjelder aksjer i allmennaksjeselskaper, gir asal. § 4-24 rett til tvangsinnløsning av små aksjeposter. Både aksjeloven og allmennaksjeloven gir innløsningsrett ved bruk av forkjøpsrett, jf. asl. § 4-23/asal. § 4-23, og etter asl. § 4-26/asal. 4-25 kan minoritetsaksjonærer tvangsinnløses av hovedaksjonæren når hovedaksjonæren innehar over 90 prosent av aksjene og stemmene i selskapet. Etter asl. § 16-19 annet ledd annet punktum/asal. § 16-19 annet ledd annet punktum kan en aksjonærs aksjer innløses som alternativ til krav om oppløsning av selskapet. Når aksjer skal innløses etter noen av de nevnte bestemmelsene, må de verdsettes. Det vil si at det må fastsettes en innløsningssum som reflekterer verdien av de rettighetene aksjonæren gir fra seg. Hvilke verdsettelsesprinsipper som da skal anvendes, har vært omstridt.

Ved innløsning etter asl. §§ 4-17, 4-18, 4-23, 4-24 og 4-25 og asal. § 4-23 fremgår det av lovteksten at innløsningssummen skal fastsettes etter "aksjens virkelige verdi". Ved tvangsinnløsning etter asl. § 4-26, asal. § 4-25 og asal. § 4-24 sier ikke lovbestemmelsene noe om verdsettelsesgrunnlaget, men det følger av rettspraksis at virkelig verdi er utgangspunktet også her.<sup>1</sup> En særregel om innløsningssummen gis i asl. § 16-19/asal. § 16-19, der innløsningssummen skal fastsettes "under hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter".

Det må dermed fastslås hva som ligger i "aksjens virkelige verdi" eller at innløsningssummen skal fastsettes "under hensyn til selskapets økonomiske stilling eller muligheter". Et hovedspørsmål er om dette tilsvare aksjenes omsetningsverdi eller en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Med det siste menes en teoretisk verdsettelse på bakgrunn av

---

<sup>1</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods) avsnitt 74.

selskapsverdien, fordelt på antall aksjer. Med omsetningsverdi menes den verdi som fremkommer gjennom frivillig salg i markedet. Denne verdien tilsvarer hva en rasjonell kjøper med full innsikt er interessert i å betale for aksjene.<sup>2</sup> Problemstillingen for oppgaven gjelder spørsmålet om verdsettelsen skal ta utgangspunkt i omsetningsverdien eller selskapets underliggende verdier. Løsningen blir ikke nødvendigvis den samme i alle innløsnings situasjonene, siden forskjellige hensyn gjør seg gjeldende.

## **1.2 Rettskildesituasjonen**

### **1.2.1 Lovbestemmelsene**

Det er et juridisk spørsmål å ta stilling til hvilke verdsettelsesprinsipp som gjelder.<sup>3</sup> Selve lovteksten gir liten veiledning. Formuleringer som ”virkelig verdi” eller ”selskapets økonomiske stilling og muligheter” har ikke noe klart meningsinnhold. Avgjørelsen må derfor baseres på lovtolkning med tilbørlig vekt på de tradisjonelle rettskildefaktorene (forarbeider, rettspraksis, juridisk teori, reelle hensyn mv.).<sup>4</sup>

### **1.2.2 Forarbeidene**

Det er felles forarbeider til aksjeloven og allmennaksjeloven. Et spesielt forhold er at det foreligger ulike sett forarbeider. Det ble først utarbeidet lovutkast med forarbeider som av Odelstinget ble besluttet sendt tilbake til Regjeringen. Årsaken var ønske om regulering i to lover og tilpasninger til EØS-avtalen. Forarbeidene til det tilbakesendte lovutkastet er NOU 1992: 29, Ot.prp. nr. 45 (1993-1994) og Innst. O. nr. 45 (1994-95). Videre ble det utarbeidet to nye lovutkast som resulterte i aksjeloven og allmennaksjeloven. Forarbeidene til disse lovutkastene er NOU 1996: 3, Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) og Innst. O. nr. 80 (1996-1997). Ved motstrid går selvsagt forarbeidene til det vedtatte lovutkastet foran.<sup>5</sup> Dette bygger imidlertid på og forutsetter tolkninger fra det første settet. Den rettskildemessige betydningen for de to settene er dermed neppe så forskjellig.<sup>6</sup>

De fleste innløsningsbestemmelsene i aksjeloven og allmennaksjeloven er nye. Noen er imidlertid videreføringer fra aksjeloven av 1976, og da vil også forarbeidene til denne loven kunne få betydning.

---

<sup>2</sup> LB-2007-3799 (Borgarting lagmannsrett) og Christensen 2001 s. 7 og 9.

<sup>3</sup> Woxholth 2003 s. 37.

<sup>4</sup> Woxholth 2003 s. 37.

<sup>5</sup> Andenæs s. 6

<sup>6</sup> Andenæs s. 6

Siden lovgiver ikke har tatt uttrykkelig standpunkt til hvilke verdsettelsesprinsipp som gjelder, gir heller ikke forarbeidene noe klart svar. Det finnes likevel enkelte uttalelser i forarbeidene som kan gi veiledning for avgjørelsen.

### **1.2.3 Rettspraksis**

#### **1.2.3.1 Norway Seafoods-dommen**

Høyesterett har i to tilfeller tatt stilling til verdsettelsesprinsippene ved innløsning av aksjer. Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) var den første, og gjaldt verdsettelse ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer etter asal. § 4-25.

Bakgrunnen for dommen var at Aker RGI Holding AS, etter tilbud om å kjøpe samtlige aksjer i Norway Seafood ASA for 16 kroner per aksje, var blitt eier av over 90 prosent av aksjene i selskapet. Aker RGI Holding AS besluttet så å tvangsinnløse aksjonærene som ikke hadde akseptert tilbudet. Det var ulike oppfatninger om riktig tilbudspris for aksjene og styret uttalte blant annet at de underliggende verdier i selskapet etter deres mening lå vesentlig over den pris Aker RGI Holding AS hadde tilbudt. Aker RGI Holding AS, nå skiftet navn til Norway Seafoods Holding AS, begjærte skjønn etter asal. § 4-25 for fastsettelse av innløsningssummen overfor de aksjonærene som ikke hadde godtatt tilbudet. Herredsretten fastsatte innløsningssummen til 34,50 kroner per aksje. Norway Seafoods Holding AS begjærte overskjønn vedrørende innløsningssummen. Lagmannsretten fastsatte løsningssummen til 30,40 kroner per aksje. Lagmannsretten fastsatte løsningssummen med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Norway Seafoods Holding AS anket lagmannsrettens rettsanvendelse til Høyesterett, og anførte at lagmannsretten hadde anvendt uriktig verdsettelsesprinsipp.

Hovedspørsmålet for Høyesterett var om innløsningssummen skulle tilsvare aksjenes omsetningsverdi med utgangspunkt i børskurs – eventuelt en anslått børskurs hvor det var tatt hensyn til forhold som virket forstyrrende på kursen på innløsningstidspunktet, eller om løsningssummen skulle reflektere aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.

Høyesterett kom til at løsningssummen skulle tilsvare aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunkt selskapets beslutning om tvungen overtakelse var satt frem. Verdien skulle beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme

kasse har samme verdi. Det fremgår også av dommen at den rabatten som normalt fremkommer mellom omsetningsverdi og selskapets underliggende verdier, ikke skal medregnes til ulempe for minoritetsaksjonærene.

Høyesteretts avgjørelse var for det første begrunnet med at morselskapet ellers kunne bli fristet til å spekulere i det innløsningstidspunktet som gir størst mulig gevinst på minoritetsaksjonærenes bekostning, det tidspunktet da ”rabatten” er ekstra høy. Videre var resultatet begrunnet i hensynet til minoritetsvern og likhetsprinsippet. En annen begrunnelse var at en innløsning til en ”rabattert markedsverdi” kunne friste til illojalitet ved å holde tilbake opplysninger om selskapet for på den måten å presse kursen ned.

Det har vært ulike oppfatninger av betydningen av Norway Seafoods-dommen, særlig i forhold til andre innløsningsbestemmelser i aksjeloven og allmennaksjeloven. Enkelte har ansett dommen som et signal om et generelt sterkere minoritetsvern, mens andre har ment at dommen måtte ha begrenset betydning.<sup>7</sup>

Andenæs mener at ”Dommen er et naturlig utgangspunkt for fastsettelsen av aksjenes virkelige verdi også i forhold til andre innløsningshjemler”.<sup>8</sup>

Aarbakke mfl. er ikke enig i dette.<sup>9</sup> Ifølge Aarbakke mfl. må spørsmålet om hvilke verdsettelsesprinsipper som skal legges til grunn etter andre innløsningsbestemmelser enn asl. § 4-26/asal. § 4-25 ”vurderes på bakgrunn av ordlyden, forarbeidene og premissene for NWS-dommen”. Aarbakke mfl. sier videre at selv om utgangspunktet for skjønnet kan bli det samme, må det reises spørsmål om synspunktene ved skjønn etter andre bestemmelser blir sammenfallende med dem som er anvendt i Norway Seafoods-dommen. Aarbakke mfl. mener at det må vurderes om ulikheter med hensyn til innløsningssituasjonen bør gi et annet resultat enn i Norway Seafoods-dommen og at selv om dommen er en del av rettskildebildet, så må den tillegges begrenset betydning ved innløsning etter andre bestemmelser.

### **1.2.3.2 Flesberg-dommen**

---

<sup>7</sup> Truyen s. 343-356 og Bråthen 2007 s. 13.

<sup>8</sup> Andenæs s. 137.

<sup>9</sup> Aarbakke mfl. s. 271-273.

Høyesterett avsa den 10. oktober 2007 en dom, Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen), som avklarer hvordan innløsningssummen skal fastsettes ved innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-17 femte ledd.

Bakgrunnen for dommen var at Energiselskapet Buskerud AS (Buskerud) kjøpte 180 aksjer i Flesberg Elektrisitetsverk (Flesberg) av Norsk Energi Invest AS for 4.640 kroner per aksje. Etter vedtektene i Flesberg var overdragelsen anhengig av samtykke fra styret. Samtykke ble ikke gitt. Buskerud anla sak med krav om at Flesberg pliktet å samtykke i aksjeervervet, men søksmålet førte ikke frem. Tingretten mente samtykkenektelsen var saklig begrunnet. Buskerud solgte 6 av aksjene og krevde de resterende 174 aksjene innløst av selskapet. Flesberg var villig til å innløse aksjene for 3.500 kroner per aksje, mens Buskerud ville selge for 4.600 kroner. De kom ikke til enighet, og Buskerud begjærte skjønn for fastsettelse av innløsningssummen. Tingretten mente aksjene skulle verdsettes til et beløp som tilsvarte deres forholdsmessige andel av de underliggende verdier i selskapet. Verdien av aksjene var da 5.959 kroner. Flesberg begjærte overskjønn. Lagmannsretten fant at de underliggende verdier i selskapet ikke kunne legges til grunn i dette tilfellet, siden omsetningen av aksjene var undergitt en rekke begrensninger. Lagmannsretten mente innløsningssummen måtte baseres på antatt omsetningsverdi, men at den ikke i noe tilfelle kunne være høyere enn Buskeruds faktiske kostpris.

Buskerud anket over lagmannsrettens rettsanvendelse ved fastsettelse av innløsningssummen for aksjene. Hovedspørsmålet for Høyesterett var dermed om aksjene skulle innløses etter en pris basert på antatt omsetningsverdi, eller tilsvare en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Høyesterett kom enstemmig til ” ... at en vurdering av aksjenes verdi etter § 4-17 femte ledd skal baseres på en antatt omsetningsverdi, der en har grunnlag for å fastslå denne”.<sup>10</sup> Det er dermed klart at det verdsettelsesprinsippet som Høyesterett ga anvisning på i Norway Seafoods-dommen, ikke skal legges til grunn ved innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-17.

### **1.3 Kort om den videre fremstilling**

Oppgaven er begrenset til å behandle spørsmålet om hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn ved de ulike typer innløsningssituasjoner etter aksjeloven og allmennaksjeloven. Materielle vilkår for innløsning og regler om gjennomføring av innløsning vil derfor ikke bli

---

<sup>10</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 41.



behandlet i større grad enn nødvendig for å belyse selve verdsettelsesproblematikken. I punkt 2 redegjøres det først for betydningen av at aksjene verdsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien eller den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. Deretter i punkt 3 behandles verdsettelsesprinsippet ved innløsning etter samtykkenektelse på bakgrunn av Flesberg-dommen. Videre redegjøres det for verdsettelsesprinsippene ved bruk av forkjøpsrett i punkt 4 og ved innløsning når aksjonæren ikke lenger oppfyller vedtektsfestede vilkår i punkt 5. I punkt 6 og 7 drøftes verdsettelsesprinsippene ved uttreden og utelukkelse etter mislighold. Deretter redegjøres det for hvilket verdsettelsesprinsipp som gjelder ved innløsning av små aksjeposter i punkt 8 og innløsning som alternativ til krav om oppløsning i punkt 9. I punkt 10 gis det til slutt noen avsluttende kommentarer. Verdsettelsesprinsippene ved tvangsinnløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25 vil ikke bli nærmere behandlet siden det allerede finnes omfattende juridisk teori vedrørende disse bestemmelsene.<sup>11</sup>

## **2. OMSETNINGSVERDI I FORHOLD TIL FORHOLDSMESSIG ANDEL AV SELSKAPETS UNDERLIGGENDE VERDIER**

Det er bare i et teoretisk perfekt marked at det vil være samsvar mellom aksjenes omsetningsverdi og selskapets underliggende verdier. Forutsetningene for et slikt marked er at aksjene omsettes hyppig, at alle aktørene har full informasjon om alle forhold av betydning for prisingen av aksjene (effisiens) og tilstrekkelig eierspredning.<sup>12</sup>

Aksjenes likviditet vil dermed påvirke omsetningsverdien. Med likviditet menes muligheten til å omsette aksjene. Generelt gjelder det at jo høyere likviditet en aksje har, desto høyere er verdien.<sup>13</sup> Aksjer i allmennaksjeselskaper som er børsnoterte eller hvor kursen registreres på annen måte, har høy likviditet. Dette fordi de er lette å omsette og kan omsettes med begrensede transaksjonskostnader.<sup>14</sup> Aksjer i aksjeselskaper er normalt ikke gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning. At det som regel vil foreligge omsetningsbegrensninger og at det kan være tidkrevende og kostbart å finne en kjøper eller selger, gjør aksjene mindre likvide.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup> Se for eksempel Krohn, Truyen, Woxholth 2003, Krosvik og Bøhren, Christensen 2001, Andenæs s. 251 og 252 og Aarbakke mfl. s. 1083-1085.

