

Rettslig verdsettelse av aksjer



Advokat (H)
Tom Torkildsen
 Partner i Corporateavdelingen i advokatfirmaet Føyen Torkildsen
Han har vært rådgiver i en rekke av de store innløsningssakene i Norge.

I noen tilfeller verdsettes aksjer ved rettslig skjønn, som for eksempel ved innløsning av minoriteters aksjer etter aksjelovens system. I artikkelen ser vi nærmere på de særlige betingelsene som gjelder ved slike verdsettelse, og utviklingen etter Norway Seafoods-dommen i 2003.

I slike typer saker er premissene for hvordan verdsettelsen skal skje lagt av lovgiver og domstolene. Selv om enkelte er uenige i slike premisser, kan rådgivning hvor det ikke tas hensyn til premissene, føre til ulempe og økonomisk tap for kunden.

I de tilfellene økonomisk sakkyndige har en rolle som er en integrert del av en rettslig prosess, kan de ikke på fritt faglig grunnlag gjøre sine verdivurderinger. De underliggende domstolene er pliktige til å følge de rammebetingelsene for verdsettelsen som ankedomstoler, og særlig Norges Høyesterett, har nedfelt. Økonomenes rolle vil typisk være som oppnevnte meddommere eller at de skal avgi en «fairness opinion». Særlig i de siste tilfellene vil man ofte se at uttalelsen er knyttet nærmere til de generelle markedsmekanismene for omsetning av enkeltaksjer fremfor den metodebruken som bør anvendes når visse rettslige rammebetingelser er satt. Dermed gis ikke den veiledningen som er mest relevant for aksjeeiere ut fra den særlige situasjonen de er i.

Mer konkret omtaler vi her verdsettelse av selskaper og aksjer i forskjellige løsningstilfeller regulert i aksjeloven. Etter rettspraksis frem til 2016 går det et skille mellom tvangsinnløsningstilfellene og andre løsningssituasjoner. Men etter en dom i Høyesterett i 2016 er dette endret.

Nedenfor skal vi kort gjennomgå de rettslige rammebetingelsene ved tvangsinnløsning, som igjen kan deles i to grupper: der verdsettelsen skal følge prinsippene i Norway Seafoods-dommen (2003), og på den annen side der verdsettelsen er en funksjon av reglene i verdipapirhandeloven § 6–22 (2007).

Den andre hovedgruppen er øvrige løsningstilfeller, som f.eks. innløsning etter samtykke-nektelse ved aksjeoverdragelse, hvor rammevilkårene følger av Flesbergdommen (2011). Også for denne gruppen er det imidlertid grunn til å skille mellom typetilfellene som følge av Bergshavendommen (2016).

Tvangsinnløsning

Vi ser først på Høyesteretts dom i Norway Seafoods-saken. Utgangspunktet er majoritetsaksjonærens rett til å tvangsinnløse minoriteten (og vice versa) der majoritetseieren sitter med 90 % eller mer av målselskapet. Det springende punktet i saken var først og fremst om tidligere omsetningskurser for enkeltaksjer skulle legges til grunn ved oppjøret med minoritetsaksjonærene, eller om det skulle beregnes en teoretisk verdi på aksjene knyttet til målselskapets underliggende verdier. Ved behandlingen i lagmannsret-

Når økonomisk sakkyndige har en rolle som er en integrert del av en rettslig prosess, kan de ikke på fritt faglig grunnlag gjøre sine verdivurderinger. De underliggende domstolene må følge de rammebetingelsene for verdsettelsen som ankedomstoler har nedfelt.



ten hadde førstelagmann Lie i Borgarting lagmannsrett kommet til at man skulle legge til grunn de underliggende verdiene dividert på antall aksjer i selskapet. Høyesterett var enig i dette og uttalte blant annet: «Ut fra det samlede rettskildematerialet er jeg kommet til at lagmannsrettens

rettsanvendelse er riktig. Løsningssummen må ved tvangsinnløsning tilsvare aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunkt selskapets beslutning om tvungen overtakelse er satt fram.»

