



NORGES HØYESTERETT

Den 10. oktober 2007 avsa Høyesterett dom i

HR-2007-01731-A, (sak nr. 2007/317), sivil sak, anke,

Energiselskapet Buskerud AS (advokat Marius Juul Møller – til prøve)

mot

Flesberg Elektrisitetsverk AS (advokat Ulf Larsen – til prøve)

S T E M M E G I V N I N G :

- (1) Dommer **Gussgard**: Saken gjelder verdsettelsesprinsippet ved krav om innløsning etter nektelse av samtykke til overdragelse av aksjer, aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4. Etter femte ledd skal innløsningssummen fastsettes etter ”aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt”. Hovedspørsmålet i saken er om aksjene skal innløses etter en pris basert på antatt omsetningsverdi, eller tilsvarende en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.
- (2) Energiselskapet Buskerud AS (Buskerud) kjøpte 6. desember 2001 180 aksjer i Flesberg Elektrisitetsverk AS (Flesberg) av Norsk Energi Invest AS for kr 4 640 per aksje. Etter vedtektene i Flesberg var overdragelsen avhengig av samtykke fra styret. Samtykke ble ikke gitt. Buskerud anla sak ved Kongsberg tingrett med krav om at Flesberg pliktet å samtykke i aksjeervertet, men vant ikke frem. I dom 2. juni 2004 kom tingretten til at samtykkenektelsen var saklig begrunnet.
- (3) Buskerud solgte 6 av aksjene og krevde de resterende 174 aksjer innløst av Flesberg i henhold til aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4. Flesberg var villig til å innløse aksjene for kr 3 500 per aksje. Buskerud ville selge for kr 4 600. Partene kom ikke til enighet, og Buskerud begjærte skjønn ved Kongsberg tingrett i medhold av aksjeloven § 4-17 sjette ledd.

- (4) Tingretten la til grunn at aksjene skulle verdsettes til et beløp som tilsvarte deres forholdsmessige andel av de underliggende verdier i selskapet, beregnet til kr 51 245 000 pr. 31. desember 2004, som var avtalt skjæringstidspunkt. Verdien av hver av aksjene var da kr 5 959. Skjønnen ble avhjemlet 23. januar 2006. Flesberg hadde erkjent at det påå innløser å betale saksomkostningene og ble i skjønnet pålagt dette.
- (5) Flesberg begjærte overskjønn. Borgarting lagmannsrett fant at de underliggende verdier i selskapet ikke kunne legges til grunn i dette tilfellet, idet omsetning av aksjene var undergitt en rekke begrensninger. Innløsningssummen måtte baseres på antatt omsetningsverdi, men kunne ikke i noe tilfelle være høyere enn Buskeruds faktiske kostpris. Overskjønnet av 18. desember 2006 har denne slutning:
- ”1. **Innløsningssummen for aksjene til Energiselskapet Buskerud AS fastsettes til 3 500 kroner per aksje.**
 2. **I saksomkostninger for lagmannsretten betaler Flesberg Elektrisitetsverk AS 142 500 – etthundreogførtitotusenfemhundre – kroner til Energiselskapet Buskerud AS, med tillegg av lovens forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 3 første ledd første punktum fra forfall til betaling skjer. Oppfyllelsesfristen er to uker fra skjønnets forkynnelse.**
 3. **Kongsberg tingretts slutning i skjønn pkt. 2 stadfestes.**
 4. **Flesberg Elektrisitetsverk AS dekker omkostningene ved skjønnet, herunder utgifter til skjønsmenn.”**
- (6) Buskerud har anket over lagmannsrettens rettsanvendelse ved fastsettelsen av innløsningssummen for aksjene.
- (7) Den ankende part – *Energiselskapet Buskerud AS* – har sammenfatningsvis anført:
- (8) Lagmannsretten kom til at aksjenes ”virkelige verdi” måtte baseres på en omsetningskurs. Dette er uriktig rettsanvendelse. Det riktige må være at verdien av aksjene ved innløsning skal tilsvare deres forholdsmessige andel av de underliggende verdiene i selskapet.
- (9) Både ordlyden og forarbeidene til aksjeloven gir støtte for at begrepet ”virkelig verdi” henspiller på de underliggende verdiene. Også rettspraksis og teori støtter dette syn. Det er særlig vist til Rt. 2003 side 713, Norway Seafoods (heretter NWS-dommen). Det er *selskapets* virkelige verdi som skal vurderes, ikke aksjens – på annen måte enn at det er aksjens andel av de underliggende verdier en skal frem til. Dette er en del av minoritetsvernet, som er formålet med bestemmelsen og gir best sammenheng i lovens bestemmelser.
- (10) Skal omsetningsverdien legges til grunn, må forutsetningen være at denne verdien er oppstått i et velfungerende marked, der profesjonelle aktører har full kunnskap om selskapets økonomiske stilling. Et slik marked finnes ikke for aksjene i Flesberg.
- (11) Etter aksjeloven § 4-1 skal aksjer av samme aksjeklasse ha samme verdi. Dersom en aksje innløses til en lavere verdi enn den de underliggende verdier tilsier, overføres verdier til de øvrige aksjonærene, i strid med likhetsgrunnsetningen i § 4-1. Likhetsgrunnsetningen tilsier også at det ikke skal beregnes en ”rabatt” for minoritetsaksjer eller aksjer der det foreligger omsetningsbegrensninger eller andre aksjerelaterte eller markedsrelaterte forhold som reduserer aksjens verdi.

