

DEBATT & INNLEGG

25 års skjønnspraksis viser markante mønstre i måten norsk rettsvesen verdsetter tvangsinnløste minoritetsaksjer, skriver *Øyvind Bøhren*, professor ved Handelshøyskolen BI og *Nils Ole Krosvik*, spesialrevisor ved Sentralskattekontoret for storbedrifter.

Retten som økonom

Aksjeloven sier at den som eier over 90 prosent av selskapets aksjer, kan tvangsinnløse sine medaksjonærer. Godtar de ikke den tilbudte kursen, må retten bestemme den ved å verdsette minoritetsaksjene. Vi har brukt økonomens briller og undersøkt de 63 verdsettelsene norske domstoler har utført fra loven kom i 1976 til Høyesterett avsa sin første dom på området i Norway Seafoods-saken i 2003. Denne rettsøkonomiske praksisen inneholder mønstre om finans og eierstyring som gir klare meldinger både til finansanalytikere, aksjonærer og jurister.

Tvangsinnløsningssaker tar lang tid. Minoriteten må i gjennomsnitt vente nesten tre år fra tvangsinnløsning skjer til skjønnsresultatet foreligger. Rekordene er ti år. Sakene spiser dessuten mye ressurser. Saksomkostningene er i gjennomsnitt en halv million kroner, partene bruker tre ganger så mye penger på saken som retten gjør, og tvangsinnløser må nesten alltid dekke både rettens og minoritetens utlegg. Sakene kan dessuten medføre store verdi-overføringer mellom partene. RGI-saken i 2002 reflekterte en merutbetaling for tvangsinnløser på over en kvart milliard kroner.

Lang ventetid og store beløp gjør at rentefastsettelsen blir viktig for verdsettelsesresultatet. Her overrasker rettens økonomipraksis på to fronter. Før 1992 finner vi ikke en eneste sak der minoriteten tilkjennes avsnarrente, det vil si kompensasjon for å vente på oppgjør, bære risiko for manglende oppgjør, og dessuten miste likviditet. Der avsnarrente forekommer, ligger den typisk to prosentpoeng over sparerenten. Et slikt kompensasjonsnivå er trolig faglig forsvarlig. I alle fall etter 1997, da ny lovgivning reduserte risikoen ved å kreve at tvangsinnløsningsbeløpet umiddelbart settes på sperret konto. Den andre renteovertaskelsen er at

rentesrente ikke forekommer i noen sak før i 1992. Det er uforståelig for en økonom at selv etter dette tidspunktet fikk minoriteten rentesrente i bare halvparten av sakene.

Hva slags verdsettelsesmetoder brukes i retten? Metodebruket viser seg å være svakest hos minoriteten, som er helt metodeløs i fire av ti saker, og bruker ellers kvalitative metoder oftere enn retten og majoriteten. Retten velger nåverdimetoden adskillig oftere enn partene. Kanskje prøver retten med dette å være teoretisk velfundert og tallmessig etterprøvet. Metodemessig er verdsettelsene blitt gradvis mer avansert hos alle tre aktører.

Hvilke tall kommer verdsettelsen frem til? La oss anta at majoriteten tilbød 100 kroner per aksje ved tvangsinnløsningen. Våre data viser at da var typisk også aksjekursen 100 kroner på samme tidspunkt. Når partene møtes i retten, hevder

Det er uforståelig for en økonom at minoriteten tilkjennes rentesrente i bare halvparten av sakene

majoriteten fortsatt at verdien er 100, mens minoriteten mener det dobbelte, det vil si 200 kroner. Retten verdsetter denne minoritetsaksjen til 118 kroner i det typiske tilfellet, det vil si 18 prosent over tvangsinnløsningstilbudet. I halvparten av sakene havner retten mellom 80 og 120 kroner. Det laveste er 60 og det høyeste 800. Minoriteten kan derfor ikke forvente sikker gevinst ved å gå til retten. Likevel finnes det altså mange tilfeller hvor avkastningen er svært god.

Så kommer et resultat som viser at retten er en mer oppgående verdsetter enn hva kanskje



Øyvind Bøhren



Nils Ole Krosvik

økonome flest ville tro. Skjønnsresultatet avhenger nemlig sterkt av måten tvangsinnløser oppnår kontroll på. Vi kaller saken oppkjøp når tvangsinnløser ikke har simpelt flertall ett år før innløsningen. Hadde tvangsinnløser slikt flertall, kaller vi det utfrysingssak.

Det typiske skjønnsresultatet i utfrysingssaker viser seg å være hele 155 kroner, mens det kun er 106 kroner ved oppkjøp. Dette er samtidig henholdsvis 58 og fire prosent over aksjekursen ved tvangsinnløsningen. Denne praksisen vitner om rettens tro på at aksjekursens evne til å reflektere underliggende verdi er bedre desto mindre dominerende tvangsinnløser er før innløsningstilbudet kommer. Når aksjemarkedet er vel fungerende, mener derfor retten at aksjekursen ved tvangsinnløsningen reflekterer den underliggende verdien av eiendelene på en god måte. Høyesterett ser ut til å dele dette synet, som har faglig støtte fra finansiell økonomi.

Selv om norsk rettspraksis fortsatt bryter grunnleggende verdsettelsesprinsipper, er det likevel ikke slik at en faglig uanripelig verdsettelse alltid gavner minoriteten. Vi finner eksempelvis at minoriteten oppnår mer i retten når verdsettelsen bryter Høyesteretts og økonomens grunnleggende prinsipp om ikke å verdsette ut fra begivenheter inntruffet etter tvangsinnløsningen. Gjennomgående ser det likevel ut til at norsk rett i økende grad har verdsatt minoritetsaksjer på en måte som beskytter minoriteten.



TVANGSINNLOSNING. «Selv om norsk rettspraksis fortsatt bryter grunnleggende verdsettelsesprinsipper, er det likevel ikke slik at en faglig uanripelig verdsettelse alltid gavner minoriteten,» skriver Øyvind Bøhren, professor ved Handelshøyskolen BI og Nils Ole Krosvik, spesialrevisor ved Sentralskattekontoret for storbedrifter.

Foto: Ida von Hanno Bast

Forskning fra mange land tyder på at godt rettsvern av eierskap gir mer kriserobust økonomi, større økonomisk vekst, bedre kapitaltilgang, høyere verdsettelse, mer børsnotert næringsvirksomhet, større utbytteandel, høyere oppkjøpsaktivitet, og åpnere eierstruktur. Dette kan likevel ikke tas til inntekt for at norsk minoritetsvern bør være så sterkt som overhodet mulig. Loven beskytter småeierne for mye hvis den overfø-

rer så store selskapsverdier til dem at majoriteten mister insentivet til samfunnsøkonomisk riktige oppkjøp. Dette kan skje hvis retten verdsetter minoritetsaksjer urimelig høyt, og gir minoriteten følelse av at nekting av tvangsinnløsning gir risikofri gevinst. Vi tror ikke norsk rettsøkonomisk praksis oppfordrer til dette. Hverken før eller etter høyesterettsdommen.

Se også side 20-21

Høyre-studenter mot kvotering

Forslaget om kvotering i bedriftsstyrene har vakt stor debatt i Høyre, og det er nå gode muligheter for at landsmøtet til helgen snur partiet i denne saken. Det er mange årsaker til hvorfor kvotering møter stor motstand i Høyre.

For det første er det fullstendig meningsløst at staten skal pålegge private bedrifter restriksjoner på hvem som skal være med å styre dem. At næringslivet selv skal ha friheten til å ta et slikt valg, er et ideologisk standpunkt som ikke har noe med li-

kestillingsdebatten å gjøre. Om bedriftene skulle være så dumme at de velger bort mangfoldet ved kun å plassere gamle menn i disse vervene, er det deres eget problem, og ikke noe som staten bør blande seg opp i. Det som trengs er derimot en holdningsendring, og trolig vil mer aktive eiere presse frem mangfold i styrene for å bedre bedriftenes lønnsomhet i fremtiden.

For det andre vil et slikt lovforslag føre til store praktiske problemer for mange bedrifter. Undersøkelser har vist at kun ti

prosent av eierne og 20 prosent av de ansatte i NHOs medlemsbedrifter er kvinner. At de da skal ha 40 prosent av plassene i styrene kan gi en del bedrifter problemer med å finne kandidater.

Sist, men ikke minst, vil et slikt lovforslag være utrolig urettferdig for de kvinnene som allerede sitter i styrene. Med lovpålagt kvotering vil en raskt bli møtt med spørsmål om sin kompetanse, til tross for at en gjør en fremragende jobb. Dermed kan loven i realiteten fak-

tisk virke mot sin hensikt.

Loven om kvotering i styrene er et av de største feiltrinn som har vært gjort for likestilling, og skulle den bli satt ut i livet, vil den kunne føre til at mange be-

drifter blir tvangsoppløst og arbeidsplasser går tapt.

Audun Sommerli Time,
I. nestleder Høyres
Studenterforbund



E-post: debatt@dn.no Telefaks: 22 00 11 10
Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn (ca. 750 ord)
Underinnlegg/replik: Maks 1500 tegn (ca. 250 ord)

● Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form.

● Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.

Debattansvarlig: Tor Slette Johansen, tlf. 22 00 11 26 – 932 56 100