Til tross for at Høyesterett var enig i selve verdsettelsesprinsippet ble lagmannsrettens dom opphevet. Dette skyldtes at Høyesterett mente det kunne være tvil om lagmannsretten likevel hadde fulgt det som ble betegnet som hovedmetoden ved verdsettelsen, og dessuten mente det var uklart om lagmannsretten hadde fulgt et bevisbyrdeprinsipp som gikk ut på at majoritetseieren måtte ha risikoen ved manglende bevisføring som førte til tvil om verdsettelsen. I Norway Seafoods-dommen bruker Høyesterett «virkelig verdi» som det grunnleggende prinsipp, og presiserer at «virkelig verdi» skal være den underliggende verdien i målselskapet dividert på antall aksjer. Med dette som utgangspunkt var neste spørsmål hvilken metode som skal benyttes for å finne frem til underliggende verdi. Om dette uttaler Høyesterett: «Denne verdien skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi. Hvilken verdsettelsesmetode – substansverdi, avkastningsverdi, børskurs osv. – som i den enkelte saken er best til egnet til å fastslå denne verdien må, som skjønnspresis viser, avgjøres konkret.»

Av dette kan det virke som Høyesterett likestiller de forskjellige metodene slik at vi står fritt til å velge metode etter hva som passer best i det enkelte tilfellet. Vi er enige med dem som har hevdet at man ikke kan lese dommen på denne måten. Høyesterett bruker som hovedargument for å oppheve dommen (og hjemvise saken til ny behandling i lagmannsretten) at lagmannsretten ikke klarere har anvendt kontantstrømmetoden (DCF) til tross for at lagmannsretten har pekt på dette som «hovedmetoden». I dette må det ligge en viss føring mot kontantstrømmetoden, som for øvrig i økonomisk teori også er ansett som den mest korrekte metoden. Det er for øvrig ikke feil å bruke andre metoder for å vise kontroll av det resultatet en DCF-vurdering fører frem til. Men særlig vil det være uriktig å ta utgangspunkt i omsetningsverdier for enkeltaksjer fordi slike instrumenter ofte ikke representerer de underliggende verdiene på en god måte. Det skyldes at perfekte markeder med full likviditet vil være vanskelig å finne. Sammenligninger av pris/bok på godt regulerte markedsplas-

ser (f.eks. Oslo Børs) for svært likvide aksjer viser også dette.

Det skal tilføyes at det ikke er noen uenighet om at DCF-metoden har flere svakheter knyttet til flere viktige skjønnsmessige faktorer. Dette er imidlertid en problemstilling som domstolene har vært fullt oppmerksomme på. Dermed kan ikke innvendinger om slike svakheter i seg selv føre til valg av en annen metode. Likevel kan det være så stort utfallsrom i en fremtidig forventet kontantstrøm at utsagnskraften blir svak eller endog fraværende. I slike tilfeller vil andre metoder kunne være hovedmetode.

Betydningen av senere lovgivning

Etter at Høyesteretts dom i Norway Seafoods-saken i prinsippet ga samme type verdsettelse i alle tvangsinnløsningsstilfeller, fikk vi særregler i verdipapirhandelloven (2007). Lovens § 6–22 regulerer verdsettelsen på annen måte når tvangsinnløsning blir gjennomført kort tid etter at det er fremsatt et pliktig tilbud etter verdipapirhandelloven.

Mer presist går dette ut på at innløsningsprisen ved tvangsinnløsning som erklæres innen tre måneder etter utløp av et pliktig tilbud etter vphl. § 6–11 skal settes lik tilbudsbeløpet i det pliktige tilbudet. I slike tilfeller vil det altså ikke være rom for å gjennomføre noen verddivurdering med utgangspunkt i underliggende verdi. Dog gjelder denne hovedregelen «... hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris». § 6–22 fulgte som et resultat av et EU-direktiv, men norsk lovgiver valgte å begrense rekkevidden av direktivet til de tilfellene som er nevnt ovenfor slik at alle andre saker om tvangsinnløsning med utgangspunkt i aksjeloven § 4–25 (allmennaksjeloven § 4–26) fortsatt følger de prinsippene som er nedfelt i Norway Seafoods-dommen. I dette ligger etter mitt syn en formodning om at lovgiver konkret har valgt andre prinsipper for metodebruken i andre situasjoner og at dette ytterligere styrker formodningen om at kontantstrømmetoden er den foretrukne metoden fremfor de andre mulige metodene som er nevnt i Norway Seafoods-dommen. Det skyldes at det pliktige tilbudet som tvangsinnløsningstilbudet er basert på etter verdipapirhandelloven § 6–22, nettopp har sitt utspring i tidligere omsetningskurser på enkeltaksjer.