- (12) Det er enighet mellom partene om verdsettelsen av de underliggende verdier i selskapet. Det innløsningsbeløp lagmannsretten har fastsatt, gir ikke Buskerud den økonomiske verdien av aksjene, noe selskapet må ha krav på.
- (13) Energiselskapet Buskerud AS har nedlagt slik påstand:
- ”1. **Borgarting lagmannsretts overskjønn oppheves og hjemvises til ny behandling.**
2. **Energiselskapet Buskerud AS tilkjennes saksomkostninger for Høyesterett med tillegg av den alminnelige forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 3 1. ledd, 1. punktum fra forfall til betaling skjer.**”
- (14) Ankemotparten – *Flesberg Elektrisitetsverk AS* – har sammenfatningsvis anført:
- (15) Overskjønnet er riktig i sitt resultat. Når det gjelder premissene, er ankemotparten uenig i at ordlyden isolert og også tolket i lys av forarbeidene, leder i retning av at verdsettelsen skal skje ut fra de underliggende verdier. Det er aksjens verdi som skal fastsettes, ikke selskapets. Forarbeidene gir anvisning på omsetningsverdien som det primære.
- (16) Det er betydelige forskjeller i rettskildebildet når det gjelder aksjeloven § 4-17 og bestemmelsene om tvungen overføring av aksjer i datterselskaper etter § 4-26 og allmennaksjeloven § 4-25. NWS-dommen gjaldt sistnevnte bestemmelse.
- (17) Reglene om tvungen overføring av aksjer var en videreføring av tilsvarende bestemmelser i aksjeloven av 1976, og inneholder ikke noe nærmere om verdsettelsesprinsippet.
- (18) Retten til innløsning etter samtykkenektelse i § 4-17 var ny i aksjeloven av 1997. Både NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper og NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning viser at bestemmelsen var begrunnet i avhenderens behov for å komme ut av selskapet. Loven om allmennaksjeselskaper har ingen tilsvarende regel. Det forelå ikke noe behov for det, i og med at aksjene der vanligvis er lett omsettelige.
- (19) I motsetning til situasjonen i NWS-saken, er det ingen rettspraksis om verdsettelse ved innløsning etter § 4-17.
- (20) Det er også forskjeller i innløsnings situasjonen ved samtykkenektelse og ved tvangsinnløsning etter aksjeloven § 4-26 og allmennaksjeloven § 4-25. Ved nektelse av å gi samtykke, foreligger en frivillig avtale om overdragelse og enighet om vederlag.
- (21) NWS-dommen legger stor vekt på vern av minoritetsaksjonærene, blant annet mot manipulering fra hovedaksjonærs side. Slike muligheter er ikke til stede på samme måte ved samtykkenektelse. Derimot vil Buskeruds standpunkt gi Flesbergs aksjonærer en mulighet til eventuelt å få en høyere verdi for sine aksjer ved å alliere seg med en kjøper som ikke vil få samtykke til ervervet.
- (22) Etter de øvrige alternativer i § 4-17 for utfallet ved samtykkenektelse, vil avhenderen få en markedsmessig basert pris for aksjene. Det ville gi dårlig sammenheng i bestemmelsen dersom erververen skulle kunne kreve en annen og høyere verdi ved innløsning. Noen berettiget forventning om dette kan erverver ikke ha.