<sup>12</sup> Christensen 2002 s. 302.

<sup>13</sup> Huneide mfl. 2007 s. 148.

<sup>14</sup> Huneide mfl. 2007 s. 148.

<sup>15</sup> Huneide mfl. 2007 s. 148.

Aksjespredningen påvirker også omsetningsverdien av aksjene. Er aksjene konsentrert på få hender slik at hovedaksjonæren(e) har stor innflytelse på hvordan selskapet drives, kan dette redusere verdien for de øvrige eierne. Dette gjelder særlig dersom det er fare for at den eller de dominerende eierne ikke er opptatt av fellesskapets beste, men prøver å berike seg selv på de andres bekostning. Konsentrert eierspredning kan imidlertid også ha positiv innflytelse på verdien dersom hovedaksjonæren(e) tar aktiv del i styringen av selskapet, er dyktig og handler til fellesskapets beste.<sup>16</sup>

En annen faktor som påvirker omsetningsverdien, er usikkerhet rundt verdien av aksjene og tilgangen på informasjon om selskapet. Når det gjelder børsnoterte aksjer eller ikke-børsnoterte aksjer som omsettes hyppig, vil markedets oppfatning av hva aksjene er verdt være reflektert i børskursen eller i prisene ved de tidligere aksjeoverdragelsene. Når aksjene sjelden omsettes, vil det ikke foreligge noen slik veiledning når det gjelder verdien av aksjene. Tilgangen til informasjon omkring selskapet er også dårligere for små selskaper som ikke er børsnoterte. Dette fordi børsnoterte selskaper og større selskaper som ikke er børsnoterte, følges mer nøye av finansanalytikere, investorer og media. Verdsettelsen av små selskaper som ikke er børsnoterte, er derfor mer usikker og det kan koste en del å følge opp investeringen. Denne usikkerheten og de ekstra kostnadene det kan medføre, vil påvirke omsetningsverdien i forhold til den underliggende verdien av selskapet.<sup>17</sup>

Hvor stor aksjeandelen som omsettes er, vil også reflekteres i omsetningsverdien. Dersom andelen er så stor at den gir mulighet for kontroll, kan det innebære at kjøperen er villig til å betale mer per aksje.<sup>18</sup> Dette kan føre til at prisen blir høyere enn den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. Ved kjøp av en liten aksjeandel, betales det ofte langt mindre per aksje. Dette fordi en liten aksjonær har liten innflytelse på styringen av selskapet og lett kan bli overkjørt av større aksjonærer.<sup>19</sup>

Alle de ovennevnte faktorene vil altså påvirke aksjenes omsetningsverdi. Det vil dermed i praksis bare unntaksvis være samsvar mellom omsetningsverdi og forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Dersom aksjenes omsetningsverdi er høyere enn en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier, er det vanlig å tale om en premie. Den

---

<sup>16</sup> Boye s. 81.

<sup>17</sup> Boye s. 79 og 81.

<sup>18</sup> Boye s. 81.

<sup>19</sup> Boye s. 81.

som kjøper aksjene, betaler med andre ord en premie for verdiene.<sup>20</sup> Premien kalles ofte kontrollpremie, siden årsaken til den høyere verdien ofte vil være kontrollmuligheten. Omvendt er det vanlig å tale om en rabatt når omsetningsverdien er lavere enn en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Prisen kjøperen betaler er lavere enn verdiene han får del av, slik at han får en rabatt. Denne rabatten kalles gjerne likviditetsrabatt, siden den har sammenheng med at aksjene er mindre likvide. Huneide mfl. sier:<sup>21</sup>

”Empiriske studier av gjennomførte transaksjoner gir en pekepinn på hvordan korrigeringsene bør beregnes. 10-15 % tillegg er et vanlig utgangspunkt for små og mellomstore bedrifter som kontrollpremie, men det kan variere. Likviditetsrabatten vurderes gjerne i området 5-60 %, avhengig av selskapets størrelse og aksjepostens størrelse. Denne rabatten blir derfor en kombinasjon av både størrelse, manglende kontroll og manglende omsettelighet”.

Omsetningsverdien kan dermed variere betydelig i forhold til den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. Det vil derfor kunne få stor betydning for den innløsende og den innløste part om verdsettelsen tar utgangspunkt i omsetningsverdi eller selskapsverdi.

### **3. RETTEN TIL INNLØSNING ETTER ”VIRKELIG VERDI” NÅR SAMTYKKE TIL AKSJEERVERV NEKTES**

#### **3.1 Lovbestemmelsen**

Eierskifter i aksjeselskaper er som regel underlagt selskapets kontroll om samtykkekrav ved aksjeovergang, jf. asl. § 4-15 annet ledd. Dersom samtykke til aksjeerverv blir nektet, kan erververen (og eventuelt avhenderen) etter asl. § 4-17 første ledd nr. 4 kreve aksjen innløst av selskapet. Tilsvarende adgang foreligger ikke etter allmennaksjeloven. Ifølge asl. § 4-17 femte ledd skal innløsningssummen fastsettes etter ”aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt”.

Ordlyden ”aksjens virkelige verdi” kan tale for at det er aksjenes omsetningsverdi som er utgangspunktet, og ikke en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Det er *aksjens* virkelige verdi som skal fastslås, ikke *selskapets* virkelige verdi.

---

<sup>20</sup> Woxholth 2003 s. 35.

<sup>21</sup> Huneide mfl. 2007 s. 149.

I Flesberg-dommen hadde imidlertid begge parter påberopt ordlyden i sin favør, og Høyesterett mente ordlyden var uklar.

Aksjeloven § 4-26 og allmennaksjeloven § 4-25 sier, i motsetning til asl. § 4-17 femte ledd, ikke noe om grunnlaget for fastsettelse av innløsningssum. Forskjellen i ordlyden kan tilsi at verdsettelsesprinsippene må være forskjellige etter disse bestemmelsene. Dersom lovgiver hadde ment at verdsettelsen ved samtykkenektelse og ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonær skulle være sammenfallende, ville det nok også i asl. § 4-26/asal. § 4-25 vært inntatt en henvisning til ”aksjens virkelige verdi”.<sup>22</sup>

### 3.2 Forarbeidene

Aksjer i aksjeselskaper er ikke gjenstand for alminnelig omsetning. Det kan derfor være vanskelig for aksjonærene å komme seg ut av selskapet ved å selge aksjene sine. At eierskifte i tillegg er underlagt selskapets kontroll i form av samtykkekrav gjør salg av aksjene enda vanskeligere. I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) uttales det:<sup>23</sup>

”Problemene i forhold til aksjeeiernes behov for å kunne komme seg ut av selskapsforholdet, mener gruppen kan avhjelpes ved en regel om at samtykke bare kan nektes dersom selskapet innløser aksjen eller finner en annen kjøper som er villig til å overta aksjen på samme vilkår som den opprinnelige kjøperen.”

I NOU 1996: 3 sies det:<sup>24</sup>

”Forøvrig vil utvalget bemerke at innløsningsretten – selv om den er adressert til erververen – i virkeligheten er begrunnet i avhenderens behov for å kunne komme ut av selskapet ved å avhende sin aksje.”

Formålet med innløsningsretten – å avhjelpe mot problemene med å få solgt aksjene – taler for at det er omsetningsverdien som må være grunnlaget for innløsningssummen. Det er denne verdien aksjonæren kunne oppnådd ved salg av aksjene.

---

<sup>22</sup> Larsen s. 277.

<sup>23</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 92.

<sup>24</sup> NOU 1996: 3 s. 71.

I NOU 1996: 3 sies det også at ”Når det for øvrig gjelder uttrykket ”aksjens virkelige verdi” vises det til forståelsen av dette uttrykket i regnskapsmessig sammenheng”.<sup>25</sup>

Hva som ligger i uttrykket ”virkelig verdi” er behandlet i NOU 1995: 30 om ny regnskapslov:<sup>26</sup>

”Virkelig verdi skal forstås som det universelle verdibegrepet. Tillegget ”virkelig” er egentlig overflødig, men kan være tjenlig som en språklig påminnelse, ettersom verdi i mange sammenhenger brukes mindre stringent. Virkelig verdi er dessuten et innarbeidet lovuttrykk.”

Det sies videre at: ”Verdi uttrykkes som nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikjustert rente.”

Deretter drøftes ”virkelig verdi for ulike eiendeler. Om finansielle eiendeler sies det:

”For finansielle eiendeler som omsettes i et perfekt eller effisient marked, er markedsverdien i dag beste anslag på nåverdien av antatt fremtidig salgspris, uansett tidshorison. ... For markedsbaserte finansielle instrumenter bør virkelig verdi være børskurs eller en tilsvarende observerbar markedsverdi.”

I saken om Flesberg Elektrisitetsverk mente lagmannsretten at disse uttalelsene i forarbeidene talte for at virkelig verdi er et uttrykk for de reelle verdier som ligger i selskapet, uavhengig av omsetningsverdien.<sup>27</sup> Også i Norway Seafoods-dommen, der det ble lagt til grunn at innløsningssummen skulle tilsvare en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier, viste Høyesterett til uttalelsene.

I Flesberg-dommen sier imidlertid Høyesterett at det verdibegrepet som det gis uttrykk for i NOU 1995: 30 om ny regnskapslov, ikke tilsvare aksjenes andel av selskapets underliggende verdier.<sup>28</sup> Høyesterett viser så til Huneide mfl. som sier:<sup>29</sup>

---

<sup>25</sup> NOU 1996: 3 s. 122.

<sup>26</sup> NOU 1995: 30 punkt 4.3.6.

<sup>27</sup> LB-2006-53528 (Borgarting lagmannsrett).

<sup>28</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 34.

<sup>29</sup> Huneide mfl. 2006 s. 124.

”Virkelig verdi som begrep er ikke direkte definert i norsk god regnskapsskikk. Men flere av regnskapsstandardene gir veiledning i hvordan virkelig verdi kan estimeres. IFRS definerer virkelig verdi som ”det beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse kan gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter” ... Vi antar at denne definisjonen i utgangspunktet også tilsvarer innholdet i virkelig verdi-begrepet etter norsk regnskapsrett”.

Det må dermed legges til grunn at uttrykket ”virkelig verdi” i regnskapsmessig sammenheng forstås som det en eiendel kan selges for, altså omsetningsverdien. Uttalelsene om finansielle eiendeler i NOU 1995: 30 om ny regnskapslov, sier ikke mer enn at når slike eiendeler omsettes i markedet, så vil den virkelige verdien – omsetningsverdien – være kjent.<sup>30</sup> Når det ikke foreligger et slikt marked der omsetningsverdien er kjent, må virkelig verdi estimeres. Denne estimeringen må baseres på allment aksepterte metoder for verdsettelse av selskaper.<sup>31</sup> Den vanligste metoden er, som det fremgår av NOU 1995: 30 om ny regnskapslov, å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer.<sup>32</sup> Det finnes ingen uttalelser i regnskapsloven eller dens forarbeider som kan underbygge at en ved denne estimeringen skal frem til noe annet enn antatt omsetningsverdi.<sup>33</sup> Siden aksjer i aksjeselskaper normalt ikke er gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning, må innløsningssummen som regel baseres på en slik antatt/estimert omsetningsverdi.

I NOU 1996: 3 sies det da også at:<sup>34</sup>

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

At innløsningssummen må baseres på omsetningsverdien støttes også av uttalelsen i NOU 1992: 29:<sup>35</sup>

---

<sup>30</sup> NOU 1995: 30 punkt 4.3.6.

<sup>31</sup> Huneide mfl. 2007 s. 143.

<sup>32</sup> NOU 1995: 30 punkt 4.3.6.

<sup>33</sup> Larsen s. 283.

<sup>34</sup> NOU 1996: 3 s. 122.

<sup>35</sup> NOU 1992: 29 s. 101.

”For at erververen skal kunne holdes skadesløs, kreves det at den nye kjøperen er villig til å overta aksjen på samme vilkår den opprinnelige erververen. Dersom styret velger å innløse aksjen, må innløsningssummen settes til samme beløp som aksjenes virkelige verdi.”

Innløsningsretten skal altså holde kjøperen skadesløs. Det vil si at kjøperen må få tilbake kjøpesummen. Denne oppfatningen støttes av Flesberg-dommen:<sup>36</sup>

”Jeg viser først til at formålet med bestemmelsen er å sikre at en aksjeeier kan komme ut av selskapet, og at det i forarbeidene er vist til omsetningsverdien som utgangspunkt for verdivurderingen. Slik jeg ser det, er omsetningsverdien et logisk og rimelig utgangspunkt der en slik verdi med rimelighet lar seg konstantere. Det vil også holde kjøper skadesløs.”

Det er altså ingen uttalelser i forarbeidene som indikerer at innløseren har krav på en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. I Flesberg-dommen sies det i den forbindelse at:<sup>37</sup>

”Det er ikke noe som tyder på at en har ønsket å sikre overdrageren eller erververen en verdi tilsvarende aksjenes andel i selskapets underliggende verdier. En slik tanke må en forvente ville blitt kommentert, i og med at noen tilsvarende mulighet ikke foreligger i selskaper uten omsetningsbegrensning i form av krav om samtykke til erverv.”