Det er lite rettspraksis knyttet til verdipapirhandelloven § 6–22. Det ble av sagt

et overskjønn i Frostating lagmannsrett i 2015 (Norway Pelagic) hvor hovedspørsmålet var om et stort avvik mellom underliggende verdi og tilbudet i seg selv kunne utgjøre «særlige grunner» slik dette uttrykket er benyttet i § 6–22. Lagmannsretten kom til at et verdiavvik i seg selv ikke var særlig grunn og uttalte: «Kjernen i presumsjonsregelens unntaksbestemmelse må være forhold eller hendelser som i vesentlig grad har påvirket prisdannelsen med den følge at tilbudsprisen ikke reflekterer aksjenes virkelige verdi.»

Dommen ble påanket til Høyesterett som dog i slike tilfeller har begrenset prøvingsadgang. Anken ble avvist. Dermed ble dommen stående selv om det må antas at minoritetsaksjonærene i dette tilfellet fikk et oppgjør som etter vår vurdering ikke på langt nær representerte de underliggende verdiene i målselskapet. Det generelle hensynet til et effektivt verdipapirmarked har her gått foran et generelt rettferdighetshensyn. Mange vil dog hevde at § 6–22 fører til en rimelig likebehandling av aksjonærer.

Dernest blir spørsmålet om prinsippene i § 6–22 også kan finne anvendelse der man har situasjoner som ligner svært på de formelle forholdene som faller inn under § 6–22, for eksempel ved raske oppkjøp (takeovers) og frivillige tilbud i relativt likvide aksjer som handles på organiserte markedsplasser.

Vi mener svaret må være nei. Lovgiver har valgt å sette et skille og i forarbeidene ved innføringen av § 6–22 er det intet som tyder på man mente at de nye reglene skulle ha «smitteeffekt» til andre situasjoner. Utgangspunktet må være at det er underliggende verdi som skal finnes, og det må avgjøres i det konkrete tilfellet om omsetningskurs på enkeltaksjer er særlig relevant i forhold til denne målsettingen. Eksempler fra rettspraksis er overskjønn i Bergesen d.y. (2006) og underskjønn i Offshore Heavy Transport (2003).

Virkelig verdi

En særlig problemstilling er knyttet til begrepsbruken «virkelig verdi». Dette skyldes at Høyesterett benyttet uttrykket i Norway Seafoods-dommen uten at det der er knyttet til en konkret lovbestemmelse. Begrepsbruken synes å være hentet fra en artikkel som ble skrevet av daværende professor Magnus Aarbakke i en betenkning fra 1986, og som det ble lagt vekt på i Norway Seafoods-dommen. Dette til

tross for at Aarbakke selv understreker at forståelsen av begrepet er uklar selv om det tidligere var benyttet i den svenske aksjeloven (1944), som på flere måter «sto modell» for den norske, og at et bedre utgangspunkt ville være at «... minoritetsaksjonæren har rett til et vederlag for aksjen som er økonomisk sett et rimelig vederlag, alle forhold vedrørende aksjen tatt i betraktning.»

Begrepet virkelig verdi brukes imidlertid også i aksjeloven § 4–17 (5). Denne bestemmelsen er det gjort henvisninger til i aksjelovens del om løsningsretter, jf. om nektelse av samtykke § 4–17(3), forkjøpsrett § 4–23 (2), innløsning § 4–24 (1) og utløsning § 4–25 (via § 4–24).

Det som kan skape forvirring er at Høyesterett i Flesberg-dommen (2007) har fortolket virkelig verdi i § 4–17 slik at man i disse tilfellene skal frem til en faktisk eller antatt omsetningsverdi på enkeltaksjer når det foreligger grunnlag for å fastslå denne. Altså i motsetning til den underliggende verdien etter Norway Seafoods-dommen.