(23) Innløsning kan ikke kreves dersom selskapet utpeker en annen – eventuelt seg selv – som er villig til å overta aksjene på samme vilkår som erververen. Vederlaget i denne sammenheng må være det maksimale erververen kan oppnå.

(24) Flesberg Elektrisitetsverk AS har nedlagt slik påstand:

- ”1. **Borgarting lagmannsretts overskjønn stadfestes.**
2. **Flesberg Elektrisitetsverk AS tilkjennes saksomkostninger for Høyesterett med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall til betaling skjer.”**

(25) *Jeg er kommet til at anken ikke kan føre frem.*

(26) Spørsmålet i saken er om lagmannsrettens rettsanvendelse er riktig når retten har lagt omsetningsverdien til grunn ved fastsettelsen av innløsningsverdien for de aktuelle aksjene, ikke aksjenes andel av selskapets underliggende verdier. Rettsanvendelsen kan prøves i henhold til skjønnsprosessloven § 38.

(27) Hjemmel for kravet om innløsning er aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4. Jeg gjengir første, tredje, femte og sjette ledd:

”(1) Nektet styret å gi samtykke til ervervet, kan erververen

1. **omgjøre avtalen med avhenderen, hvis ikke noe annet er fastsatt i avtalen;**
2. **avhende aksjen;**
3. **reise søksmål om gyldigheten av nektelsen;**
4. **kreve aksjen innløst etter reglene i tredje til sjette ledd.**

(3) Når styret har nektet samtykke til et aksjeervert, kan erververen kreve at selskapet innløser aksjene etter reglene om ervert av egne aksjer eller nedsetting av aksjekapitalen. Dette kan likevel ikke kreves hvis

1. **selskapet utpeker en annen som er villig til å overta aksjene på samme vilkår som erververen, eller**
2. **innløsning vil medføre vesentlig skade for selskapets virksomhet eller for øvrig virke urimelig overfor selskapet,**

(5) Innløsningssummen skal fastsettes etter aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt. En bestemmelse i vedtektene som angir beløpet eller hvordan innløsningssummen skal beregnes, kan lempes etter avtaleloven § 36.

(6) Oppnås ikke enighet om innløsningskravet, avgjøres dette ved skjønn, hvis ikke noe annet blir avtalt.”

(28) Hovedspørsmålet i saken er hva som menes med aksjens ”virkelige verdi” i denne sammenheng, jf. femte ledd. Ordlyden er uklar, og begge parter har påberopt den i sin favør. Flere bestemmelser i aksjeloven viser til § 4-17 femte ledd – som § 4-23 om utøvelse av forkjøpsrett, § 4-24 om rett til å tre ut av selskapet og § 4-25 om utløsning av en aksjeeier. I § 4-26 om tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv. er det ingen slik henvisning.