### **3.3 Reelle hensyn**

#### **3.3.1 Sammenhengen i bestemmelsen**

Etter asl. § 4-17 kan den som nektes samtykke til aksjeerverv, foruten å kreve aksjen innløst, enten omgjøre avtalen med avhenderen, avhende aksjene til andre eller reise søksmål om gyldigheten av samtykkenektelsen. Dersom fristen for å iverksette noen av disse tiltakene blir oversittet, kan selskapet kreve aksjene solgt gjennom namsmyndighetene. Alle disse løsningene vil gi erververen en markedsbasert pris. Dersom aksjene kreves innløst, har selskapet mulighet til å utpeke en annen som vil erverve aksjene på samme vilkår som erververen. Dette vil gi erververen den avtalte prisen. Sammenhengen i bestemmelsen taler altså for at det er omsetningsverdien eller eventuelt den avtalte prisen som må være utgangspunktet for fastsettelsen av innløsningssummen. Som Høyesterett sier i avsnitt 43 i Flesberg-dommen, så har

---

<sup>36</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 41.

<sup>37</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 42.

erhververen ”ikke noen begrunnet forventning om å få en pris for aksjene som tilsvarer deres forholdsmessige andel av de underliggende verdier”.

### 3.3.2 Innløsningssituasjonen

Når det gjaldt forholdet til prinsippene i Norway Seafoods-dommen, mente Høyesterett i Flesberg-dommen at situasjonen der en erverver nektes samtykke til aksjeerverv er en helt annen enn der en minoritetsaksjonær blir tvangsinnløst etter asl. § 4-26/asal. § 4-25.

Ved tvangsinnløsning foreligger det ingen avtale om overdragelse eller pris. Bakgrunnen for innløsningskrav etter samtykkenektelse er derimot en avtalt overdragelse vedrørende en aksje med begrenset omsettelighet der det gjerne vil foreligge enighet om pris.

Innløsningssituasjonen er også forskjellig når det gjelder hvem som skal betale innløsningssummen. Ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonær er det majoritetsaksjonæren som skal betale innløsningssummen. Ved innløsning etter samtykkenektelse er det selskapet som skal betale. Dette kan etter forholdene ha negative konsekvenser for selskapets virksomhet, noe som vil kunne ramme både de gjenværende aksjonærene, selskapskreditorene og de ansatte.<sup>38</sup> I Flesberg-dommen sies det at:<sup>39</sup>

”Innløsning reduserer egenkapitalen i selskapet. Dersom erverver kunne få en andel av de underliggende verdier, ville det kunne undergrave samtykkeordningen, selv om § 4-17 tredje ledd punkt 2 setter en grense for når innløsning kan kreves”.

Med dette menes at selv om innløsning ifølge asl. § 4-17 tredje ledd nr. 2 ikke kan kreves dersom det vil medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke urimelig overfor selskapet, så kan innløsningsadgangen påvirke selskapets muligheter for å nekte samtykke. En utbetaling av innløserens andel av selskapets underliggende verdier kan ha så negativ påvirkning på selskapskapitalen at det vil bli vanskelig for selskapet å nekte samtykke til aksjeerverv. Dette vil være uheldig siden samtykkenektelser ofte er berettiget. Hensynet til samtykkeregulens effektivitet tilsier altså at innløseren ikke kan ha krav på en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

---

<sup>38</sup> Woxholth 2007 s. 66.

<sup>39</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 44.



### 3.3.3 Hindre misbruk

Det vil alltid være et viktig hensyn at rettsreglene praktiseres på en slik måte at de ikke åpner for misbruk. Skulle innløseren ha krav på en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier, og den gir en høyere pris enn omsetningsverdien, kan det føre til tilpasninger. Som påpekt i Flesberg-dommen:<sup>40</sup>

” ... 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 manipulasjon bør det ikke legges til rette for.”

### 3.4 Omsetningsverdien

Det må på bakgrunn av de gjennomgåtte rettskildene være klart at det er omsetningsverdien en skal frem til når aksjene skal verdsettes ved innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-17 femte ledd. Aksjer i aksjeselskaper er normalt ikke gjenstand for alminnelig omsetning. Det kan derfor by på vanskeligheter å konstatere omsetningsverdien.

Siden Høyesteretts kompetanse etter skjønnsprosessloven § 38 er begrenset ved anke over overskjønn, kunne ikke Høyesterett i Flesberg-dommen overprøve lagmannsrettens skjønsmessige vurdering av omsetningsverdien. Dommen gir likevel noen holdepunkter for vurderingen. Det uttales at ”en vurdering av aksjenes verdi etter § 4-17 femte ledd skal baseres på en antatt omsetningsverdi, der en har grunnlag for å fastslå denne.”<sup>41</sup>

Ifølge Aarbakke mfl. kan det tenkes at tidligere kjøp og salg kan gi grunnlag for en prisvurdering, så lenge det dreier seg om en profesjonell kjøper med fullstendig og korrekt informasjon om selskapets stilling og utvikling.<sup>42</sup> I de tilfeller hvor det foreligger slike tidligere salg, vil disse altså kunne danne utgangspunktet for fastsettelsen av omsetningsverdien.

Selv om det ikke foreligger slike tidligere salg, kan det finnes grunnlag for å fastslå omsetningsverdien. I Flesberg-dommen uttales det:<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 44.

<sup>41</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 41.

<sup>42</sup> Aarbakke mfl. s. 272.

<sup>43</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 50.

”Som lagmannsretten har konstatert, forelå det ikke et ”velfungerende marked” for omsetning av aksjen da 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. Også det aktuelle salget kan gi indikasjoner på omsetningsverdien.”

Det følger også av forarbeidene og juridisk teori at prisen som er avtalt mellom partene, kan gi veiledning når andre holdepunkter mangler.<sup>44</sup> Dette tilsier at prisen som er avtalt mellom avhenderen og erververen, vil gi veiledning for omsetningsverdien og være avgjørende når omsetningsverdien ikke kan utledes av tidligere aksjeoverdragelser. Forutsetningen må imidlertid være at den aktuelle overdragelsen er inngått på armlengdes avstand og at kjøperen har fullstendig og korrekt informasjon om selskapets stilling.<sup>45</sup>

Det er bare objektive overdragelsesverdier som kan gi grunnlag for fastsettelsen av omsetningsverdien.<sup>46</sup> Det avtalte vederlaget eller tidligere overdragelser kan dermed ikke legges til grunn når vederlaget er utslag av spesifikke forhold hos kjøper eller selger, slik som stordriftsfordeler, synergieffekter, at aksjene gis som gave eller at selger av likviditetsmessige årsaker har måttet kvitte seg raskt med aksjene, og av den grunn har solgt aksjene til underpris.<sup>47</sup> Av denne grunn ble det i Flesberg-dommen, der omsetningsverdien ble satt til 3.500 kroner, ikke tatt hensyn til at Buskerud av strategiske hensyn kjøpte aksjene for 4.640 kroner.

Spørsmålet blir så hvordan verdien skal fastslås dersom det ikke foreligger tidligere salg og aksjene overdras som gave/gavesalg eller det finnes holdepunkter for at aksjene av spesielle årsaker er solgt til over- eller underpris.

Overgang ved gave/gavesalg vil gjerne skje til aksjonærens nærstående. I slike tilfeller er hovedregelen at samtykke ikke kan nektes, jf. asl. § 4-16 annet ledd annet punktum. Innløsningskrav vil da ikke være aktuelt. Det kan likevel tenkes at aksjer gis som gave/gavesalg til noen som ikke er nærstående.

Når det ikke finnes tidligere overdragelser og kjøperen i det aktuelle tilfellet av spesielle årsaker har betalt en over- eller underpris eller aksjene er gitt som gave/gavesalg, vil det ikke foreligge

---

<sup>44</sup> NOU 1996: 3 s. 122 og Aarbakke mfl. s. 272.

<sup>45</sup> Huneide mfl. 2007 s. 136 og Aarbakke mfl. s. 272.

<sup>46</sup> Dahl s. 71.

<sup>47</sup> Huneide mfl. s. 143 og Larsen s. 290.

holdepunkter for å fastslå omsetningsverdien. Ifølge forarbeidene kan verdien av selskapet da gi veiledning.<sup>48</sup> Også Aarbakke mfl. sier at det må tas utgangspunkt i selskapets antatte verdi når det ikke foreligger tidligere aksjeoverdragelser og det ikke finnes avtalt pris eller denne må anses for høy eller for lav.<sup>49</sup> Dette trenger imidlertid ikke innebære at erververen i slike tilfeller har krav på den aktuelle forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. Forarbeidene sier bare at verdien av selskapet kan gi *veiledning* og Aarbakke mfl. at det må tas *utgangspunkt* i den. Det er fortsatt den antatte omsetningsverdien det skal finnes frem til, men det må tas utgangspunkt i selskapsverdien for å beregne den.

Det er en alminnelig forutsetning at verdsettelsen gjennomføres under forutsetning om fortsatt drift. Verdsettelse til virkelig verdi ved avvikling kan bare foretas når avvikling er sannsynlig.<sup>50</sup>

Det er i forarbeidene til regnskapsloven og i teorien lagt til grunn at virkelig verdi, i mangel av relevante overdragelser som indikerer verdien, uttrykkes ved nåverdi definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikjustert rente.<sup>51</sup> Det finnes også andre aksepterte beregningsmetoder for å fastslå verdien.<sup>52</sup> I Norway Seafoods-dommen uttales det vedrørende disse metodene for å fastslå selskapets underliggende verdi:<sup>53</sup>

”Hvilken verdsettelsesmetode – substansverdi, avkastningsverdi, børskurs osv. – som i den enkelte saken er best egnet til å fastslå denne verdien må, som skjønnspraksis viser, avgjøres konkret.”

Hvilken metode som er best egnet til å estimere selskapsverdien må altså avgjøres konkret i det enkelte tilfellet. Den selskapsverdi som fremkommer etter denne estimeringen, må deretter justeres for å komme frem til antatt omsetningsverdi for aksjene, slik at innløsningssummen tilsvarer hva en kjøper med full innsikt i virksomheten ville vært interessert i å betale for aksjene. Det må altså tas hensyn til eventuell likviditetsrabatt eller kontrollpremie. Bakgrunnen for at det må tas hensyn til likviditetsrabatt eller kontrollpremie, er at verdsettelsesprinsippet er omsetningsverdien. Når det ikke finnes noen omsetningsverdi som kan legges til grunn, vil

---

<sup>48</sup> NOU 1996: 3 s. 122.

<sup>49</sup> Aarbakke mfl. s. 272.

<sup>50</sup> Huneide mfl. 2007 s. 108.

<sup>51</sup> NOU 1995: 30 punkt 4.3.6 og Sletten og Willumsen s. 7.

<sup>52</sup> Se om disse, Christensen 2001, Krohn, Dahl eller Huneide mfl. s. 145-156.

<sup>53</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) avsnitt 74.

selskapets underliggende verdier fratrukket rabatter eller tillagt premier være det korrekte uttrykk for omsetningsverdien.<sup>54</sup>

I forarbeidene til aksjeloven og allmennaksjeloven vises det som sagt til forståelsen av uttrykket "aksjens virkelige verdi" i regnskapsmessig sammenheng.<sup>55</sup> I artikkelen *Virkelig verdi i årsregnskapet* sies det at: "Hvorvidt 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."<sup>56</sup> I regnskapsmessig sammenheng er det altså relevant å ta hensyn til rabatter og premier ved beregningen av virkelig verdi.

At likviditetsrabatter vil være relevante, må også anses avgjort ved Flesberg-dommen. Der sies det at "Omsetningsbegrensninger fører til redusert likviditet i aksjen og kan medføre betydelig reduksjon i markedspris, fra 5-60 % etter det opplyste".<sup>57</sup> Ifølge Larsen er det ut fra det grunnleggende vurderingstemaet Høyesterett har gitt anvisning på i Flesberg-dommen ingen grunn til å skille mellom likviditetsrabatt og kontrollpremie.<sup>58</sup>

#### **4. FASTSETTELSE AV VEDERLAGET TIL "VIRKELIG VERDI" VED UTØVELSE AV FORKJØPSRETT**

##### **4.1 Lovbestemmelsene**

Aksjeloven § 4-19 første ledd første punktum gir den deklarasjonshovedregelen om at aksjonærene har forkjøpsrett til aksjer som skal skifte eier. Denne typen forkjøpsrett kan kalles tilbudsrett. Det kan i selskapets vedtekter isteden fastsettes at aksjonærene har forkjøpsrett til aksjer som har skiftet eier jf. asl. § 4-19 første ledd annet punktum. Ved en lovendring som trer i kraft 1. januar 2009, vil lovens deklarasjonshovedregel være at aksjonærene har forkjøpsrett til aksjer som har skiftet eier.<sup>59</sup> Aksjer i allmennaksjeselskaper er i utgangspunktet fritt omsettelige, men det følger av asal. § 4-19 første ledd første punktum at det kan fastsettes i selskapets

---

<sup>54</sup> Woxholth 2003 s. 73.

<sup>55</sup> NOU 1996: 3 s. 122.

<sup>56</sup> Dahl s. 75.

<sup>57</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 51.

<sup>58</sup> Larsen s. 290.

<sup>59</sup> Lov 15. des. 2006 nr. 88 om endringer i aksjelovgivningen mv.

vedtekter at aksjonærene skal ha rett til å overta aksjer som har skiftet eier eller som ønskes overført.

Fastsettelsen av vederlaget ved bruk av forkjøpsrett (innløsningssum) vil ofte være regulert i selskapets vedtekter. Ellers skal innløsningssummen fastsettes til ”aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt”, jf. asl. § 4-23 jf. asl. § 4-17 og asal. § 4-23. Oppnås det ikke enighet om innløsningssummen, skal den fastsettes ved skjønn hvis ikke annet blir avtalt, jf. asl. § 4-23 annet ledd tredje punktum/asal. § 4-23 annet ledd fjerde punktum. Ordlyden ”aksjens virkelige verdi” er den samme som ved innløsning etter samtykkenektelse. Dette taler for at innløsningssummen skal fastsettes på samme måte.