Øvrige løsningstilfeller

I Flesberg-dommen har Høyesterett vurdert spørsmålet om verdsettelse av aksjer ved innløsning som følge av nektelse av samtykke til overdragelse. Situasjonen var at en kjøper ikke fikk samtykke til å erverve de aksjene han hadde inngått kjøpsavtale for. Høyesterett la vekt på at kjøperen ville bli holdt skadesløs om han ble kompensert med omsetningsverdien av aksjene. Videre ble det lagt vekt på at kjøperen ikke kunne ha noen forventning om å få sin andel av de underliggende verdiene, og at transaksjonen skilte seg fra tvangsinnløsningstilfellene ved at det ved tvangsinnløsning ikke foreligger noen avtale eller enighet om pris. Hensynet til å hindre misbruk og illojalitet talte for samme resultat, og det ble vist til bestemmelsens formål og funksjon. I tillegg mente Høyesterett at innløsnings situasjonen ved samtykkenekt kunne sammenlignes med utøvelsen av forkjøpsrett og at utgangspunktet da måtte være avtalt pris. Det ble ved verddivurderingen også tatt hensyn til at det forelå forkjøpsrett i selskapet. Det var altså ikke tale om å se på målselskapets underliggende verdier, og den konkrete avtalte transaksjonsprisen kunne ikke uten videre legges til grunn.

Også i andre løsningstilfeller, typisk der grunnlaget er forkjøpsrett, innløsning eller



Både revisorer, økonomer og meglere bør sette seg inn i domstolenes tolkninger av verdsettelsesprinsipper etter aksjeloven.

utløsning av aksjer, jf. aksjeloven § 4–23, § 4–24 og § 4–25, har Flesberg-dommen hatt betydning. Det har versert flere saker i domstolene de senere årene som viser at det kan gis store likviditets- og minoritetsjusteringer (rabatter) (opptil 50 %) ved verdsettelsen til tross for at den innløste aksjonæren i disse tilfellene har godtgjort at det var gode grunner til å la ham slippe ut av aksjonærstillingen. Typisk her er Skaugen-dommen (Borgarting 2013) hvor minoritetsaksjonæren fikk medhold i krav om innløsning etter asl. § 4–24.

I Bergshaven-saken, som også gjelder retten til uttreden, ble samme verdsettelsesprinsipp lagt til grunn av Agder lagmannsrett (2015), men Høyesterett opphevet dommen (2016) etter å ha konkludert med at løsningssummen skulle beregnes med utgangspunkt i «underliggende verdi uten slik justering for minoritet, manglende stemmerett og illikviditet som lagmannsretten har trukket fra.» Saken vil dermed bli behandlet på nytt i Agder lagmannsrett og hovedforhandling er berammet til juni 2017.

Særlig i de tilfellene hvor en part sitter igjen med en kontrollerende eierpost i målselskapet, er det rimelig med et slikt resultat når det grunnleggende normalt vil være at den parten som rammes ikke er skyld i konflikten.

Under gitte forutsetninger synes det dermed ikke lenger farlig å fremsette krav om innløsning av en minoritetspost i de tilfellene det ikke er en hovedeier som eier 90 % eller mer i målselskapet. I de sistnevnte tilfellene innebærer Norway Seafoods-dommen at minoriteten også opp-

når sin andel av de underliggende verdiene. Et alternativ er å kreve oppløsning av selskapet. Når man frem med dette, vil aksjonærene få sine andeler av de underliggende verdiene. Ulempen er at kravene til oppløsning etter aksjeloven er tyngre å tilfredsstille enn når det kreves innløsning av eierpost.

De omtalte løsningstilfellene er av ulike karakter, men de har likevel en viktig fellesnevner; det er hensynet til den enkelte parten i den enkelte transaksjonen som skal ivaretas. Bakenforliggende hensyn er med dette en helt sentral faktor i verdsettelsen. Tvangsinnløsningstilfellet har i så måte vært i en særstilling. Den tvangsinnløste minoriteten blir mot sin vilje fratatt noe den eier, uten annen begrunnelse enn majoritetens store eierandel. Motvekten er at minoriteten skal ha krav på trygghet for å få full kompensasjon. Nå har altså Høyesterett (Bergshaven-dommen) funnet at de konkrete hensynene også må gi samme vern for uttreden etter asl. § 4–24.

Det gjenstår å se hvilket hovedprinsipp for verdsettelse domstolene vil anvende i de resterende løsningstilfellene. Men det er all grunn til å innrette seg etter de konkrete hensynene i hvert typetilfelle, og særlig vurdere lovens formål. Et viktig formål med aksjelovreformen i 1997 var å styrke minoritetsvernet.

I alle de tilfellene vi har nevnt ovenfor, ser man hvor viktig det er å ta hensyn til de rettslige normene for verdsettelse. Også revisorer, økonomer og meglere gjør derfor klokt i å sette seg inn i domstolenes tolkninger av verdsettelsesprinsipper etter aksjeloven i løsningstilfellene.