(29) Forarbeidene til aksjeloven viser at bakgrunnen for retten til innløsning var hensynet til en aksjeeiers interesse av å kunne avhende aksjen. Jeg viser til NOU 1992: 29 Lov om

aksjeselskaper, der samtykkebegrensninger ble drøftet og innløsningsbestemmelsen foreslått. På side 96 står det:

”Som nevnt er det hensynet til aksjeeierens behov for å kunne komme seg ut av selskapsforholdet, som er det betenkelige ved en regel om styresamtykke. --- Gruppen antar imidlertid at disse problemene i stor grad må kunne avhjelpest med en regel om at en samtykkenektelse bare kan gjøres gjeldende dersom selskapet innløser aksjen, eller finner en annen kjøper som er villig til å overta aksjen på de samme vilkår som den opprinnelige kjøperen.”

- (30) I Ot.prp. nr. 36 (1993–94) ble det fremmet forslag til ny aksjelov med bakgrunn i nevnte NOU, men dette førte ikke til ny lov. Et nytt utvalg avga innstilling, NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning, og også her ble omsetningsbegrensninger drøftet. Utvalget gikk inn for en tilsvarende regel om innløsning, og bemerket i den forbindelse på side 71 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”. Utvalget fant ikke behov for noen slik innløsningsregel i allmennaksjeselskaper, siden aksjene i disse selskapene vanligvis er lett omsettelige. Det ble foreslått en ytterligere begrensning i innløsningsplikten av hensyn til selskapet – den en nå finner i § 4-17 tredje ledd nr. 2. I Ot.prp. nr. 23 (1996–97) sluttet departementet seg til forslagene.

- (31) I denne Ot.prp-en sies det ikke noe om prinsippene for verdsetting. Men i NOU 1996: 3 finner en følgende på side 122:

”Tredje ledd fastsetter at innløsningen skal skje etter aksjenes virkelige verdi på det tidspunkt innløsningskravet ble fremsatt. Når det forøvrig gjelder uttrykket ”aksjenes virkelige verdi” vises til forståelsen av dette uttrykket i regnskapsmessig sammenheng.

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.”

- (32) Året før var NOU 1995: 30 Ny regnskapslov avgitt. Under overskriften ”Tilnærming til virkelig verdi” på side 130 heter det:

”Forslaget til vurderingsregler både for omløpsmidler og anleggsmidler inneholder begrepet virkelig verdi. 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. --

Verdi uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikjustert rente. ”

- (33) På side 131–132 drøftes ”virkelig verdi” for ulike eiendeler. Om finansielle eiendeler heter det:

”For finansielle eiendeler som omsettes i et perfekt eller et effisient marked, er markedsverdien i dag beste anslag på nåverdien av antatt fremtidig salgspris, uansett tidshorisont.”

- (34) Det verdibegrepet det i denne NOU-en gis uttrykk for, svarer ikke til den verdi som Buskerud hevder skal legges til grunn ved innløsning av aksjene – uttrykt som aksjenes andel av selskapets underliggende verdier. Jeg finner ikke grunn til å gå nærmere inn på

regnskapsprinsipper, men nevner at i Jens-Erik Huneide mfl. Årsregnskapet i teori og praksis (2006) sies det i pkt. 14.2 at: "IFRS definerer virkelig verdi som "det beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter" (---). Vi antar at denne definisjonen i utgangspunktet også tilsvarer innholdet i virkelig verdi-begrepet etter norsk regnskapsrett."