#### **4.2 Forarbeidene**

Forarbeidene gir liten veiledning når det gjelder fastsettelse av innløsningssummen ved bruk av forkjøpsrett. Aksjeloven § 4-23 annet ledd henviser imidlertid til asl. 4-17 femte ledd og asal. § 4-23 annet ledd første punktum er identisk. Uttalelsene i forarbeidene om forståelsen av virkelig verdi i forbindelse med innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-17 femte ledd vil derfor være av relevans (se punkt 3.2). Dette støttes av uttalelsen i NOU 1996: 3 der det sies: ”Første punktum fastsetter som deklarasjonsregel at vederlaget den forkjøpsberettigede skal yte skal fastsettes etter de regler som gjelder ved samtykkenektelse...”.<sup>60</sup>

I Ot.prp. nr. 55 (2005-2006), som omhandler den nevnte lovendringen, uttales det:<sup>61</sup>

”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.”

Uttalelsen gir støtte for at den avtalte kjøpesummen vil være utgangspunktet for fastsettelsen av innløsningssummen i de tilfellene der forkjøpsrett anvendes når aksjene har skiftet eier. Ved lovendringen som trer i kraft 1. januar 2009, vil dette være aksjelovens deklarasjonsregel hovedregel.

---

<sup>60</sup> NOU 1996: 3 s. 124.

<sup>61</sup> Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 61.

### 4.3 Juridisk litteratur

Aarbakke mfl. har, i tilknytning til behandlingen av asl. § 4-17 femte ledd, en felles behandling av verdsettelsesspørsmålet i forhold til de ulike bestemmelsene som henviser til asl. § 4-17 femte ledd.<sup>62</sup> Når det gjelder spørsmålet om løsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett, viser Aarbakke mfl. tilbake til denne felles behandlingen.<sup>63</sup> Her sies det som sagt at de innløsningssituasjonene som omfattes av asl. § 4-17 femte ledd, er ulike de som omfattes av asl. § 4-26/asal. § 4-25, og at ulikehetene med hensyn til innløsningssituasjonen bør gi et annet resultat enn i Norway Seafoods-dommen. Det kan dermed synes som at Aarbakke mfl. er av den oppfatningen at løsningssummen ved bruk av forkjøpsrett skal fastsettes på samme måte som ved samtykkenektelse, altså at det er omsetningsverdi eller et eventuelt avtalt vederlag som er avgjørende.

Woxholth sier også at utgangspunktet vil være at summen settes lik en (eventuelt) avtalt pris for aksjene, men behandler ikke spørsmålet om hva som vil være utgangspunktet når det ikke foreligger en avtalt pris.<sup>64</sup>

Også Andenæs er enig i at det må tas utgangspunkt i den avtalte kjøpesummen når en slik foreligger.<sup>65</sup> Andenæs sier videre at både situasjonen og rettsstillingen ved bruk av forkjøpsrett er av lignende art som ved innløsning etter samtykkenektelse. Det er dermed naturlig at løsningssummen fastsettes på samme måte. Verdsettelsesprinsippet i Flesberg-dommen blir da avgjørende.

### 4.4 Rettspraksis

Det finnes lite rettspraksis når det gjelder fastsettelsen av innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett. Uttalelser i LG-2005-30739-2 (Gulating lagmannsrett) indikerer at det er omsetningsverdi eller antatt omsetningsverdi som er avgjørende. Det sies at:

”Aksjenes virkelige verdi tilsvarende 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. Ved verdsettelsen skal det legges vekt på at samtlige aksjer er like

---

<sup>62</sup> Aarbakke mfl. s. 271 og 272.

<sup>63</sup> Aarbakke mfl. s. 290

<sup>64</sup> Woxholth 2007 s. 236.

<sup>65</sup> Andenæs s. 226.

mye verdt. Ved vurdering av aksjenes verdi vil annen omsetning av aksjene være av vesentlig betydning. I nærværende sak har det ikke funnet sted omsetning av aksjene de siste fem år forut for den aktuelle overdragelsen. Den inngåtte avtale gir da liten veiledning med hensyn til hvilke vederlag som kan oppstå i markedet. På den annen side er det dog av betydning at Offshore & Marine som en fri og uavhengig kjøper var villig til å betale kr 4,6 mill. for aksjene, noe lagmannsretten kommer tilbake til nedenfor.”

En uttalelse i Flesberg-dommen gir støtte for at innløsningssummen ved utøvelse av forkjøpsrett, i likhet som ved innløsning etter samtykkenektelse, skal fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdi eller avtalt pris. Det sies:<sup>66</sup>

”Erververen har ikke noe 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.”

## **4.5 Reelle hensyn**

### **4.5.1 Innløsningssituasjonen**

Situasjonen ved bruk av forkjøpsrett er av lignende art som ved innløsning etter samtykkenektelse. I begge tilfellene er det tale om frivillig overdragelse vedrørende aksjer med større eller mindre omsettelighet. I tillegg kan det foreligge avtale om pris.

Etter hovedregelen i asl. § 4-19 første ledd har aksjonærene rett til å overta aksjer som skal avhendes. Tilsvarende regel kan fastsettes i selskapets vedtekter etter asal. § 4-19 første ledd. Dersom de andre aksjonærene ikke benytter sin forkjøpsrett, vil den selgende aksjonæren få en markedsbasert pris for aksjene (omsetningsverdi). Dersom forkjøpsretten benyttes, er det rimelig at aksjonæren får tilsvarende vederlag for aksjene. Den selgende aksjonæren har ingen berettiget forventning om å få sin andel av selskapets underliggende verdier bare fordi de andre aksjonærene benytter seg av sin forkjøpsrett. Dette ville gi den selgende aksjonæren en tilfeldig fordel avhengig av om forkjøpsrett benyttes eller ikke. Dersom innløsningssummen fastsettes med utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi vil den selgende aksjonæren derimot få den realisasjonsverdien aksjene utgjør, og blir da ikke berørt av at de andre aksjonærene benytter sin forkjøpsrett.

---

<sup>66</sup> Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen) avsnitt 43.

Etter asl. § 4-19 første ledd kan det fastsettes i selskapets vedtekter at aksjonærene har rett til å overta aksjer som har skiftet eier. Etter lovendringen som trer i kraft 1. januar 2009, vil dette som sagt være hovedregelen. Tilsvarende regel kan fastsettes i selskapets vedtekter etter asal. § 4-19 første ledd. I disse tilfellene er det erververen som må gi fra seg aksjene. Det vil være naturlig at erververen da får tilbake det vederlaget han betalte for aksjene. Dette vil holde ham skadesløs. Vederlaget erververen yter vil i de fleste tilfeller være markedsbasert pris (omsetningsverdi). Forutsetningen er at det dreier seg om en overdragelse på armlengdes avstand og at erververen har fullstendig og korrekt informasjon om selskapets stilling og utvikling.<sup>67</sup>

Innløsningssituasjonen og sammenhengen i regelverket tilsier dermed at innløsningssummen må fastsettes med utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi og at det eventuelle avtalte vederlaget vil gi veiledning for omsetningsverdien.

#### **4.5.3 Forkjøpsrettsbestemmelsenes effektivitet**

Reglene om forkjøpsrett er for det første begrunnet i at aksjonærene ofte vil ha behov for å føre kontroll med omsetningen av aksjer i selskapet.<sup>68</sup> Dette vil særlig være viktig i små selskaper der aksjonærene er aktive deltakere, slik at endringer på aksjonærsiden vil virke inn på selskapets drift.<sup>69</sup> I familieselskaper kan det kontrolleres at det ikke kommer inn andre aksjonærer. I tillegg gir forkjøpsretten mulighet til å hindre fiendtlige kjøp fra konkurrenter. For det andre er forkjøpsretten et middel for den enkelte aksjonær til å beholde sin forholdsmessige andel i selskapet, og dermed hindre at maktforholdene i selskapet forskyves.<sup>70</sup> Dette er bakgrunnen for at forkjøpsretten også gjelder ved overdragelser mellom de eksisterende aksjonærene, og for fordelingsreglene i asl. § 4-22/asal. § 4-22.

Det er dermed klart at det i mange tilfeller vil være viktig at aksjonærene benytter seg av sin forkjøpsrett. Det vederlaget aksjonærene skal yte, må da fastsettes slik at aksjonærene vil benytte seg av forkjøpsretten i de tilfellene det er ønskelig. Dersom vederlaget fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier, og denne verdien er høyere enn omsetningsverdien, kan det føre til at aksjonærer vil vegre seg mot å benytte seg av sin forkjøpsrett. Vedkommende vil nok ikke alltid finne det rimelig å betale en (mye) høyere pris

---

<sup>67</sup> Huneide mfl. 2007 s. 136 og Aarbakke mfl. s. 272.

<sup>68</sup> Bråthen 2006 s. 87.

<sup>69</sup> NOU 1996: 3 s. 71.

<sup>70</sup> Andenæs s. 213.



enn andre kjøpere i markedet ville betalt for de samme aksjene. Hensynet til forkjøpsrettsbestemmelsenes effektivitet taler dermed for at vederlaget fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien eller et eventuelt avtalt vederlag. Det vil være et naturlig vederlag for den som benytter seg av forkjøpsrett og samtidig gi avhenderen en akseptabel pris eller erververen en rimelig erstatning.

#### **4.5.2 Hindre misbruk**

En regel om at vederlaget ved bruk av forkjøpsrett skal fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier, kunne i enkelte tilfeller føre til tilpasninger. Verdien av aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier vil som nevnt ofte være høyere enn aksjenes omsetningsverdi. Ved å selge aksjene til en kjøper de andre aksjonærene neppe vil ha inn i selskapet, slik at de benytter seg av sin forkjøpsrett, vil den selgende aksjonæren (eventuelt sammen med erververen) oppnå en høyere pris enn ved salg til en kjøper det ville vært ønskelig å få som aksjonær. Slike tilpasninger vil være aktuelt der erverv ikke kan hindres ved samtykkenektelse.

#### **4.6 Omsetningsverdien**

Det må ut fra de gjennomgåtte rettskildene være klart at vederlaget ved utøvelse av forkjøpsrett, på samme måte som ved innløsning etter samtykkenektelse, må fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien.

Der det foreligger tidligere aksjeoverdragelser, vil disse overdragelsene gi grunnlag for fastsettelsen av omsetningsverdien. Forutsetningen er at det dreier seg om aksjeoverdragelser på armlengdes avstand der kjøperne har fullstendig og korrekt informasjon om selskapets stilling og utvikling.<sup>71</sup> I de tilfellene forkjøpsrett skal utøves når aksjer har skiftet eier, vil det avtalte vederlaget gi indikasjoner på omsetningsverdien. Det samme vil være tilfelle når forkjøpsrett må gjøres gjeldende når aksjer skal skifte eier, men der den selgende aksjonæren allerede har avtalt eller fått tilbud om vederlag fra en kjøper. Dersom det ikke foreligger tidligere overdragelser eller avtalt pris, vil omsetningsverdien måtte estimeres ut fra selskapets underliggende verdier. Siden verdsettelsesprinsippet er omsetningsverdien, må det da tas hensyn til eventuell rabatt eller kontrollpremie (se om dette punkt 3.4). Omsetningsverdien må også estimeres ut fra selskapets underliggende verdier når det finnes tidligere overdragelser eller avtalt vederlag, men det

---

<sup>71</sup> Huneide mfl. 2007 s. 136 og Aarbakke mfl. s. 272.

foreligger holdepunkter for at vederlaget av spesielle årsaker er satt for høyt eller lavt. Det samme vil gjelde når aksjene er gitt som gave/gavesalg eller arv til noen som ikke omfattes av unntaket for utøvelse av forkjøpsrett i forhold til aksjonærens nærmeste etter asl. § 4-21 annet ledd/asal. § 4-21 annet ledd.

## **5. RETTEN TIL INNLØSNING ETTER ”VIRKELIG VERDI” NÅR AKSJONÆREN IKKE LENGER OPPFYLLER VEDTEKTSFESTEDE VILKÅR FOR Å EIE AKSJER**

### **5.1 Lovbestemmelsen**

Det kan i selskapets vedtekter stilles særlige vilkår for å eie aksjer i selskapet (personklausuler). Etter asl. § 4-18 tredje ledd siste punktum kan en aksjonær som ikke lenger tilfredstiller slike vedtektsfestede vilkår kreve aksjene sine innløst av selskapet etter reglene i asl. § 4-17 tredje til sjette ledd. Allmennaksjeloven gir ingen tilsvarende innløsningsrett for aksjonærer i allmennaksjeselskaper. Henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd innebærer at innløsningssummen skal fastsettes etter ”aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt”. Oppnås det ikke enighet om innløsningssummen, avgjøres den ved skjønn, jf. asl. § 4-17 sjette ledd. Henvisningen til ”virkelig verdi” i asl. § 4-17 taler for at innløsningssummen skal fastsettes på samme måte som ved innløsning etter samtykkenektelse og utøvelse av forkjøpsrett.

### **5.2 Forarbeidene**

Forarbeidene gir en viss avklaring når det gjelder spørsmålet om hvilket verdsettelsesprinsipp som skal gjelde ved innløsning etter asl. § 4-18 tredje ledd siste punktum. For det første sies det i NOU 1996: 3 at innløsningen skal skje etter reglene om innløsning etter samtykkenektelse i asl. § 4-17.<sup>72</sup> Uttalelsene i forarbeidene om fastsettelsen av innløsningssum ved innløsning etter samtykkenektelse (se punkt 3.2) vil dermed være relevante.

I NOU 1996: 3 sies det videre:<sup>73</sup>

”Utvalget har likevel lagt avgjørende vekt på at også aksjeeier som rammes av en personalklausul bør gis mulighet til å komme seg ut av selskapsforholdet ved innløsning av

---

<sup>72</sup> NOU 1996: 3 s. 122.

<sup>73</sup> NOU 1996: 3 s. 123.

aksjene. En henvisning til selv å finne en kjøper til aksjene, vil ikke alltid gi vedkommende den samme mulighet til å få realisert aksjenes verdi.”

At regelen skal kompensere for vanskelighetene med å få realisert aksjenes verdi ved salg, taler for at den innløsende aksjonæren har krav på omsetningsverdien.