- (35) Det er ingen rettspraksis knyttet til verdibegrepet i § 4-17 femte ledd. Men Rt. 2003 side 713 – NWS-dommen – er av interesse. I dommen er opprinnelsen til begrepet "virkelig verdi" behandlet i avsnittene 57 og 58, som jeg viser til.
- (36) Etter en gjennomgang av forarbeider mv. konkluderes det i avsnitt 64 med at "lovgiveren ikke har forsøkt å lovfeste noe kriterium for løsningssummens størrelse". Dette var overlatt til praksis. Det forelå en omfattende skjønnspraksis som ble ansett å ha betydelig vekt som rettskildefaktor. Høyesterett kom til at ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer med hjemmel i allmennaksjeloven § 4-25 kunne aksjene kreves innløst etter "virkelig verdi", beregnet med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet, jf. avsnitt 74.
- (37) Dommens bærende argumentasjon knytter seg til at minoritetsaksjonærene blir utløst ved tvang, og at deres rettigheter må beskyttes. Etter innløsningen ville morselskapet gjennom en fusjon få full tilgang til datterselskapets eiendeler og rettigheter. Dersom antatt børsverdi skulle legges til grunn, ville det legges til rette for at morselskapet kunne oppnå fordeler på minoritetsaksjonærenes bekostning og fristes til å spekulere i et innløsningstidspunkt som ville gagne selskapet, eventuelt manipulering av aksjekursen. Dette harmonerte dårlig med likhetsgrunnsetningen i § 4-25 og med det ønsket om økt minoritetsvern som fremgikk av forarbeidene.
- (38) I etterfølgende juridisk teori tillegges dommen noe varierende vekt for innløsning etter andre bestemmelser i aksjeloven og allmennaksjeloven. Jeg vil vise til Magnus Aarbakke mfl. Aksjeloven og allmennaksjeloven (2004), merknadene til § 4-17 på side 272. Her sies det først at man "for aksjeselskapenes vedkommende ikke [vil] finne noe slikt velfungerende marked som regnskapslovutvalgets innstilling viser til". Det gis uttrykk for at det ved fastsettelse av innløsningsverdi "synes for så vidt mer realistisk at man for aksjeselskaper tar det samme utgangspunkt som i NWS-dommen, nemlig i de underliggende verdier i selskapet". Men så påpekes ulikhetene mellom situasjonen etter § 4-17 og tvangsinnløsning som Høyesterett tok standpunkt til i NWS-dommen, særlig ulikheten i innløsningssituasjonen. Det måtte vurderes om ulikhetene burde gi et annet resultat. Deretter fortsetter kommentaren slik:

"For så vidt gjelder § 4-17 femte ledd sies det i NOU 1996: 3 s 122 som nevnt, at i mangel av holdepunkter for en omsetningsverdi vil den pris som er avtalt mellom partene kunne gi veiledning. Når det gjelder betydningen av den avtalte pris bemerkes at etter tredje ledd forutsettes denne å skulle danne grunnlag for et innløsningskrav mot selskapet, sml også tredje ledd annet punktum nr 1 om plikt for kjøperen til å akseptere en alternativ kjøper til den avtalte pris. Skjønn etter sjette ledd på grunnlag av verdsettelsesprinsippene i femte ledd synes for så vidt å være aktuelt bare dersom aksjen er ervervet ved arv eller gave slik at man ikke har noen pris, eller kjøperen hevder at prisen av spesielle grunner er satt urimelig lavt, se note 3.2 hvor det også er påpekt at selskapet kan mene at den avtalte pris er for urimelig høy. Når grunnlaget for å kreve skjønn er slik som her beskrevet, og noen omsetningsverdi ikke kan anses etablert, vil skjønnet måtte ta utgangspunkt i selskapets antatte verdi."