I NOU 1996: 3 sies det også:<sup>74</sup>

”Et selskap kan ha en berettiget interesse i å avgrense eierkretsen gjennom personalklausuler, og det bør vises varsomhet med å sette slike selskaper i en tvangssituasjon hvor det får valget mellom å frafalle personalklausuler eller måtte innfri et innløsningskrav som vil være vesentlig til skade eller for øvrig virke urimelig overfor selskapet og de som viderefører virksomheten.”

Dette gir uttrykk for at lovgiver har lagt vekt på vern av selskapskapitalen. Dette trekker i retning av at omsetningsverdien burde fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien, siden denne vil medføre en mindre belastning for selskapets kapital enn en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

### **5.3 Juridisk litteratur**

Aarbakke mfl. påpeker at det ved innløsning etter asl. § 4-18 tredje ledd ikke foreligger noen avtale om pris som kan danne grunnlaget for innløsningssummen.<sup>75</sup> I tillegg er bestemmelsen behandlet sammen med asl. § 4-17 femte ledd og de bestemmelsene som henviser dit. Det kan dermed synes som Aarbakke mfl. er av den oppfatningen at innløsningssummen må fastsettes på samme måte som ved innløsning etter samtykkenektelse og utøvelse av forkjøpsrett, altså med utgangspunkt i omsetningsverdien. Dette fordi innløsningssituasjonen er forskjellig fra den ved tvangsinnløsning i Norway Seafoods-dommen.

### **5.4 Reelle hensyn**

#### **5.4.1 Innløsningssituasjonen**

Foruten at det ikke foreligger noen avtalt pris, er innløsningssituasjonen etter asl. § 4-18 tredje ledd siste punktum svært lik den ved innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-15. Det er i begge tilfeller selskapet som skal betale innløsningssummen. Vernet av selskapskapitalen taler

---

<sup>74</sup> NOU 1996: 3 s. 123

<sup>75</sup> Aarbakke mfl. s. 278.

dermed for at innløsningen må fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien, i stedet for den høyere forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier.

#### **5.4.2 Sammenhengen i bestemmelsen**

Det følger av asl. § 4-18 tredje ledd jf. annet ledd at den som ikke lenger oppfyller vilkårene i vedtektene, også kan velge å selge aksjene sine. Dersom aksjonæren ikke innen frisen bringer forholdet i orden ved å selge aksjene, kreve innløsning eller reise søksmål for å få avgjort om kravene i vedtektene er tilfredsstilt, kan selskapet kreve aksjene tvangssolgt jf. asl. § 4-17 annet ledd. Dersom aksjonæren selger aksjene sine eller selskapet velger å tvangsselge dem, vil aksjonæren få en markedsbasert pris for aksjene. Sammenhengen i bestemmelsen taler dermed for at verdsettelsen må baseres på omsetningsverdien. Erververen har, i likhet med innløsning etter samtykkenektelse, ingen berettiget forventning om å få en pris som tilsvarer aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.

#### **5.4.3 Hindre misbruk**

En innløsning basert på den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier vil, dersom denne er høyere enn omsetningsverdien, medføre uheldige virkninger. For det første ville aksjonærene alltid kreve aksjene innløst i stedet for å selge dem. I tillegg åpner det for misbruk. Aksjonærene har nok ofte mulighet til å sørge for at de ikke lenger oppfyller vilkår i vedtektene. Ved å så kreve aksjene innløst vil de dermed oppnå en høyere pris enn de ville fått ved å selge aksjene.

### **5.5 Omsetningsverdien**

Det må ut fra drøftelsen over være klart at det er omsetningsverdien som vil være avgjørende ved innløsning når aksjonæren ikke lenger oppfyller vedtektsfestede vilkår for å eie aksjer. Foruten at det ikke vil foreligge en avtale om pris som kan være veiledende, må omsetningsverdien fastlegges på samme måte som ved innløsning etter samtykkenektelse (se punkt 3.4).

## **6. VERDSETTELSE TIL "VIRKELIG VERDI" VED UTTREDEN**

### **6.1 Lovbestemmelsen**

Etter asl. § 4-24 kan retten gi en aksjonær rett til å tre ut av selskapet ved at selskapet innløser aksjonærens aksjer dersom tungtveiende grunner taler for det. Det er et vilkår at det foreligger

mislighold fra selskapets side, at en annen aksjonær har misbrukt sin innflytelse i selskapet eller at samarbeidet mellom aksjonærene har brutt sammen. Tilsvarende bestemmelse finnes ikke i allmennaksjeloven og uttreden er dermed bare aktuelt i aksjeselskaper. Det følger av asl. § 4-24 tredje ledd at innløsningssummen skal fastsettes etter reglene i asl. § 4-17 femte ledd. Innløsningssummen skal dermed fastsettes etter ”aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt”. Henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd trekker i retning av at innløsningssummen må fastsettes på samme måte som ved samtykkenektelse, utøvelse av forkjøpsrett og når aksjonæren ikke lenger oppgyller vedtektsfestede vilkår for å eie aksjer, altså med utgangspunkt i omsetningsverdien. Det vil gi best sammenheng i reglene dersom innløsningssummen fastsettes etter det samme prinsippet ved alle bestemmelser som henviser til asl. § 4-17 femte ledd. Når loven henviser til samme bestemmelse, tyder det også på at lovgiver har ment at aksjene skal verdsettes på samme måte.

## 6.2 Forarbeidene

Retten til uttreden ble tatt inn i loven ved aksjeloven av 1997. Ifølge Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) var bakgrunnen at en ville bedre minoritetsvernet ved å gi aksjonærer en bedre mulighet til å komme seg ut av selskapsforholdet ved mislighold fra selskapet eller andre aksjonærer. Det sies at:<sup>76</sup>

”Utvalget er i mandatet spesielt pålagt å vurdere behovet for å styrke minoritetsvernet i aksjeselskaper. Noe av bakgrunnen for dette antas å være at en minoritet i slike selskaper ofte har begrenset mulighet til å komme seg ut av selskapsforholdet på en måte som er rimelig hensett til de økonomiske verdier som ligger i selskapet. Aksjer i aksjeselskaper vil ikke være gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning. Selv i tilfelle hvor aksjer kan avhendes, vil kjøpekretsen være begrenset og muligheten til å få en pris som står i rimelig forhold til eierinteressens verdi, vil være begrenset. I tillegg kommer at eierskifte i aksjeselskaper som regel vil være gjenstand for kontroll fra selskapets og dermed majoritetens side ..., noe som nok også vil begrense muligheten for en deltaker til å komme seg ut av selskapet på en brukbar måte.”

Formålet med retten til uttreden er altså å gi aksjonærer mulighet til å komme seg ut av selskapsforholdet når det oppstår store uenigheter i selskapet. Bestemmelsen skal med andre ord kompensere for vanskelighetene en aksjonær kan ha med å få solgt aksjene sine. Dette trekker i

---

<sup>76</sup> Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 105.

retning av at det er omsetningsverdien som må være avgjørende, og ikke en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Allmennaksjeloven inneholder ingen bestemmelse om rett til uttreden. Dette ble i forarbeidene begrunnet med at det ikke er behov for slik en slik rett i allmennaksjeselskaper, idet det som oftest er enklere å få solgt aksjer i allmennaksjeselskaper.<sup>77</sup> Ut fra formålet med retten til uttreden i asl. § 4-24 og at en tilsvarende rett ikke eksisterer i allmennaksjeselskaper, må det være klart at det ikke var meningen å sikre den uttredende aksjonæren en andel i selskapets underliggende verdier. Dersom dette hadde vært meningen ville det nok blitt kommentert, i og med at en tilsvarende mulighet ikke foreligger for aksjonærer i allmennaksjeselskaper.<sup>78</sup>

I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) sies det videre:<sup>79</sup>

”I slike situasjoner vil det ofte være vanskelig eller umulig å finne en kjøper som er villig til å betale en pris som tilsvarer aksjenes underliggende verdi. Aksjeeierens mulighet til å realisere aksjenes verdi ved salg vil da være avskåret eller iallfall sterkt redusert.”

Uttalelsen om å få en pris som tilsvarer aksjenes underliggende verdi kan gi inntrykk av at meningen med retten til uttreden er å gi aksjonæren rett til sin andel av selskapets underliggende verdier. Det er imidlertid *aksjens* underliggende verdi det refereres til, og ikke *selskapets* underliggende verdi. Den påfølgende uttalelsen om at det er muligheten til å realisere aksjenes verdi ved salg som er redusert, trekker også i retning av at det er aksjens salgsverdi aksjonæren skal gis mulighet til å få ved uttreden etter asl. § 4-24.

### 6.3 Rettspraksis

Det finnes ingen rettspraksis som avklarer hvilket verdsettelsesprinsipp som gjelder ved uttreden etter asl. § 4-24. I RG 2004 s. 1346 (Oslo Tingrett) har tingretten imidlertid forsøkt å komme frem til ”den virkelige omsetningsverdi” av aksjene i selskapet.

### 6.4 Juridisk teori

Når det gjelder fastsettelsen av innløsningssummen, viser Aarbakke mfl. til den felles behandlingen av fastsettelse av innløsningssum for alle bestemmelser som henviser til asl. § 4-17

---

<sup>77</sup> NOU 1996:3 s. 76 og 77.

<sup>78</sup> Også slik ved innløsning etter samtykkenektelse, jf. Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 42.

<sup>79</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 107.

femte ledd.<sup>80</sup> Det virker dermed som Aarbakke mfl. mener at innløsningssummen ved uttreden skal fastsettes på samme måte som etter de andre bestemmelsene som henviser til asl. § 4-17 femte ledd, altså med utgangspunkt i omsetningsverdien. Aarbakke mfl. sier videre at: ”Den omstendighet at det etter § 4-24 dreier seg om utløsning i en misligholdssituasjon, gir neppe grunnlag for å gjøre skjønnsmessige tillegg i prisen”.

## **6.5 Reelle hensyn**

### **6.5.1 Innløsningssituasjonen**

Uttreden skiller seg fra situasjonen ved innløsning etter samtykkenektelse og utøvelse av forkjøpsrett ved at det ikke foreligger noen avtale om overdragelse eller pris.

Innløsningssituasjonen har imidlertid en ting til felles med innløsning etter samtykkenektelse og innløsning når en aksjonær ikke lenger tilfredsstiller kravene i vedtektene. Det er i alle tilfellene selskapet som skal betale innløsningssummen med den følge at selskapets kapital reduseres. Hensynet til vern av selskapskapitalen taler for at den uttredende aksjonæren bare har rett til aksjenes omsetningsverdi, og ikke den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. På den måten ivaretas også hensynet til selskapet, de andre aksjonærene og selskapets kreditorer.

### **6.5.2 Likhetsprinsippet**

Et viktig prinsipp i aksjeretten er likhetsprinsippet. Dette kommer til uttrykk i asl. § 4-1 første ledd, der det sies at ”alle aksjer gir lik rett i selskapet”. En side ved dette likhetsprinsippet er at alle aksjonærer har lik rett til selskapets kapital, og at en aksjonær som hovedregel ikke behøver å finne seg i at en utbetaling fra selskapet kanaliseres til en bestemt aksjonær.<sup>81</sup> Reglene om uttreden innebærer at den uttredende aksjonæren får tilgang til selskapets kapital, og kan dermed ses på som en tilgodeseelse av aksjonæren på bekostning av selskapet, de andre aksjonærene og kreditorene.<sup>82</sup> Retten til uttreden gjør dermed inngrep i likhetsprinsippet. Likhetsprinsippet taler derfor imot at aksjonærer skal ha rett til uttreden ved at selskapet innløser aksjene. En rett til uttreden kan imidlertid være nødvendig når det oppstår store uenigheter og maktkamper i selskapet, og det ikke er mulig å komme seg ut av selskapsforholdet ved å selge aksjene. Det kan da være en akseptabel mellomløsning at det gis en rett til uttreden der innløsningssummen

---

<sup>80</sup> Aarbakke mfl. s. 297.

<sup>81</sup> NOU 1996: 3 s. 76.

<sup>82</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 108.

fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien, i stedet for selskapsverdien. Omsetningsverdien til aksjer i aksjeselskaper vil som nevnt ofte være lavere enn den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. En slik løsning tar hensyn til den uttredende aksjonæren ved at han får utbetalt den verdien han kunne fått realisert ved salg, samtidig som det blir tatt et visst hensyn til selskapet og de andre aksjonærene.

### 6.5.3 Hindre misbruk

Under forberedelsen til lovvedtaket om rett til uttreden, ble det pekt på muligheten for misbruk av bestemmelsen som pressmiddel overfor andre aksjonærer eller for å få tilgang på selskapskapitalen.<sup>83</sup>

Aksjonærene kan bare råde over selskapsformuen via generalforsamlingen, jf. asl. § 5-1 første ledd. For generalforsamlingens beslutninger gjelder som hovedregel det flertallet beslutter, jf. asl. § 5-17 første ledd. Minoritetsaksjonærers tilgang til selskapsformuen er derfor normalt begrenset til den pris som kan oppnås ved salg av aksjene.<sup>84</sup> Også ellers inneholder aksjeloven flere bestemmelser som begrenser aksjonærenes tilgang på selskapsformuen.<sup>85</sup> Som det sies i forarbeidene vil det være mulig for en aksjonær som ønsker seg utløst å skape en konflikt mellom aksjonærene som kan dekke lovens beskrivelse av ”tungtveiende grunner”.<sup>86</sup> På den måten kan aksjonæren skaffe seg en tilgang til selskapsformuen som han ellers ikke har. Dersom aksjonæren har rett til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier, vil det friste til slikt misbruk, siden aksjonæren da får en verdi det ellers ikke er mulig å oppnå. Faren for misbruk taler derfor for at innløsningssummen bør fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdi eller antatt omsetningsverdi. Ved at aksjonæren bare får ut den verdien han ville oppnådd ved salg av aksjene, vil uttredelsesretten bare bli benyttet i de situasjonene der det er nødvendig, altså når det foreligger tungtveiende grunner og det ikke er muligheter for salg av aksjene i markedet.

Rett til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier øker også faren for at bestemmelsen kan brukes som pressmiddel overfor de andre aksjonærene. Selv om innløsning etter asl. § 4-24 ikke kan kreves dersom det vil medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke urimelig overfor selskapet, vil en innløsning kunne ha en negativ

---

<sup>83</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 107.

<sup>84</sup> Truyen s. 353.

<sup>85</sup> Eksempler er asl. § 3-8/asal. § 3-8, asl. § 8-1/asal. § 8-1, § 8-6/asal. § 8-6 og asl. § 8-7/asal. § 8-7.

<sup>86</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 108.



virkning på selskapets kapital. Det vil være størst fare for en slik negativ virkning dersom innløsningssummen fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier, siden denne verdien kan være mye høyere enn omsetningsverdien. Det kan da være fare for at minoritetsaksjonærer truer med å bruke retten til uttreden for å presse gjennom sine ønsker.

## **6.6 Omsetningsverdien**

Innløsningssummen må på bakgrunn av drøftelsen over fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien. Siden det ikke vil foreligge noe avtalt vederlag og det ved uttreden etter asl. § 4-24 ikke vil foreligge et marked for salg av aksjene, vil en måtte beregne en antatt omsetningsverdi ut fra selskapsverdien. Det vil da være relevant å ta hensyn til likviditetsrabatt, siden det er den antatte omsetningsverdien det skal finnes frem til, og ikke den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier.

## **7. VERDSETTELSE TIL ”VIRKELIG VERDI” VED UTELUKKELSE**

### **7.1 Lovbestemmelsen**

Etter asl. § 4-25 kan retten gi selskapet rett til å utelukke en aksjonær ved at selskapet innløser aksjonærens aksjer. Vilkåret for rett til utelukkelse er at aksjonæren ved mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig, at det har oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjonæren og de andre aksjonærene eller at det foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjonæren utløses. Tilsvarende bestemmelse finnes ikke i allmennaksjeloven. Når det gjelder fastsettelse av utløsningssummen henviser asl. § 4-25 tredje ledd første punktum til § 4-24 tredje ledd, der det igjen henvises til asl. § 4-17 femte ledd. Løsningssummen skal dermed fastsettes etter ”aksjenes virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt”. Henvisningen til asl. § 4-24 tredje ledd og asl. § 4-17 femte ledd taler for at utløsningssummen ved utelukkelse skal fastsettes på samme måte som ved uttreden, innløsning når aksjonæren ikke lenger oppfyller vedtektsfestede vilkår for å eie aksjer, utøvelse av forkjøpsrett og innløsning etter samtykkenektelse.

### **7.2 Forarbeidene**

Forarbeidene inneholder ingen uttalelser som klargjør hvilket verdsettelsesprinsipp som gjelder ved utelukkelse. Det sies bare i NOU 1996: 3 at utløsningssummen skal fastsettes etter reglene i

asl. § 4-24 tredje ledd.<sup>87</sup> Til asl. § 4-24 tredje ledd sies det at innløsningssummen skal fastsettes på samme måte som ved innløsning etter samtykkenektelse etter asl. § 4-17 femte ledd. Som det fremgår av drøftelsen i punkt 3.2, følger det av forarbeidene at det er omsetningsverdien som er utgangspunktet ved innløsning etter samtykkenektelse. Det kan dermed sies at forarbeidene gir en viss støtte for at lovgiver har ment at det skal tas utgangspunkt i omsetningsverdien i alle tilfeller der det henvises til asl. § 4-17 femte ledd.

### 7.3 Rettspraksis

LB-2007-3799 (Borgarting lagmannsrett) er den eneste dommen som omhandler fastsettelse av utløsningssum ved utelukkelse etter asl. § 4-25. I denne dommen kom lagmannsretten til at fastsettelsen av "aksjens virkelige verdi" på utelukkelsestidspunktet primært skal skje på basis av aksjens omsetningsverdi, og ikke ut fra aksjens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.

Som begrunnelse for resultatet brukte lagmannsretten først og fremst uttalelsene i forarbeidene om forståelsen av begrepet "virkelig verdi" ved innløsning etter samtykkenektelse. I den forbindelse viste lagmannsretten til hvordan Høyesterett tolket disse uttalelsene i Flesbergdommen. Etter lagmannsrettens syn taler henvisningen til asl. § 4-17 femte ledd i asl. § 4-24 tredje ledd og asl. § 4-25 tredje ledd for at verdsettelsesprinsippene skal være de samme ved innløsning etter samtykkenektelse, uttreden og utelukkelse. Lagmannsretten mente det ikke fremgår noe av forarbeidene som tilsier en annen løsning, og pekte på at retts tekniske hensyn tilsier at begrepet "aksjens virkelige verdi" i asl. § 4-17 femte ledd har samme betydning i alle situasjoner bestemmelsen kommer til anvendelse.

Lagmannsretten uttalte videre:

"På den annen side omfatter de tre ovennevnte bestemmelser ganske forskjelligartede situasjoner, hvor det kan gjøre seg gjeldende ulike reelle hensyn. Ved utløsning av aksjonærer i medhold av aksjeloven § 4-25 vil det ikke foreligge noen avtale om aksjeoverdragelse og dermed heller ikke noen avtalt pris for aksjene. Så fremt lovens vilkår er oppfylt, kan utløsningen dessuten gjennomføres uavhengig av minoritetsaksjonærens ønske, og har således likhetspunkter med tvangsutløsning etter aksjeloven § 4-26 og allmennaksjeloven § 4-25."

---

<sup>87</sup> NOU 1996: 3 s. 126.

Lagmannsretten påpekte imidlertid så at utelukkelse skiller seg fra tvangsutløsning gjennom de materielle vilkår. Det ble vist til at retten til utelukkelse ofte vil være forårsaket av minoritetsaksjonærens mislighold eller at det i hvert fall vil være forhold på minoritetsaksjonærens side som er en medvirkende årsak til de omstendigheter som gir grunnlag for utelukkelse.

Lagmannsretten begrunnet også sitt resultat med hensynet til selskapskapitalen. Utelukkelse reduserer egenkapitalen i selskapet, i motsetning til ved tvangsutløsning hvor majoritetsaksjonæren dekker løsningssummen. Lagmannsretten uttalte at:

”Dette taler isolert sett mot at det ved innløsning etter denne bestemmelse anvendes verdsettelsesprinsipper som normalt vil medføre en større belastning for selskapet enn dersom aksjenes omsetningsverdi legges til grunn.”

Til slutt viste lagmannsretten til forskjellen i bestemmelsene ved at asl. § 4-25 henviser til ”virkelig verdi” begrepet i asl. § 4-17 femte ledd, mens det ved tvangsinnløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25 ikke er lovfestet noe kriterium for verdsettelsen. Lagmannsretten la derfor 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.

Etter å ha konkludert med at verdsettelsen skulle skje på basis av omsetningsverdien, drøftet lagmannsretten hvordan omsetningsverdien skulle beregnes i den aktuelle saken. Det hadde ikke vært noen ordinær omsetning av selskapets aksjer og forelå ingen avtalt pris for minoritetsaksjonærens aksjer. Lagmannsretten kom derfor til at:

” ... aksjenes virkelige verdi må fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Den selskapsverdi som fremkommer må deretter justeres for å komme frem til en antatt omsetningsverdi på aksjene. Etter lagmannsrettens syn skal en slik omsetningsverdi tilsvare hva en utenforstående tredjepart med full innsikt i virksomheten ville vært interessert i å betale for aksjene som de ankende parter eier.”

Når det gjaldt fradraget for å komme frem til antatt omsetningsverdi, uttalte lagmannsretten at det skulle reflekteres at de aktuelle aksjene utgjorde en minoritetspost i selskapet, og at aksjen måtte anses illikvid.

## **7.4 Juridisk litteratur**

For fastsettelsen av utløsningssummen ved utelukkelse, viser Aarbakke mfl. tilbake til punktet om innløsningssummen ved uttreden etter asl. § 4-24 og dermed også til den felles behandlingen av innløsningssummen når det gjelder asl. § 4-17 femte ledd og de bestemmelsene som henviser dit.<sup>88</sup> Som sagt sier Aarbakke med flere at innløsningssituasjonen ved disse bestemmelsene er ulik den ved tvangsutløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25. Aarbakke mfl. uttaler imidlertid også at det blant de bestemmelser som henviser til asl. § 4-17 femte ledd, finnes lignende situasjoner som ved tvangsutløsning etter asl. § 4-25/asal. § 4-26. Utelukkelse etter asl. § 4-25 er den situasjonen som har flest likhetstrekk med tvangsutløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25. Dette trekker i retning av at Norway Seafoods-dommen vil ha større betydning ved utelukkelse etter asl. § 4-25.

## **7.5 Reelle hensyn**

### **7.5.1 Innløsningssituasjonen**

Situasjonen ved utelukkelse har både fellestrekk med de innløsningssituasjonene etter aksjeloven som er behandlet foran og med tvangsinnløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25.

Det er selskapet som må betale utløsningssummen. Utelukkelse reduserer dermed egenkapitalen i selskapet. Som lagmannsretten påpekte i LB-2007-3799 (Borgarting lagmannsrett) taler dette for at utløsningssummen fastsettes med utgangspunkt i omsetningsverdien, siden det vil medføre en mindre belastning for selskapet enn en verdsettelse ut fra aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier. Dette hensynet veier imidlertid ikke like tungt ved utelukkelse som etter de andre innløsningsbestemmelsene etter aksjeloven der selskapet betaler innløsningssummen. Ved utelukkelse er det selskapet selv som krever utløsning, og ikke minoritetsaksjonæren som har rett til innløsning. Styret og majoritetsaksjonærene kan derfor avveie selskapets interesse i utelukkelse mot den økonomiske belastningen en utelukkelse vil ha for selskapet.<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> Aarbakke mfl. s. 301.

<sup>89</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 109.

Utelukkelse har likhetstrekk med tvangsinnløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25 ved at det ikke er snakk om frivillig aksjeoverdragelse. Utelukkelse kan altså skje uavhengig av minoritetsaksjonærens ønske. Det blir dermed spesielt viktig å sikre at minoritetsaksjonæren får tilbake den verdien han må gi fra seg ved utelukkelsen.

Ved utelukkelse vil det ikke foreligge noen avtale om pris og normalt vil det heller ikke foreligge tidligere overdragelser som kan belyse omsetningsverdien. Dersom fastsettelsen av utløsningssummen skal baseres på omsetningsverdi, vil det som oftest måtte estimeres en antatt omsetningsverdi. Det må da først vurderes hvor stor selskapets underliggende verdi er. Denne vurderingen vil ikke alltid kunne bygges på sikre forutsetninger.<sup>90</sup> Deretter må det beregnes en rabatt som reflekterer at de aktuelle aksjer utgjør en minoritetspost i selskapet og at aksjene er mindre likvide. Det vil nok også foreligge en viss usikkerhet omkring denne beregningen. Høyesterett mente i Norway Seafoods-dommen at en slik form for ”dobbeltskjønn” talte mot verdsettelse basert på omsetningsverdi ved tvangsutløsning. Dette momentet kan nok også sies å ha en viss betydning ved utelukkelse, siden det også her dreier seg om tvungen overdragelse. Det er da viktig at aksjonæren fullt ut får erstattet verdien av de rettighetene han må gi fra seg.

### 7.5.2 Minoritetsvern

Ved forberedelsen til aksjelovene ble det lagt spesielt vekt på å styrke minoritetsvernet.<sup>91</sup> I Norway Seafoods-dommen mente Høyesterett at det økte fokuset på minoritetsvern gav støtte for at innløsningssummen måtte fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier.<sup>92</sup> Minoritetsvernsbetraktninger må sies å være like viktige ved utelukkelse som ved tvangsinnløsning, siden det i begge tilfeller snakk om ufrivillig utløsning av minoritetsaksjonærer. En verdsettelse basert på en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier ved utelukkelse vil gi økt minoritetsvern.

Minoritetsvern kan medvirke til et sunt aksjemarked og bidra til økt tilgang på kapital til næringslivet.<sup>93</sup> Ved at det gis økt minoritetsvern vil sparere flest være mer villige til å investere sine midler i aksjemarkedet og de vil ha færre betenkeligheter med å satse på selskaper som har eller lett kan få majoritetsaksjonærer.<sup>94</sup> Denne effekten kan øke kapitaltilgangen, redusere

---

<sup>90</sup> Dahl s. 77.

<sup>91</sup> NOU 1996: 3 s. 73.

<sup>92</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) avsnitt 70.

<sup>93</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) avsnitt 70.

<sup>94</sup> Krosvik og Bøhren s. 151.

kapitalkostnaden, og dermed bedre forholdene for alle aksjonærer, inkludert majoriteten som ønsker utelukkelse.<sup>95</sup>

### 7.5.3 Hindre misbruk

Som påpekt i Norway Seafoods-dommen, vil en "tvungen" utløsning til en rabattert omsetningsverdi kunne friste til illojalitet ved å holde tilbake opplysninger om selskapet for å presse omsetningsverdien ned. Et slikt synspunkt vil ha vekt også ved utelukkelse etter asl. § 4-25. Minoritetsaksjonæren vil ikke halltid ha forutsetninger for å kontrollere at den informasjonen selskapet gir er korrekt. På den måten kan selskapet utløse minoritetsaksjonæren til en lavere utløsningssum, og dermed berike seg på minoritetsaksjonærens bekostning.

Selv om det følger av forarbeidene at utelukkelseskravet må fremsettes i rimelig tid etter at det forhold som påberopes som grunnlag for utelukkelse fant sted, vil nok styret/majoritetsaksjonærene ha en viss valgmulighet når det gjelder tidspunktet for utelukkelseskravet.<sup>96</sup> Dette vil særlig være mulig ved utelukkelse på grunn av motsetningsforhold. Dersom løsningssummen baseres på antatt omsetningsverdi av aksjene, kan det friste til å spekulere i det utløsningstidspunktet som gir størst gevinst på minoritetsaksjonærens bekostning, altså det tidspunktet da likviditetsrabatten er ekstra høy. Fristelsen til å spekulere i utløsningstidspunkt var også et moment som i Norway Seafoods-dommen talte til fordel for at utløsningssummen måtte beregnes med utgangspunkt i den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier ved tvangsutløsning.<sup>97</sup>

Dersom innløsningssummen baseres på selskapets underliggende verdier, og ikke den lavere omsetningsverdien, vil det også bidra til å hindre at utelukkelsesretten misbrukes av majoriteten til å tvinge ut minoritetsaksjonærer også i tilfeller hvor det ikke foreligger slike alvorligere tilfeller av mislighold eller motsetningsforhold som bestemmelsen tar sikte på å ramme. Selv om det er retten som avgjør om vilkårene for utelukkelse er til stede, har nok majoriteten mulighet til å skape en konflikt som oppfyller kravet til alvorlig og varig motsetningsforhold eller andre tungtveiende grunner. Det ville være uheldig dersom selskapet på bakgrunn av utelukkelsesbestemmelsen kunne kvitte seg med "besværlige" aksjonærer som for eksempel

---

<sup>95</sup> Krosvik og Bøhren s. 151.

<sup>96</sup> NOU 1996:3 s. 126.

<sup>97</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) avsnitt 69.

stiller spørsmål ved hvorvidt selskapet har en forsvarlig drift, en tilfredsstillende regnskapsrapportering osv.<sup>98</sup>

## **7.6 Konklusjon**

På bakgrunn av de gjennomgåtte rettskildene må det sies å være uklart hvilket verdsettelsesprinsipp som gjelder ved utelukkelse etter asl. § 4-25. Som det fremgår av drøftelsen over er det momenter som taler for at verdsettelsen skal baseres på omsetningsverdi. Imidlertid gjør også flere av hensynene som begrunnet resultatet i Norway Seafoods-dommen seg gjeldende. Hvilket verdsettelsesprinsipp som er avgjørende, vil nok derfor måtte fastlegges gjennom praksis.

## **8. VERDSETTELSESPRINSIPPET VED INNLØSNING AV SMÅ AKSJEPOSTER I ALLMENNAKSJESELSKAPER**

### **8.1 Lovbestemmelsen**

Etter asal. § 4-24 kan aksjeposter under fem hundre kroner kreves innløst av selskapet. Selskapet kan fremsette tilbud om overtakelse av aksjene. Departementet kan så gi selskapet tillatelse til tvungen overtakelse av aksjer som etter dette ikke er blitt overtatt av selskapet. Når det gjelder fastsettelsen av løsningssummen, gjelder asal. § 4-25 annet, tredje og fjerde ledd tilsvarende, jf. asal. § 4-24 fjerde ledd. Ved uenighet om utløsningssummen, skal den fastsettes ved skjønn. Allmennaksjeloven § 4-25 gir ingen veiledning når det gjelder hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn.

### **8.2 Forarbeidene**

Forarbeidene gir en viss veiledning når det gjelder verdsettelsen av aksjene ved innløsning av små aksjeposter etter asal. § 4-24.

I NOU 1996: 3 ble det opprinnelig foreslått at løsningssummen skulle fastsettes til aksjenes virkelige verdi.<sup>99</sup> I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) foreslo imidlertid departementet å endre bestemmelsen på dette punkt, ved at det heller skulle henvises til asal. § 4-25 annet, tredje og

---

<sup>98</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 109 og 110.

<sup>99</sup> NOU 1996: 3 s. 215.

fjerde ledd.<sup>100</sup> Denne endringen var ikke begrunnet i noen uenighet i at utløsningssummen skulle fastsettes til aksjenes virkelige verdi, men at en ville at det skulle stilles strengere krav til underretningen til aksjeeierne og fristen for å komme med innsigelser dersom det skulle gjelde en regel om passivitetsvirkninger. Det er dermed ikke sikkert at løsningssummen nødvendigvis skal fastsettes etter det samme verdsettelsesprinsippet som ved tvangsinnløsning etter asal. § 4-25.

I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) sies det:<sup>101</sup>

”Forutsetter en at tilbudet tar utgangspunkt i markedsverdien av aksjene, vil det først og fremst være ulike praktiske forhold som vil bli bestemmende for hvilken tilslutning et slikt tilbud vil få fra aksjeeiere som sitter med små aksjeposter. Utvalget kan ikke se at tvungen innløsning fra selskapets side skulle være forbundet med vesentlige betenkeligheter i slike tilfelle.”

Denne uttalelsen taler for at den innløste aksjonæren har krav på aksjenes markedsverdi.

I NOU 1996: 3 sies det:<sup>102</sup>

”Blant de forhold departementet særlig må etterprøve, er at løsningssummen ikke er lavere enn aksjenes fulle verdi. Tilbudet skal innebære at de aksjeeierne det gjelder får erstattet aksjenes verdi fullt ut, jf. prinsippet i Grunnloven §105.”

Prinsippet i Grunnlovens § 105 er full erstatning ved ekspropriasjon. Eksproprianten skal da ha dekket sitt individuelle tap.<sup>103</sup> På bakgrunn av at den enkelte aksjonær ikke har adgang til selskapets underliggende verdier, kan dette prinsippet overført på innløsning etter asal. § 4-24 tale for at det er aksjenes omsetningsverdi aksjonæren skal ha erstattet.

### **8.3 Rettspraksis**

Det finnes ikke noe rettspraksis som omhandler asal. § 4-24. Når det gjelder verdsettelse etter asal. § 4-25, som asal. § 4-24 henviser til, foreligger det derimot omfattende skjønnspraksis, deriblant Norway Seafoods-dommen. Det kan imidlertid ut fra forarbeidene og reelle hensyn (se

---

<sup>100</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 189.

<sup>101</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 111.

<sup>102</sup> NOU 1996: 3 s. 215.

<sup>103</sup> Truyen s. 346.



punkt 8.5) diskuteres hvor stor betydning prinsippene i Norway Seafoods-dommen har ved innløsning etter asal. § 4-24.

## **8.4 Juridisk litteratur**

Ifølge Aarbakke mfl. har innløsningssituasjonen ved innløsning etter asal. § 4-24 likhetstrekk med den som vil foreligge når selskapet krever tvangsoverføring av minoritetsaksjer etter asal. § 4-25.<sup>104</sup> Aarbakke mfl. mener imidlertid likevel at det er tvilsomt om de prinsipper som ligger til grunn for Norway Seafoods-dommen, helt ut er relevante.

## **8.5 Reelle hensyn**

### **8.5.1 Innløsningssituasjonen**

Det er selskapet som betaler innløsningssummen ved innløsning av små aksjeposter etter asal. § 4-24 annet ledd. Hensynet til vern av selskapskapitalen kan derfor tale for at innløsningssummen må fastsettes etter det prinsippet som gir den laveste innløsningssummen. Siden det dreier seg om minoritetsaksjer, vil dette være verdsettelse med utgangspunkt i omsetningsverdien.

Det er bare i allmennaksjeselskaper det er adgang til å innløse små aksjeposter, og aksjene er her normalt gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning. Det vil dermed sjelden by på vanskeligheter å konstatere omsetningsverdien. At aksjene vanligvis vil ha en kjent omsetningsverdi, er et hensyn som i seg selv taler for at omsetningsverdien burde legges til grunn.

### **8.5.2 Minoritetsvern**

Innløsning etter asal. § 4-24 dreier seg, i likhet med tvangsinnløsning etter asal. § 4-26/asal. § 4-25 og utløsning etter asal. § 4-25, om tvungen aksjeoverdragelse. Minoritetsvern vil derfor være et relevant hensyn. Som sagt vil en verdsettelse med utgangspunkt i den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier gi det sterkeste minoritetsvernet. Dermed gis det signal om at småsparernes deltakelse er ønskelig i næringslivet og interessen for sparing i aksjer vil øke. Dette vil bidra til en bred eierstruktur i næringslivet og gi økt kapitaltilgang.<sup>105</sup>

Minoritetsvernshensynet har imidlertid ikke like mye vekt ved innløsning etter asal. § 4-24 som ved annen tvangsinnløsning. Minoritetsaksjonærene kan lett unngå innløsningskravet ved å øke

---

<sup>104</sup> Aarbakke mfl. s. 1081.

<sup>105</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 111.

sitt aksjeeie utover minstebeløpet på 500 kroner.<sup>106</sup> I tillegg vil departementet etterprøve at selskapet ikke kvitter seg med aksjonærer av andre grunner enn det bestemmelsen egentlig tar sikte på. Departementet vil ved sin behandling av saken veie selskapets behov for å overta aksjene mot aksjonærenes interesse i å beholde sine aksjer i selskapet. En tillatelse til tvangsovertakelse vil dermed bare være aktuelt hvor selskapets kostnader har et visst omfang fordi aksjene er spredt på mange og til dels svært små enheter.<sup>107</sup>

### **8.5.3 Forutberegnelighet**

Omsetningsverdien for aksjer i allmennaksjeselskaper vil vanligvis være kjent. En beregning av selskapets underliggende verdier krever derimot betydelig arbeid og vil ofte måtte bygge på usikre forutsetninger.<sup>108</sup> En verdsettelse med utgangspunkt i omsetningsverdien vil derfor gi bedre forutberegnelighet for både selskapet og aksjonærene som skal innløses. Det vil da bli enklere å komme til enighet om en innløsningssum, og det vil sjeldnere bli aktuelt med skjønn for å fastlegge innløsningssummen. En verdsettelse basert på omsetningsverdien vil dermed bidra til å minske ressursbruken på rettstvister.<sup>109</sup>

### **8.6 Omsetningsverdien**

Ut fra drøftelsen over vil det være mest hensiktsmessig å ta utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi ved innløsning av små aksjeposter etter asl. § 4-25. Som sagt vil det sjelden by på vanskeligheter å finne frem til aksjenes omsetningsverdi. For børsnoterte selskaper vil børskursen gi uttrykk for omsetningsverdien. Når det gjelder aksjer som ikke er børsnoterte, vil andre registrerte kurser eller tidligere aksjeoverdragelser være veiledende. En estimering av antatt omsetningsverdi på bakgrunn av selskapsverdien vil bare være aktuelt når det er klart at markedet ikke fungerer, det vil si når kravene til likviditet, eierspredning og effisiens ikke er oppfylt.

## **9. FASTSETTELSE AV INNLØSNINGSSUM UT FRA ”SELSKAPETS ØKONOMISKE STILLING OG MULIGHETER”**

### **9.1 Lovbestemmelsene**

---

<sup>106</sup> NOU 1996: 3 s. 78.

<sup>107</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 111.

<sup>108</sup> Clausen s. 40.

<sup>109</sup> Krosvik og Bøhren s. 151.

Når et selskapsorgan eller andre som representerer selskapet har handlet i strid med asl. §§ 5-21 og 6-28/asal. §§ 5-21 og 6-28 og tungtveiende grunner taler for det, kan en aksjonær kreve selskapet oppløst ved dom, jf. asl. § 16-19 første ledd/asal. § 16-19 første ledd. Vilkåret etter asl. §§ 5-21 og 6-28/asal. §§ 6-21 og 6-28 er at visse aksjonærer eller andre er gitt en urimelig fordel på andre aksjonærers eller selskapets bekostning (myndighetsmisbruk). Det følger av asl. § 16-19 annet ledd/asal. § 16-19 annet ledd at når selskapet har lagt ned påstand om det, kan dommen i stede gå ut på at aksjonærens aksjer i selskapet skal innløses. Innløsningssummen skal i så fall fastsettes i dommen under hensyn til ”selskapets økonomiske stilling og muligheter”.

Ordlyden ”selskapets økonomiske stilling og muligheter” taler for at innløsningssummen skal fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Det er ikke *aksjenes* verdi som skal fastlegges, men *selskapets* økonomiske stilling og muligheter.

At lovgiver har valgt en annen formulering enn en henvisning til ”virkelige verdi”, trekker også i retning av at lovgiver har ment at verdsettelsesprinsippet skulle være forskjellig ved innløsning etter asl. § 16-19 annet ledd/asal. § 16-19 annet ledd.

## 9.2 Forarbeidene

Asl. § 16-19 annet ledd/asal. § 16-19 annet ledd er en videreføring fra aksjeloven av 1976 § 13-3. Forarbeidene til denne loven er dermed fortsatt relevante. I Innstilling om lov om aksjeselskaper 1970 sies det om fastsettelsen av innløsningssummen:<sup>110</sup>

”Gjeldende lov gir heller ikke her noen bestemmelse om beregningen av utløsningssummen. Siden utløsning fremtrer som et alternativ oppløsning, kunne det i og for seg være nærliggende å basere beregningen på selskapets likvidasjonsverdi, ... I selskaper med lav egenkapital, men stor inntjeningssevne, kan dette imidlertid være en løsning som på en uheldig måte begunstiger aksjeeierflertallet. På den annen side er det meget vanskelig å oppstille konkrete retningslinjer for verdsettelsen, og utkastets annet ledds annet punktum representerer ikke noe forsøk på slik konkretisering. Når det her heter at utløsningssummen skal fastsettes i dommen under hensyn til selskapets økonomiske stilling og det som etter omstendighetene for øvrig finnes rimelig, tar dette sikte på at domstolen må foreta en skjønnsmessig vurdering og ikke uten videre skal legge

---

<sup>110</sup> Innstilling om lov om aksjeselskaper 1970 s. 178.

selskapets likvidasjonsverdi til grunn. Det har fra norsk side vært forutsetningen at skjønnet bygges på momenter av økonomisk karakter, og ikke på rimelighetsbetraktninger av annen art.”

Ut fra disse uttalelsene er det klart at selskapets likvidasjonsverdi kan ha betydning, men ikke være avgjørende. Det er også klart at det ikke skal tas hensyn til rimelighetsbetraktninger av ikke-økonomisk karakter. Det fremgår i tillegg at innløsningssummen ikke må fastsettes på en måte som begunstiger de gjenværende aksjonærene i selskapet på bekostning av den som innløses.

I Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) ble det diskutert om formuleringen ”selskapets økonomiske stilling og muligheter” var for vag og om markedsverdien isteden skulle danne utgangspunktet. Konklusjonen ble:<sup>111</sup>

”Departementet er enig i at utkastet er noe ubestemt her og at det er grunn til å presisere teksten. Dette bør imidlertid gjøres på grunnlag av de synspunkter som kommer til uttrykk i motivene. Det vil ikke være rimelig å legge vekt på likvidasjonsverdien alene. Selskapets muligheter bør ha betydning. At aksjene i de tilfeller som her omhandles vil ha noen etablert markedsverdi, er det etter departementets mening ikke grunn til å forutsette.”

Det må etter dette være klart at det ikke er meningen at aksjenes omsetningsverdi skal danne utgangspunktet for innløsningssummen. Fastsettelsen av innløsningssummen skal baseres på en beregning av selskapets verdi. Ved denne beregningen kan det ikke legges vekt på likvidasjonsverdien alene, siden det også skal tas hensyn til selskapets muligheter.

Dette støttes også av Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) der det uttales:

”I tredje ledd er det fastsatt retningslinjer for fastsettelse av innløsningssum gjennom formuleringen ”økonomiske stilling og muligheter”. Dette dreier seg om innløsning av en aksjeeier som alternativ til oppløsning ved dom og forutsetter derved at selskapet ikke skal oppløses, men fortsette å eksistere. Det er derfor vesentlig å presisere at man ved fastsettelse av innløsningssummen snakker om en ”going concern”-vurdering.”<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 177.

<sup>112</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 247.

### 9.3 Juridisk litteratur

For fastsettelsen av innløsningssummen uttaler Andenæs:<sup>113</sup>

”Ifølge bestemmelsen skal innløsningssummen fastsettes ”under hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter”. Heri ligger ingen motsetning til aksjens virkelige verdi, men en presisering av vurderingsnormen i en spesiell situasjon.”

Siden det kan virke som at Andenæs mener at aksjens virkelige verdi skal tilsvare den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier, tyder denne uttalelsen på at Andenæs mener at selskapets underliggende verdier er avgjørende også etter asl. § 16-19/asal. § 16-19.<sup>114</sup>

Andenæs sier også:<sup>115</sup>

”Innløsningssummen fastsettes i dommen under hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter, se § 16-19 annet ledd annet punktum. Med dette tas det avstand fra en tidligere lære om at likvidasjonsverdien normalt skulle være avgjørende. utgangspunktet er dermed at verdsettelsen må skje etter alminnelige prinsipper.”

Andenæs er altså enig i at innløsningssummen ikke kan baseres på likvidasjonsverdien alene. At verdsettelsen skal skje etter ”alminnelige prinsipper”, må være en henvisning til allment aksepterte metoder for teoretisk verdsettelse av selskaper.<sup>116</sup>

Det kan synes som Aarbakke mfl. er enig i at verdsettelsen skal skje ut fra en teoretisk verdsettelse av selskapet, og ikke ut fra aksjenes omsetningsverdi. Aarbakke mfl. uttaler at:<sup>117</sup>

”Bestemmelsen i annet ledd annet punktum, om at det ved fastsettelsen av løsningssummen skal tas hensyn til selskapets ”muligheter”, viser at løsningssummen skal fastsettes ut fra den forutsetning at selskapets virksomhet skal forstsette. At det dessuten skal tas hensyn til selskapets stilling, betyr at en balanse for selskapet skal tillegges betydning.”

---

<sup>113</sup> Andenæs s. 136.

<sup>114</sup> Andenæs s. 136, 137, 203 og 226.

<sup>115</sup> Andenæs s. 641.

<sup>116</sup> Se om disse, Christensen 2001, Krohn, Dahl eller Huneide mfl. s. 145-156.

<sup>117</sup> Aarbakke mfl. s. 938.

## **9.4 Reelle hensyn**

### **9.4.1 Innløsningssituasjonen**

Innløsning etter asl. § 16-19 annet ledd/asal. § 16-19 annet ledd reduserer egenkapitalen i selskapet. Vern av selskapskapitalen vil dermed være et relevant hensyn. Det kan imidlertid diskuteres hvor mye vekt hensynet har for fastsettelsen av innløsningssummen i denne innløsningssituasjonen. Innløsning er en defensiv beføyelse mot oppløsning av selskapet. Det er opp til selskapet selv å avgjøre om det vil nedlegge påstand om innløsning av aksjonærens aksjer som alternativ til oppløsning av selskapet. Det er i tillegg retten som avgjør om det vil være mest hensiktsmessig med innløsning eller oppløsning. Det vil da være naturlig at retten i valget mellom de to alternativene, legger vekt på hvordan en eventuell innløsning vil påvirke selskapskapitalen. Dersom innløsning medfører en reduksjon av selskapskapitalen som kan skade selskapets virksomhet, vil nok resultatet bli oppløsning i stedet for innløsning.

### **9.4.2 Forventning om likvidasjonsverdien**

Aksjonæren som krever oppløsning av selskapet, har forventning om å få den forholdsmessige andelen av selskapets likvidasjonsverdi. Det vil derfor være naturlig at innløsningssummen ikke settes lavere enn den forholdsmessige andelen av selskapets likvidasjonsverdi dersom resultatet blir innløsning i stedet for oppløsning. Dersom aksjonæren kan risikere at innløsningssummen blir lavere, vil det gjøre oppløsningssøksmål uforutsigbare.

### **9.4.2 Likhetsprinsippet**

Når resultatet blir innløsning i stedet for oppløsning, er det viktig at innløsningssummen ikke medfører en begunstigelse av de gjenværende aksjonærene på bekostning av den innløste aksjonæren. En slik begunstigelse vil komme i konflikt med likhetsprinsippet i asl. § 4-1 første ledd/asal. § 4-1 første ledd.<sup>118</sup> En verdsettelse basert på omsetningsverdi eller likvidasjonsverdi alene, vil fort kunne innebære en slik begunstigelse. Dette fordi de gjenværende aksjonærene blir sittende igjen med fordelene i selskapet uten at den innløste aksjonæren får sin del. Dette vil særlig være aktuelt i selskaper med lav egenkapital og stor inntjeningsevne.<sup>119</sup> Ved at innløsningssummen baseres på selskapets underliggende verdier der det tas hensyn til selskapets muligheter, får den innløste aksjonæren derimot et tilfredsstillende oppgjør i forhold til de andre aksjonærene.

---

<sup>118</sup> Høivik s. 148.

<sup>119</sup> Innstilling om lov om aksjeselskaper 1970 s. 178.

## 9.5 Fastsettelse av innløsningssummen

Det må ut fra de gjennomgåtte rettskildene være klart at innløsningssummen skal fastsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Verdsettelsen av selskapet må baseres på allment aksepterte metoder for verdsettelse av selskaper.<sup>120</sup> Siden verdsettelsesprinsippet er forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier, vil det ikke være relevant å ta hensyn til likviditetsrabatt eller kontrollpremie (sammenlign punkt 3.4).

Hvilken metode som er best egnet til å estimere selskapsverdien, må avgjøres konkret i det enkelte tilfellet.<sup>121</sup> Det skal i tillegg til selskapets ”stilling” også tas hensyn til selskapets ”muligheter”. Verdsettelsen må derfor baseres på at selskapets virksomhet skal fortsette, og likvidasjonsverdien kan da ikke alene anvendes som metode for å beregne verdien. Selv om den innløste aksjonæren har krav på den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier, kan nok også aksjenes omsetningsverdi legges til grunn i enkelte tilfeller. I et fungerende marked vil aksjenes omsetningsverdi være det beste anslaget på aksjonærens andel av selskapets underliggende verdier.<sup>122</sup> Selskapets økonomiske stilling og muligheter er da reflektert i markedes vurdering omsetningsverdien. Forutsetningen for at omsetningsverdien skal kunne legges til grunn, er at markedet er noenlunde fungerende. Det vil si at visse krav til likviditet, eierspredning og effisiens må være oppfylt.<sup>123</sup> Når det gjelder aksjer i allmennaksjeselskaper som er børsnoterte eller hvor kursen registreres på annen måte, vil kravene til et fungerende marked normalt være tilfredsstillt.<sup>124</sup> Dreier det seg om aksjer som bare omsettes sporadisk i et uorganisert marked, må selskapsverdien derimot estimeres på bakgrunn av andre aksepterte metoder for verdsettelse av selskaper.<sup>125</sup>

## 10. AVSLUTTENDE KOMMENTARER

Aksjeloven og allmennaksjeloven gir ingen konkrete holdepunkter for hvilke verdsettelsesprinsipper som gjelder i de ulike innløsningssituasjonene. Avgjørelsen må derfor bygges på andre rettskilder. I oppgaven har jeg forsøkt å redegjøre for hvilke

---

<sup>120</sup> Se om disse, Christensen 2001, Krohn, Dahl eller Huneide mfl. s. 145-156.

<sup>121</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) avsnitt 74.

<sup>122</sup> Krosvik og Bøhren s. 132.

<sup>123</sup> Se om dette, Christensen 2002.

<sup>124</sup> Christensen 2002 s. 301.

<sup>125</sup> Krosvik og Bøhren s. 132.

verdsettelsesprinsipper som må gjelde på bakgrunn av de relevante rettskildene. Resultatet har blitt at innløsningssummen i de fleste situasjonene må fastsettes med utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi. Det er omsetningsverdien som i de fleste tilfeller best reflekterer den verdien aksjene utgjør for den innløste aksjonæren. Unntak må gjøres for tvangsinnløsning etter asl. § 4-26/asal. § 4-25, innløsning som alternativ til krav om oppløsning etter asl. § 4-16 annet ledd/asal. § 4-16 annet ledd og antagelig også for utelukkelse etter asl. § 4-25. I disse innløsningssituasjonene blir aksjonæren innløst ved tvang, og reelle hensyn taler da for at innløsningssummen må fastsettes med utgangspunkt i den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier.

Selv om de aktuelle rettskildene gir holdepunkter for avgjørelsen, er det likevel en del usikkerhet omkring hvilke verdsettelsesprinsipper som gjelder. Det kan dermed stilles spørsmål om ikke verdsettelsesprinsippene burde vært lovfestet. Innløsningssummen kan bli svært forskjellig avhengig av om det tas utgangspunkt i aksjenes omsetningsverdi eller den forholdsmessige andelen av selskapets underliggende verdier. Avgjørelsen har dermed stor betydning for de berørte parter, og det er da uheldig at det foreligger usikkerhet omkring dette. Dersom lovgiver tar standpunkt til hvilke verdsettelsesprinsipper som gjelder, vil det gi bedre forutberegnelighet for den innløsende og den innløste part. Dette vil igjen bidra til færre prosesser for å fastslå innløsningssummen. Dermed spares de berørte parter og samfunnet for ressursbruk på rettsaker om fastsettelse av innløsningssum.



## 11. KILDER

### LITTERATURLISTE

- Aarbakke, Magnus, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, *Aksjeloven og allmennaksjeloven, Kommentartutgave*, 2. utgave (Oslo 2004)
- Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, 2. utgave (Oslo 2006)
- Boye, Knut, Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke- børsnoterte selskaper, *Praktisk økonomi og finans*, nr. 3 (2007)
- Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 2. utgave (Oslo 2006)
- Bråthen, Tore, Nytt om prinsippene for verdsettelse av aksjer ved innløsning av aksjonær, *Magma*, nr. 6 (2007)
- Clausen, Einar, ”Virkelig verdi”, *Praktisk økonomi og finans*, nr. 1 (2002)
- Christensen, Rudi Mikal, *Verdsettelse ved tvangsinnløsning av aksjeminoriteter*, stor særavhandling (Tromsø 2001)
- Christensen, Rudi Mikal, Krav til et fungerende marked ved tvangsinnløsning av aksjer, *Nordisk tidsskrift for selskapsret*, nr. 3 (2002)
- Dahl, Gunnar A., Virkelig verdi i årsregnskapet, *Praktisk økonomi og finans*, nr. 4 (2004)
- Huneide, Jens-Erik, Kirsten Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen og Tom Sørensen, *Årsregnskapet i teori og praksis 2006*, 8. utgave (Oslo 2007)
- Huneide, Jens-Erik, Kirsten Pedersen, Hans Robert Schwencke og Dag Olav Haugen, *Årsregnskapet i teori og praksis 2007*, 9. utgave (Oslo 2008)

- Høyvik, Knut, Samarbeidsproblemer som grunnlag for en aksjeeiers krav om oppløsning av selskapet, *Lov og rett*, nr. 3 (2006)
- Krohn, Mads, Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall, *Tidsskrift for Forretningsjus*, (2000)
- Krosvik, Nils Erik og Øyvind Bøhren, Tvangsinnløsning av minoritetseiere: rettsøkonomien i norske skjønnsaker gjennom 25 år, *Tidsskrift for Rettsvitenskap*, nr. 01-02 (2005)
- Larsen, Ulf, Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer, *Tidsskrift for Forretningsjus*, nr. 4 (2007)
- Sletten, Gaute og Harald Willumsen, Verdsettelse ved minoritetsutløsning – hva gir NORWAY SEAFOODS-dommen svar på, og hvilke spørsmål står fortsatt ubesvarte?, *Praktisk økonomi og finans*, nr. 1 (2004)
- Truyen, Filip, Norway Seafoods-dommen: Et signal om bedre minoritetsvern?, *Nordisk tidsskrift for selskapsret* (2003)
- Woxholth, Geir, *Tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv etter aksjeloven § 4-26, sammenholdt med allmennaksjeloven § 4-25*, 1. utgave (Oslo 2003)
- Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 2. utgave (Oslo 2007)

## FORARBEIDER

- Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.
- Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
- NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning

- NOU 1995: 30 Ny regnskapslov
- Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)
- NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper
- Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper
- Innstilling om lov om aksjeselskaper 1970

## **RETTSPRAKSIS**

- Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen)
- Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen)
- LB-2007-3799 (Borgarting lagmannsrett)
- LB-2006-53528 (Borgarting lagmannsrett)
- LG-2005-30739-2 (Gulating lagmannsrett)
- RG 2004 s. 1346 (Oslo tingrett)