- (39) På side 273 vises det videre til at også avtalt pris har betydning etter forarbeidene, og at denne prisen i hvert fall må være utgangspunktet når det utøves forkjøpsrett etter § 4-23. Det konkluderes med at ”NWS-dommen er en del av rettskildebildet, men det som her er påpekt tilsier at dommen tillegges begrenset betydning for de skjønn det her gjelder”. Dette er jeg enig i.
- (40) Lagmannsretten har lagt stor vekt på hensynet til sammenheng i § 4-17 når det gjelder de ulike muligheter som foreligger når samtykke til ervervet nektes. Det kan bli spørsmål om å omgjøre avtalen med avhenderen eller aksjene kan selges. Dersom erververen velger å kreve innløsning, har selskapet mulighet til å utpeke en annen som vil erverve aksjene på samme vilkår som erververen. Selskapet kan også utpeke seg selv som kjøper, jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-94) side 185–186. Dersom fristen i annet ledd for erververen til å aksjonere blir oversittet, kan selskapet kreve aksjene solgt gjennom namsmyndighetene. Alle disse løsningene vil gi erververen en markedsbasert pris.
- (41) På bakgrunn av det jeg nå har gjennomgått, er det min oppfatning 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. Det er flere forhold som har hatt betydning for mitt syn. 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 verddivurderingen. Slik jeg ser det, er omsetningsverdien et logisk og rimelig utgangspunkt der en slik verdi med rimelighet lar seg konstatere. Den vil også holde kjøper skadesløs.
- (42) 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.
- (43) Som lagmannsretten legger jeg stor vekt på hensynet til sammenhengen i bestemmelsene i § 4-17. Erververen har ikke noen begrunnet forventning om å få en pris for aksjene som tilsvarer 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.
- (44) Situasjonen der en erverver nektes samtykke til ervervet, er etter mitt syn en helt annen enn der en minoritetsaksjonær blir tvangsløst. Bakgrunnen for et innløsningskrav er en avtalt overdragelse fra en aksjonær som sitter med en aksje med begrenset omsettelighet, og der partene er blitt enige om en pris – eventuelt kan det dreie seg om arv eller gave. Ved tvangsløsning foreligger ingen avtale, verken om overdragelse eller om pris. Innløsning reduserer egenkapitalen i selskapet. Dersom erverver kunne få ut 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. I den forbindelse peker jeg på at dersom underliggende verdier legges til grunn, og disse tilsier en høyere pris enn omsetningsverdien, er det fare for at en aksjeeier vil alliere seg med en kjøper som neppe vil få samtykke til ervervet, og på den måten få en høyere pris for aksjen enn det som følger av et normalt salg. Slik manipulasjon bør det ikke legges til rette for.
- (45) Det neste spørsmålet blir om lagmannsrettens rettsanvendelse er korrekt når den i dette tilfellet har lagt omsetningsverdien til grunn – om det med rimelighet kan sies å ha

foreligget en omsetningsverdi som kunne danne utgangspunkt for verdivurderingen. Jeg må da redegjøre litt nærmere for de faktiske forhold.

- (46) Flesberg var opprinnelig et andelslag, men ble i 2000 omdannet til et aksjeselskap. Etter vedtektene § 7 er styrets samtykke nødvendig ved overdragelse, men samtykke kan ikke nektes når kjøperen er hjemmehørende i Flesberg kommune og i visse andre tilfeller. Etter § 8 har ingen aksjeeier stemmerett for mer enn én aksje. Kommunen eier 60 % av aksjene. Det er opplyst at selskapet ikke betaler utbytte.
- (47) Buskerud kjøpte aksjene av Norsk Energi Invest AS, som hadde ervervet disse fra ulike aksjeeiere for kr 3 500 per aksje. Samtykke til ervervet ble ikke gitt. Flesberg hadde også bydd på aksjene, først kr 3 000 per aksje, men høynet til kr 3 500 i konkurransen med Norsk Energi Invest. Buskerud kjøpte aksjene for kr 4 640 per aksje, noe lagmannsretten har lagt til grunn at kan forklares med strategiske hensyn. Buskerud er betegnet som en profesjonell investor med fullt innsyn i alle forhold som gjaldt Flesberg. Det er lagt til grunn at selskapet var klar over at det neppe ville få samtykke til ervervet. Buskerud hadde fraskrevet seg muligheten til å få kjøpet omgjort ved nektelse av samtykke. For lagmannsretten var aksjeverdien, vurdert ut fra de underliggende verdier, anslått til mellom kr 6 406 og kr 7 697 per aksje.
- (48) Når det gjelder øvrig omsetning, heter det i overskjønnet at det ”finner sted en begrenset omsetning av aksjene i selskapet. Den omsetning av aksjer som har funnet sted, har i hovedsak foregått ved at eksisterende eller nye aksjonærer kjøper aksjene av selskapet selv”. Styret kontrollerte prisen.
- (49) Retten la til grunn at dersom prisen på kr 3 500 hadde vært for lav, ville investorer som tilfredsstilte selskapets vilkår, kjøpt aksjer, noe som bare skjedde i begrenset grad. Deretter skriver lagmannsretten:
- ”Med utgangspunkt i vurderingstemaet i NOU 1996: 3 legger lagmannsretten til grunn at det her finnes en omsetningsverdi. I dette selskapet disponerer styret aksjer som på dette tidspunktet ble solgt for 3 500 kroner. En kjøper som tilfredsstiller vedtektene ville med andre ord få kjøpt aksjer av selskapet til denne prisen. Den prisen som Buskerud betalte til Norsk Energi Invest AS, synes således å være motivert av andre forhold. Denne transaksjonen har funnet sted mellom en kjøper og en selger som ikke kan eie aksjer i henhold til vedtektene og må derfor sees løst fra de begrensningene som vedtektene setter.**
- I dette tilfelle må således omsetningsverdien ansees for å være 3 500 kroner. Lagmannsretten vil bemerke at resultatet kunne bli et annet der selskapets omsetningsverdi og/eller utbyttepolitikk hadde rettfærdiggjort en høyere pris. I et slikt tilfelle kunne en pris på 3 500 kroner vært for lav da det antagelig også ville være kjøpere til en høyere pris.”**
- (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 tilfredsstiller 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.
- (51) Jeg er kommet til at lagmannsrettens vurdering av at det fantes en omsetningsverdi som kunne legges til grunn, ikke bygger på noen uriktig rettsanvendelse. Omsetningsbegrensninger fører til redusert likviditet i aksjen og kan medføre betydelig

reduksjon av markedspris, fra 5–60 %, etter det opplyste. Selve den skjønsmessige vurderingen av omsetningsverdien kan Høyesterett ikke overprøve.

- (52) Overskjønnet må etter dette stadfestes så langt det er påanket.
- (53) Ankemotparten har krevd saksomkostninger for Høyesterett, og kravet tas til følge, jf. skjønnsprosessloven § 42 jf. § 54 b jf. tvistemålsloven 180 første ledd. Kravet utgjør samlet kr 101 246 eksklusive merverdiavgift. Av dette er kr 6 246 utgifter. Salæret er høyt. Når jeg finner å kunne godta det, legger jeg vekt på at saken gjelder forretningsforhold.
- (54) Jeg stemmer for denne

D O M :

1. Overskjønnet stadfestes så langt det er påanket.
2. I saksomkostninger for Høyesterett betaler Energiselskapet Buskerud AS til Flesberg Elektrisitetsverk AS 101 246 – etthundreogtusenogførtiseks – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom med tillegg av den alminnelige forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 3 første ledd første punktum fra utløpet av oppfyllelsesfristen til betaling skjer.

- (55) Dommer **Skoghøy:** Jeg er i det vesentlige og i resultatet enig med førstvoterende.
- (56) Dommer **Tønder:** Likeså.
- (57) Dommar **Utgård:** Det same.
- (58) Dommer **Lund:** Likeså.
- (59) Etter stemmegivningen avsa Høyesterett denne

D O M :

1. Overskjønnet stadfestes så langt det er påanket.
2. I saksomkostninger for Høyesterett betaler Energiselskapet Buskerud AS til Flesberg Elektrisitetsverk AS 101 246 – etthundreogtusenogførtiseks – kroner innen 2 – to – uker fra forkynnelsen av denne dom med tillegg av den alminnelige forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 3 første ledd første punktum fra utløpet av oppfyllelsesfristen til betaling skjer.

Riktig utskrift bekreftes: