



# Tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer – hva er virkelig verdi?

*Rettens (manglende) vektlegging av aksjekurs ved fastsettelse av  
innløsningssummen i tvangsinnløsningsaker*

**Frida Sødal og Guro Valheim**

**Veileder: Professor Karin S. Thorburn**

Masterutredning i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell økonomi og Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Denne studien undersøker norsk retts vektlegging av aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen i tvangsinnløsningssaker. Vi utfører dokumentstudie av samtlige rettsavgjørelser etter 2003, og gir vi en helhetlig analyse av rettens argumentasjon angående aksjekurs som verdivurderingsmetode, samt rettens slutning. Videre kontrollerer vi for om det er hold i argumentasjonen ved hjelp av beregninger basert på kvantitative data.

Vi finner at retten i seks av syv tvangsinnløsningssaker avviser aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen. Som følge av dette verdsettes minoritetsposter ved hjelp av andre verdivurderingsmetoder, og minoriteten oppnår premier på inntil 42% over tilbudspris og 81% over stand-alone verdi. Vi finner at et gjentakende argument for å avvise aksjekurs ved verdsettelsen er at selskapet har vært preget av lav likviditet og ineffisiens i tiden forut for tvangsinnløsning, og at aksjekurs derfor ikke reflekterer virkelig verdi. Rettens argumentasjon mangler imidlertid tilstrekkelig bevisførsel og resonnering.

Med utgangspunkt i våre beregninger finner vi at seks av syv selskaper kan sies å ha vært mer eller tilsvarende likvid som sammenlignbare selskaper som befinner seg på Hovedindeksen på Oslo Børs i tiden forut for tvangsinnløsning. Dette viser at rettens argumentasjon angående lav likviditet og ineffisiens ikke er holdbar. Vi finner også at aksjekursen gir vesentlig bedre uttrykk for virkelig verdi enn det har vært argumentert for. På bakgrunn av våre funn kan vi konkludere med at aksjekurs som referansegrunnlag har fått for liten plass ved fastsettelse av innløsningssummen.

Nøkkelord: Tvangsinnløsning, minoritetsaksjonær, innløsningssum, stand-alone verdi, aksjekurs, likviditet, effisiens, dokumentstudie, premier

## Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Utredningen utgjør 30 studiepoeng innenfor hovedprofilene Finansiell økonomi og Økonomisk styring.

I forbindelse med Hafslund-saken, som pågikk fra 2017 til 2020, ble problemstillingene rundt tvangsinnløsning igjen satt på agendaen. Da vår veileder foreslo å undersøke rettens vektlegging av aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen i slike saker, vekket det vår interesse for temaet. Vi tror og håper at vår studie vil bidra til at jurister og andre deltakende parter i rettsavgjørelsen blir mer bevisste på verdien av en aksjekurs som referansegrunnlag.

Gjennom arbeidet med studien har vi økt vår kunnskap om hvordan tvangsinnløsning foregår, samt hvordan økonomi og jus forenes i praksis. Arbeidet med studien har vært både utfordrende, engasjerende og lærerikt.

Vi ønsker å takke vår veileder, professor Karin S. Thorburn, som har vært tilgjengelig under hele arbeidet og bidratt med konstruktiv tilbakemelding. Ditt engasjement for oppgavens tema, samt tanker og ideer har vært av stor betydning for studien.

God lesing!

Bergen 1.juni 2021

Frida Sødal

Frida Sødal

Guro Valheim

Guro Valheim

# Innholdsfortegnelse

<b>1 INTRODUKSJON .....</b>	<b>1</b>
1.1 PRESISERING AV PROBLEMSTILLING OG STUDIENS AVGRENSING .....	3
1.2 STUDIENS STRUKTUR .....	3
<b>2 LOVER OG RETTSPRAKSIS.....</b>	<b>5</b>
2.1 ALLMENNAKSJELOVEN §4-25 .....	5
2.2 PLIKTIG OG FRIVILLIG TILBUD .....	6
2.3 VIRKELIG VERDI.....	6
2.4 NORWAY SEAFOODS-SAKEN .....	7
2.4.1 <i>Sakens bakgrunn</i> .....	7
2.4.2 <i>Høyesteretts bemerkninger</i> .....	8
2.5 PRESUMPSJONSREGELEN I VERDIPAPIRHANDELLOVEN .....	10
<b>3 TEORETISK RAMMEVERK .....</b>	<b>11</b>
3.1 MARKEDSVERDI.....	11
3.1.1 <i>Lite effisient marked</i> .....	11
3.1.2 <i>Asymmetrisk informasjon</i> .....	12
3.1.3 <i>Illikviditet</i> .....	12
3.1.4 <i>Markedsverdi oppsummert</i> .....	14
3.2 ANDRE VERDIVURDERINGSMETODER .....	14
3.2.1 <i>Diskonterte kontantstrømmer</i> .....	14
3.2.2 <i>Substansverdimetoden</i> .....	15
3.2.3 <i>Multippeelvurderinger</i> .....	16
3.3 PREMIER OG RABATTER.....	16
3.3.1 <i>Kontroll- og synergi-premier</i> .....	17
3.3.2 <i>Likviditetsrabatt</i> .....	17
3.3.3 <i>Minoritetsrabatt</i> .....	18
<b>4 EMPIRI.....</b>	<b>19</b>
4.1 TVANGSINNLOSNING AV MINORITETSEIERE: RETTSØKONOMIEN I NORSKE SKJØNNSSAKER GJENNOM 25 ÅR .....	19
4.2 EFFISIENS I DET NORSKE AKSJEMARKEDET .....	20
<b>5 METODISK RAMMEVERK.....</b>	<b>22</b>
5.1 INDUKTIV FORSKNINGSTILNÆRMING.....	22
5.2 KVALITATIV FORSKNINGSMETODE OG UTFORSKENDE DESIGN.....	22
5.3 DOKUMENTSTUDIE SOM FORSKNINGSSTRATEGI .....	23
5.4 DATAINNSAMLING .....	23
5.4.1 <i>Datakilder og sekundærdata</i> .....	23
5.4.2 <i>Utvalgsstørrelse og populasjon</i> .....	23
5.4.3 <i>Tematisk analyse</i> .....	24
5.5 FORSKNINGSKVALITET .....	25
5.5.1 <i>Reliabilitet</i> .....	25
5.5.2 <i>Validitet</i> .....	26
<b>6 LIKVIDITETSBEREGNINGER.....</b>	<b>27</b>
6.1 DATAKILDER OG PANELDATA.....	27
6.2 UTVALGSSTØRRELSE.....	27

6.3 PEERS.....	28
6.4 MULIGE FEILKILDER.....	28
<b>7. PRESENTASJON AV FUNN .....</b>	<b>30</b>
7.1 ARGUMENTASJON NÅR OVERTAKELSESSITUASJONEN BÆRER PREG AV FREEZEOUT .....	31
<i>A-pressen</i> .....	31
<i>Hafslund</i> .....	34
7.2 ARGUMENTASJON NÅR OVERTAKELSESSITUASJONEN BÆRER PREG AV TAKEOVER.....	38
<i>NCL Holding</i> .....	38
<i>Bergesen d.y</i> .....	42
<i>OffRig Drilling</i> .....	45
<i>Norway Pelagic</i> .....	48
7.3 ARGUMENTASJON NÅR OVERTAKELSESSITUASJONEN HVERKEN BÆRER PREG AV FREEZEOUT ELLER TAKEOVER .....	51
<i>Wilson</i> .....	51
7.4 FUNN OPPSUMMERT .....	54
7.4.1 <i>Aksjenes likviditet</i> .....	54
7.4.2 <i>Verdivurderingsmetode benyttet i retten</i> .....	55
7.4.3 <i>Premier</i> .....	56
7.4.4 <i>Sannsynlighet for en rettsavgjørelse lik innløsningssummen</i> .....	58
<b>8. DISKUSJON.....</b>	<b>59</b>
<b>9. KONKLUSJON.....</b>	<b>65</b>
9.1 VEIEN VIDERE .....	65
<b>LITTERATURLISTE .....</b>	<b>67</b>
<b>VEDLEGG.....</b>	<b>71</b>
VEDLEGG 1: TRE FORMER FOR MARKEDSEFFISIENS .....	71
VEDLEGG 2: ANALYSEPERIODE.....	73
VEDLEGG 3: PEERS .....	74
VEDLEGG 4: LIKVIDITETSBEREGNINGER .....	79

## Tabelliste

Tabell 1 Oppsummerende tabell .....	30
Tabell 2 Freezeout eller takeover .....	31
Tabell 3 Likviditetsberegninger og konklusjon .....	55
Tabell 4 Overtakelsessituasjon og verdivurderingsmetode .....	56
Tabell 5 Premie og overtakelsessituasjon .....	56
Tabell 6 Minoritetens verdsettelse .....	57
Tabell 7 Sannsynlighet for en rettsavgjørelse lik innløsningssum og tilbudspris .....	58

## Figurliste

Figur 1 Tidslinje A-pressen ASA .....	31
Figur 2 Tidslinje Hafslund ASA A-aksje .....	34
Figur 3 Tidslinje Hafslund ASA B-aksje .....	34
Figur 4 Tidslinje NCL Holding ASA .....	39
Figur 5 Aksjekurs NCL .....	41
Figur 6 Tidslinje Bergesen d.y ASA A-aksje .....	42
Figur 7 Tidslinje Bergesen d.y ASA B-aksje .....	42
Figur 8 Tidslinje OffRig ASA .....	45
Figur 9 Tidslinje Norway Pelagic ASA .....	48
Figur 10 Tidslinje Wilson ASA .....	51

# 1 Introduksjon

Markedsverdi, målt ved aksjekurs, er den styrende indikator på verdien av et selskap. Rettspraksis, senest Hafslund-saken i 2020, viser imidlertid at det norske rettssystem er villig til å se helt bort fra markedsverdi ved utmåling av innløsningssummen ved tvangsinnløsning. Da dette er en økonomisk øvelse, vil det da være riktig å avvise den eneste reelle markedsklarerte indikatoren på en aksjes verdi?

Retten til tvangsinnløsning innebærer at en aksjeeier som eier mer enn ni tideler av aksjene i et selskap og som har en tilsvarende andel av stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan innløse minoritetsaksjonærene, jf. allmennaksjeloven (1997, §4-25) (heretter asal. §4-25). Hafslund-saken ble anket til Borgarting lagmannsrett, hvor hovedspørsmålet var verdsettelsen av Hafslund-aksjen på innløsningstidspunktet. Saken fikk mye oppmerksomhet da innløsningssummen ble fastsatt til 40% over tilbudt pris. Børskurs ble fullstendig tilsidesatt av retten, noe som viser at juristene i denne saken har hatt manglende forståelse av verdien av en aksjes markedsverdi.

Gjennom våre år som masterstudenter ved Norges Handelshøyskole har vi blitt kjent med professor Karin S. Thorburn. I 2020 var hun skjønnsmedlem i Borgarting lagmannsrett hvor saken gjaldt fastsettelse av innløsningssum for minoritetens aksjer i Hafslund ASA. Lagmannsretten henviste i denne saken til en konsentrert eierstruktur og at aksjen var lite likvid, og børskurs ble dermed fullstendig tilsidesatt ved fastsettelse av innløsningssummen. Rettens argumentasjon ble dog ikke underbygget av tilstrekkelig bevisførsel. Avvisningen av børskurs strider imot grunnleggende kapitalmarkedsmessige prinsipper, hvilket danner grunnlaget for vår studie. Vi ønsker å undersøke om slutningen i andre tvangsinnløsningssaker har vært lik slutningen i Hafslund-saken. Vi er nysgjerrige på om argumentasjonen angående konsentrert eierstruktur og lav likviditet er gjentakende, og om bevisførselen for dette i så fall er tilstrekkelig. På bakgrunn av dette definerer vi følgende problemstilling:

*Legger norsk rett tilstrekkelig vekt på aksjekurs ved tvangsinnløsning?*

Asal. §4-25 sier ingenting om hvilket grunnlag aksjene skal verdsettes på. De underliggende domstolene er imidlertid pliktige til å følge de rammebetingelsene for verdsettelsen som ankedomstoler har nedfelt, særlig Norges Høyesterett. Norway Seafoods-saken (NWS-saken) er en tvangsinnløsningssak som ble anket til Høyesterett i 2003. Her ble det sluttet at børskurs ikke kunne tillegges vekt ettersom aksjen var preget av lav likviditet og majoritetsaksjonær forsøkte å berike seg på minoritetens bekostning. Denne saken har skapt presedens for etterfølgende saker.

I 2013 publiserte Bøhren og Krosvik en studie som undersøkte rettsøkonomisk praksis ved tvangsinnløsning i Norge. Dette var basert på de 82 skjønnene som har vært gjennomført fra ordningen ble introdusert i 1976, og frem til Høyesterettsdommen i 2010 (Bøhren & Krosvik, 2013, s. 122). Vår studie skiller seg ut ved at vi undersøker rettens argumentasjon som foreligger med hensyn til aksjekursens relevans ved verdsettelsen. Deretter tester vi om det faktisk er hold i argumentasjonen basert på beregninger.

Vi gjennomfører en dokumenstudie hvor vi undersøker rettens argumentasjon i samtlige tvangsinnløsningssaker etter år 2003. Dette fordi NWS-saken i 2003 har vært viktig for rettspraksis i etterfølgende saker. Populasjonen består dermed av syv tvangsinnløsningssaker. Våre funn viser at retten i fem av syv saker avviser aksjekurs som verdivurderingsmetode. Et gjentakende argument for å benytte andre verdivurderingsmetoder er at selskapet har vært preget av lav likviditet og ineffisiens i tiden forut for tvangsinnløsning, og at aksjekurs derfor ikke reflekterer virkelig verdi. Argumentasjonen mangler imidlertid tilstrekkelig bevisførsel og resonnering.

På bakgrunn av funn fra dokumentstudien gjennomfører vi beregninger basert på likviditetsmålene absolutt likviditet og Amihud. Dette gjøres for å undersøke hvorvidt det har vært hold i rettens argumentasjon med hensyn til lav likviditet i aksjene i tiden forut for tvangsinnløsning. Våre funn viser at aksjene i seks av syv tilfeller kan sies å ha vært mer eller tilsvarende likvid som sammenlignbare selskaper som befant seg på Hovedindeksen på Oslo Børs i tiden forut for tvangsinnløsning. Vi kan med dette si at rettens argumentasjon angående lav likviditet er lite holdbar. Vi finner det derfor urimelig at retten avviser aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen.



Det kan tyde på at rettens avvisning av aksjekurs har bakgrunn i NWS- saken, hvor DCF ble definert som hovedmetode for verdsettelsen. I fire av syv saker blir DCF- metoden benyttet, som er en metode med flere svakheter knyttet til viktige skjønsmessige faktorer. Dette medfører store premier over tilbudspris og stand-alone verdi. I seks av syv saker finner vi at verdien er overvurdert og at minoriteten har oppnådd premier inntil 42% over tilbudspris og 81% over stand-alone verdi. I en tvangsinnløsningssituasjon skal retten vurdere selskapet på en stand-alone basis, det vil si selskapets situasjon ved verdsettelsen og ikke hva en eventuell kjøper kan tilføre selskapet ved overtakelse. Dette betyr at minoriteten ikke har rett til kjøpers synergier. Vi finner derfor premiene over stand-alone verdi urimelig høye. Våre funn tyder dermed på at det er uriktig å avvise aksjekursen ved utmåling av innløsningssummen.

## 1.1 Presisering av problemstilling og studiens avgrensning

Ved presentasjon av vår problemstilling er det nødvendig å utdype hva som menes med «tilstrekkelig vekt» på aksjekurs. I Hafslund-saken ble aksjekursen fullstendig tilsidesatt ved fastsettelse av innløsningssummen. Da aksjekurs skal reflektere faktiske salg mellom uavhengige aktører og er den eneste reelle markedsklarerte indikator på en aksjes verdi, bør utgangspunktet være at denne pris gjenspeiler et selskaps underliggende verdier. Andre verddivurderingsmetoder inkluderer ofte flere skjønsmessige faktorer, og bærer dermed preg av stor usikkerhet. Med tilstrekkelig vekt mener vi dermed at aksjekursen i det minste bør tjene som en rimelighetssjekk av andre usikre verddivurderingsmetoder.

Studien avgrenser seg til tvangsinnløsningssaker som omfattes av asal. §4-25 da vi ønsker å studere tvangsinnløsningssaker som gjelder børsnoterte selskaper. Studien omfatter dermed allmennaksjeselskaper (betegnet ASA). Videre har vi kun tatt for oss de momenter i rettsavgjørelsene som er av betydning og relevans for å besvare oppgavens problemstilling. Studien behandler regelen om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer i sin helhet, både ved krav om tvangsinnløsning fra majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær.

## 1.2 Studiens struktur

Studien er strukturert inn i ni deler. Kapittel 1 er introduksjonen, og i kapittel 2 presenteres lover og rettspraksis som gjelder tvangsinnløsning, samt er relevant for vår studie. I kapittel 3 gjør vi rede for teoretisk rammeverk som blir benyttet i studien, mens kapittel 4 tar for seg tidligere forskning på området. Videre blir det metodiske rammeverket og valgene for studien presentert i kapittel 5. I kapittel 6 gjør vi rede for dataene som er benyttet for

likviditetsberegninger. I kapittel 7 presenteres funn, før vi diskuterer funnene i kapittel 8 opp mot teori og empiri. Til slutt presenteres svaret på problemstillingen i en konklusjon i kapittel 9.

## 2 Lover og rettspraksis

I dette kapitlet presenteres lover og rettspraksis som gjelder for tvangsinnløsning og er relevant for vår studie. Det vil danne et godt utgangspunkt og gi en bedre forståelse for rettsavgjørelsene.

### 2.1 Allmennaksjeloven §4-25

Retten til tvangsinnløsning ble innført med aksjeloven i 1976, og asal. §4-25 er basert på en videreføring av aksjeloven (1976, §3-15). Asal. omfatter børsnoterte selskaper, som blir behandlet i denne studien.

Asal. §4-25 Tvungen overføring av aksjer i datterselskaper mv, første ledd sier:

*(1) Eier et allmennaksjeselskap alene eller gjennom datterselskap ni tideler eller mer av aksjene i et datterselskap og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, kan styret i morselskapet beslutte at morselskapet skal overta de øvrige aksjene i datterselskapet. Hver av de øvrige aksjeeierne i datterselskapet har rett til å kreve at morselskapet overtar aksjene»*

Når morselskapet beslutter å overta aksjene i datterselskapet, eller datterselskapet krever at morselskapet skal overta aksjene, skal morselskapet komme med et tilbud om innløsningssum. Tredje ledd sier:

*(3) Morselskapet skal gi aksjeeierne et tilbud om løsningssum. Dersom tilbudet rettes skriftlig til hver enkelt aksjeeier, kan det fastsettes en frist for den enkelte aksjeeier til å komme med innsigelser mot eller avslå tilbudet.*

Dersom ikke partene kommer til enighet om innløsningssum, skal innløsningssummen fastsettes ved rettslig skjønn. Dette skal gjøres på morselskapets kostnad med mindre særlige grunner taler for annet. Da kan det bestemmes at skjønnsretten og minoritetens kostnader helt eller delvis skal dekkes av minoritetsaksjonærene. Prosessen er ofte svært kostbar.

## 2.2 Pliktig og frivillig tilbud

Den som erverver en bestemt andel av de stemmeberettigede aksjene i et notert selskap, blir pliktig til å fremsette tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Verdipapirhandelloven (2007, §6-1) regulerer tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av noterte selskaper.

§6-1 Tilbudsplikt ved aksjeervert, første ledd sier:

*(1) Den som gjennom ervert blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.*

Denne tilbudsplikten gjentas ved ervert av 40% og 50% av samlet aksjekapital.

§6-1, femte ledd sier videre:

*(5) Første til fjerde ledd gjelder også når ervertveren tidligere har fremsatt frivillig tilbud*

Formålet med regler om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven er å beskytte minoritetsaksjonærene slik at de skal ha muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres. Årsaken til dette er at store kontrollerende aksjeposter gir mindre innflytelse for minoriteten, samt vanskeligheter med å komme seg ut av selskapet (NOU 2005: 17, s. 30). Et kontrollskifte kan også føre til en svekkelse av interessen for minoritetens aksjer. Først ved oppnåelse av 90% av samlet aksjekapital kan tvangsinnløsning kreves.

## 2.3 Virkelig verdi

Asal. §4-25 har ingen bestemmelse om prinsippene for fastsettelse av innløsningssummen. I 1986 utarbeidet daværende professor, dr. juris Magnus Aarbakke, en betenkning som la til grunn at aksjenes «virkelige verdi» var rettslig norm. Aksjeloven (1997, §4-17) femte ledd (heretter asl. §4-17 (5)) foreskriver også at «innløsningssummen skal fastsettes etter aksjens virkelige verdi på det tidspunktet kravet er fremsatt».

I NOU 1995 er spørsmålet om hva som ligger i virkelig verdi behandlet. Verdien uttrykkes som «nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikjustert rente» (NOU 1995:30, s. 130). For finansielle instrumenter er det imidlertid uttalt at virkelig verdi bør være «børskurs eller en tilsvarende observerbar

markedsverdi». Finansielle instrumenter blir i denne forbindelsen definert som verdipapirer eller andre finansielle instrumenter som omsettes på børs eller i et tilsvarende organisert marked, med tilfredsstillende eierspredning og likviditet (NOU 1995:30 , s. 197).

## 2.4 Norway Seafoods-saken

I NWS-saken i 2003 ble det lagt betydelig vekt på betenkningen til Magnus Aarbakke fra 1986, som uttalte at aksjenes «virkelige verdi» var rettslig norm for verdsettelsen. Det ble videre enstemmig lagt til grunn av Høyesterett at denne verdien skulle beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet. I dette delkapittelet fremlegges sakens bakgrunn, Høyesteretts argumentasjon rundt fastsettelsen av innløsningssummen, samt dommens betydning for etterfølgende saker.

### 2.4.1 Sakens bakgrunn

Norway Seafood drev fiskerivirksomhet og ble stiftet i 1994. Høsten 1998 var 61% av aksjene i NWS kontrollert av Aker RGI ASA (heretter Aker RGI), som var et selskap kontrollert av Kjell Inge Røkke. 17% av selskapets aksjekapital var kontrollert av Orkla ASA. Disse to aksjeeierne overførte sine aksjer til Aker RGI Holding AS, som senere skiftet navn til Norway Seafoods Holding ASA (NWSH), som ble eiet 100% av Aker RGI. I 1999 hadde Aker RGI ervervet mer enn 90% av total aksjekapital i NWS, og krevde tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene jf. asal. §4-25. Majoritetens tilbudspris ble avvist av minoritetene og måtte fastsettes av domstolene. I og med at saken ble anket helt til Høyesterett har denne dommen hatt betydelig vekt som rettskilde og anses for å ha stadfestet etablert praksis, særlig rundt verdsettelsen.

Hovedspørsmålet i NWS- saken var om innløsningssummen skulle tilsvare en pris basert på antatt omsetningsverdi, eller tilsvarende en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Saken fikk særlig bred omtale grunnet selskapets hovedeier Kjell Inge Røkke. I retten ble det lagt frem at Røkke er kjent for å kjøpe seg opp til en bestemmende post i et selskap og deretter bidra til at aksjekursen synker. Når han så skal legge inn et bud på alle aksjene, er det et tidspunkt der aksjekursen er ekstremt lav i forhold til de reelle verdiene. Dette er kjent som «Røkke- rabatten (Dagens Næringsliv, 2013). På grunnlag av dette ble børskurs avvist som verddivurderingsmetode i denne saken og det ble lagt stor vekt på å verne minoriteten.

## 2.4.2 Høyesteretts bemerkninger

Høyesterett la frem en rekke argumenter for å benytte aksjenes forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier som verdsettelsesprinsipp. Høyesterett pekte på lagmannsrettens uttalelse angående valg av verddivurderingsmetode og børskursens relevans ved fastsettelse av innløsningssummen.

Lagmannsretten oppsummerte sitt rettslige utgangspunkt angående valgt verddivurderingsmetode og børskurs slik:

(49) «... som hovedregel må forstås som den forholdsmessige andel av de underliggende verdier i selskapet, og at børskurs bare kan legges til grunn dersom forutsetningene om et velfungerende marked med utstrakt likviditet – noe som i praksis sjelden eller aldri vil forekomme i en utløsningssituasjon- er til stede”<sup>1</sup>

Høyesterett påpekte dermed at børskurs kun skal tillegges vekt i de situasjoner hvor markedet er tilstrekkelig likvid. Videre argumenterte Høyesterett for at tvangsinnløsning i såkalte «squeezeout» situasjoner skiller seg fra tilfeller hvor selskapet overtas ved oppkjøp av store deler av aksjene, såkalt «takeover».

Høyesterett anførte:

(67) «Tvangsinnløsning, eller det som i praksis omtales som «squeeze-out», atskiller seg således normalt markert fra tilfeller hvor selskapet overtas ved oppkjøp av store deler av aksjene – «take-over» som det betegnes i praksis. I en «take-over» situasjon vil nok børskursen ofte være representativ for verdien»<sup>2</sup>

Høyesterett la dermed til grunn at børskurs bare unntaksvis vil reflektere aksjenes underliggende verdi, og det i tilfelle hvor det er en typisk takeover- situasjon. I en squeezeout-situasjon la altså Høyesterett til grunn at børskurs er mindre relevant for å verdsette aksjene i selskapet. Dette begrunnet retten i morselskapets mulighet til å spekulere i tidspunkt for tvangsinnløsning, noe som gir majoriteten mulig gevinst på minoritetens bekostning. Minoritetsaksjonærene skal beskyttes mot et potensielt verditap ved tvangsinnløsning.

<sup>1</sup> HR-2002-1347-A – Rt-2003-713 premiss (49)

<sup>2</sup> HR-2002-1347-A – Rt-2003-713 premiss (67)

Høyesterett anførte:

(69) «... Dersom løsningssummen ble basert på antatt børsverdi av aksjene, kunne morselskapet bli fristet til å spekulere i det innløsningstidspunktet som gir størst mulig gevinst på minoritetsaksjonærenes bekostning, det tidspunktet da «rabatten» i børskursen er ekstra høy».<sup>3</sup>

Høyesterett oppsummerte rettstilstanden slik:

(74) «Løsningssummen må ved tvangsinnløsning tilsvare aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunktet selskapets beslutning om tvungen overtakelse er satt fram. 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 egnet til å fastslå denne verdien må, som skjønnspraksis viser, avgjøres konkret»<sup>4</sup>

Høyesterett understreket likevel at:

(83) «det må kunne tenkes brukt etterfølgende transaksjonspriser til en kontroll av om resultatet av skjønnet er forsvarlig. Men terskelen for å sette til side nåverdiberegningen på et slikt grunnlag må være høy ...»<sup>5</sup>

Høyesterett hevdet dermed at aksjenes virkelige verdi tilsvareer nåverdi av fremtidige forventede kontantstrømmer, da dette er prinsipielt riktig metodikk. Dermed må også terskelen for å sette denne metoden til side være høy. Løsningssummen i denne saken ble fastsatt til kroner 34,50, noe som tilsvarte en premie på 133% over børskurs på tidspunkt for tvangsinnløsning. Selv om Høyesterett pekte på at børskurs kan tjene som kontroll av verdien, synes ikke børskurs å ha blitt tillagt vekt i denne saken. NWS-saken slo dermed fast at ved tvangsinnløsning vil ikke markedspris være den primære målestokk for aksjenes «virkelige verdi», men at virkelig verdi er knyttet til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier. Denne dommen har skapt presedens for etterfølgende saker.

Etter denne dommen uttalte Aarbakke mfl. (2004) at verdsettelsesprinsipper skal anvendes etter skjønn etter §4-17 (5) og de etterfølgende bestemmelsene må «vurderes på bakgrunn av

<sup>3</sup> HR-2002-1347-A – Rt-2003-713 premiss (69)

<sup>4</sup> HR-2002-1347-A – Rt-2003-713 premiss (74)

<sup>5</sup> HR-2002-1347-A – Rt-2003-713 premiss (83)

ordlyden, forarbeiderne og premissene for NWS- dommen». Aarbakke mfl. hevder likevel at det må vurderes om ulikheter med hensyn til innløsnings situasjon bør gi et annet resultat enn NWS- dommen, selv om dommen er en del av rettskildebildet (Aarbakke, Aarbakke, Knudsen, Ofstad, & Skåre, 2004, s. 272).

## 2.5 Presumpsjonsregelen i verdipapirhandelloven

Grunnet NWS- sakens presedens på etterfølgende saker, kom særregler i verdipapirhandelloven i 2007. Presumpsjonsregelen i vphl §6-22 annet ledd innebærer særlige regler for fastsettelsen av innløsningssummen ved tvangsinnløsning i børsnoterte allmennaksjeselskaper. Regelen har sin bakgrunn i EUs «takeover- direktiv», som Norge har forpliktet seg til å implementere (NOU 2019:1, s. 48). Til grunn for regelen foreligger en presumsjon om at «tilbudsprisen» i det aktuelle tilfellet utgjør aksjens «virkelige verdi», med mindre «særlige grunner» tilsier en annen pris.

Vphl. §6-22 Tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud, annet ledd sier:

*(2) Dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsprisen etter §6-11, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelse av løsningssummen hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris.*

Hovedregelen blir dermed at innløsningssummen skal settes lik tilbudsprisen. Når det foreligger «særlige grunner» kan likevel skjønnsretten fravike dette prinsippet. Særlige grunner tilsier at «virkelig verdi» avviker fra tilbudsprisen, som ofte baseres på aksjekurs. Dermed er dette prinsipielt et annet utgangspunkt ved verdsettelsen enn det som oppstilles i NWS-saken.



## 3 Teoretisk rammeverk

I dette kapittelet gjennomgås eksisterende teorier som er relevante for å besvare vår problemstilling. Dette inkluderer ulike metoder for verdsettelse av et selskap, samt forutsetninger og svakheter ved metodene. De ulike verdivurderingsmetodene er teoretiske ekvivalenter som i prinsippet skal gi samme verdiestimat. Det er likevel slik at ulike verdivurderinger i praksis ofte resulterer i ulike verdiestimer. Dette fordi metodene er ulike og at det kan eksistere ulike oppfatninger hos verdsetterne rundt nøkkelforutsetningene som inngår i regnestykkene (Dahl, 2011, s. 3).

Verdsettelsesnormen, at innløsningssummen skal fastsettes til «virkelige verdi», danner utgangspunktet for verdsettelsen. Fra et økonomisk ståsted forstås begrepet virkelig verdi som et mest mulig riktig anslag på selskapets underliggende verdier på innløsningstidspunktet. Underliggende verdi er en teoretisk verdi for en eier som har full kontroll over strategien til selskapet og full innsikt i all relevant informasjon som påvirker verdien (Kaldestad & Møller, 2017, s. 275). Den konkrete verdsettelsen av aksjene er en økonomisk øvelse. Dette er et område hvor jussens rettskildelære kommer til kort, og økonomisk teori må anvendes.

### 3.1 Markedsverdi

Markedsverdien for børsnoterte selskaper uttrykkes gjennom børskurs. Unoterte aksjer omsettes gjerne i OTC- markedet, og markedsverdien uttrykkes gjennom aksjekursen. I finansiell verdsettelsesteori legges det til grunn at aksjekurs tilsvarer nåverdien av selskapets fremtidige forventede kontantstrømmer. Omsetning av aksjer i regulerte markeder baserer seg på løpende interaksjon mellom kjøpere og selgere som alle gjør sine antakelser om hva aksjene er verdt. Dette betyr at den observerbare markedsverdien er «markedets estimering av selskapets nåverdi fordelt på antall aksjer» (Nedrelid, 2013, s. 220).

Det kan imidlertid foreligge situasjoner hvor markedet ikke kan sies å være velfungerende, slik at aksjekurs ikke reflekterer virkelig verdi. Nedenfor presenteres de ulike forutsetninger som må foreligge dersom man skal kunne avvise aksjekurs som relevant for verdivurdering.

#### 3.1.1 Lite effisient marked

En forutsetning for at observerbar markedsverdi skal kunne sies å gi et korrekt uttrykk for aksjenes omsetningsverdi er at markedet er tilstrekkelig effisient. Dette innebærer at alle aktører har tilgang på all tilgjengelig og korrekt informasjon om selskapet, og at

transaksjonskostnadene er lave. I så fall vil aksjekursen gjenspeile all tilgjengelig og relevant informasjon (Krohn, 2000, s. 66).<sup>6</sup> Dersom disse kriteriene ikke foreligger, kan markedet sies å være lite effisient, noe som kan føre til at markedsverdi ikke reflekterer virkelig verdi.

### 3.1.2 Asymmetrisk informasjon

Informasjonsasymmetri refererer til situasjoner hvor en av partene har mer eller bedre informasjon om sin motpart om en transaksjon. Dersom en slik informasjonskjevhet oppstår, vil den best informerte parten ha systematisk bedre informasjon til å kunne vurdere sine investeringsmuligheter, noe som kan gi et incentiv til å utnytte den andre parten (Pindyck & Rubinfeld, 2013, ss. 332-338).

Tilstedeværelsen av asymmetrisk informasjon kan videre beskrives gjennom to kilder: Delingen mellom eierskap og kontroll i selskapet, samt konkurranse mellom selskaper. Ledelsen i et selskap ønsker å kommunisere et minimum av sensitiv informasjon til markedsplassen og selskapets aksjonærer for å maksimere selskapets verdi. Dersom ledelsen gir aksjonærene full tilgang til slik informasjon, vil også konkurrenter enkelt kunne oppnå tilsvarende tilgang ved å kjøpe aksjer i selskapet (Ogden, Jen, & O'Connor, 2003, ss. 114-116)

Asymmetrisk informasjon reduserer transparensen i markedet, noe som igjen fører til usikkerhet i prisingen av aksjen. Prisen på aksjen kan derfor både under- og overstige den riktige verdien. Da markedspris på aksjen skal gjenspeile selskapets underliggende verdier, vil en redusert informasjonsasymmetri trolig gi en mer effektiv ressursallokering (Ogden et al., 2003, ss.114-116).

### 3.1.3 Illikviditet

For at det skal være et effektivt marked må det også være et likvid marked, det vil si at det til enhver tid er mange aktører som er villig til å kjøpe eller selge. Det er en viktig forutsetning for at prisene i markedet skal være mest mulig riktig. I et slikt marked vil det være mindre muligheter for å manipulere aksjeprisene og det vil være vanskeligere for de med verdifull informasjon å holde det for seg selv (NOU 1996: 2, s. 25).

---

<sup>6</sup> Det er vanlig å skille mellom tre former for markedseffisiens (Fama 1970). De tre formene er presentert i vedlegg 1.

Dersom en aksje er lite omsettelig, kan det være en fare for at aksjen ikke er effisient prissatt, altså at den ikke reflekterer fullt ut markedsaktørenes kollektive informasjon om selskapet. Illikviditet kan beskrives som premien kjøper betaler eller avslaget selger gir ved en standard markedsordre. Et likviditetsmål vil kunne fange opp grad av asymmetrisk informasjon, samt fortelle noe om markedets tilgjengelige informasjon om selskapet (Clarke & Shastri, 2000, s. 4). I det følgende presenteres ulike likviditetsmål.

### **Omsetningshyppighet**

Et mye brukt mål på likviditet er aksjens omsetningshyppighet. Dette beregnes som aksjens omsetning i prosent av totalt antall utestående aksjer, og forteller oss hvor enkelt man som investor kan bli kvitt aksjen. Til høyere omsetningshyppighet til mer likvid er selskapets aksjer.

### **Absolutt og relativ likviditet**

Et annet likviditetsmål kan beregnes ved å måle omsetningshyppighet i prosent av totalt antall aksjer som er fritt tilgjengelig for handel, såkalt «float». Dette likviditetsmålet utelukker aksjer som er låst opp i en kontrollblokk, noe som gjør at de aksjene som er utilgjengelig for handel ikke påvirker aksjens likviditet. Dette målet støttes opp i praksis for sammensetningen av aksjeindekser, hvor hver aksje gis en vekt i indeksen tilsvarende aksjens float. Oslo Børs Hovedindeks, Oljefondets referanseindeks og de fleste internasjonale aksjeindekser benytter seg av dette vektprinsippet (Oslo Børs, 2016). Dersom man velger å benytte seg av likviditetsmålet «float», kan man ved spørsmål om aksjen er effisient prissatt, vurdere dette ut ifra absolutt og relativ likviditet.

*Absolutt likviditet* omhandler hvorvidt omsetningen av aksjen er av et slikt omfang at den er av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet. Dette kan ses ut ifra total omsetning i perioden. *Relativ likviditet* omhandler hvorvidt omsetningen i aksjen står i et rimelig forhold til aksjens andel av det totale aksjemarkedet. Dette kan beregnes som forholdet mellom aksjens andel av totalomsetningen på Oslo Børs og aksjens andel i Hovedindeksen.

### **Amihud**

I 2002 foreslo Yakov Amihud et mål kalt «ILLIQ», hvor illikviditet beregnes som absolutt daglig avkastning dividert med daglig handelsvolum. Dette likviditetsmålet måler hvordan en aksjes meravkastning øker som en funksjon av forventet illikviditet i aksjemarkedet. Dette er et robust mål og har blitt det mest brukte målet for aksjelicikviditet i finansiell litteratur. Hypotesen

om forholdet mellom aksjeavkastning og aksjelicviditet er at avkastningen øker med illikviditet (Amihud, 2013, s. 34).

ILLIQ er definert som:

$$ILLIQ_{iy} = 1/D_{iy} \sum_{t=1}^{D_{iy}} |R_{iyd}|/VOLD_{iyd},$$

(Amihud, 2013, s. 34)

$R_{iyd}$  er avkastning på en gitt aksje på en spesifikk dag i et spesifikt år.  $VOLD_{iyd}$  er det daglige volumet i NOK.  $D$  er antall handelsdager tilgjengelig for gitt aksje i året. ILLIQ kan dermed tolkes som den daglige kursresponsen knyttet til én krone i handelsvolum, og tjener dermed som et mål på prispåvirkning. Dette forholdet gir den absolutte prosentvise prisendringen per krone av daglig handelsvolum, eller den daglige prispåvirkningen av ordrestrømmen (Amihud, 2013, ss. 32-34).

### 3.1.4 Markedsverdi oppsummert

Oppsummert kan vi si at visse kriterier må være oppfylt for at man skal kunne avvise aksjekurs som relevant for verdivurdering; lite effisiente markeder, asymmetrisk informasjon og illikviditet. Dersom slike markedsforhold er til stede, desto sterkere er argumentet for å legge mindre vekt på aksjekursen ved fastsettelse av innløsningssummen. Det vil da være nødvendig å se til andre verdivurderingsmetoder.

## 3.2 Andre verdivurderingsmetoder

### 3.2.1 Diskonterte kontantstrømmer

Den mest benyttede metoden i praksis, også definert som hovedmetoden i NWS- saken, for å fastsette et selskaps virkelige verdi er diskonterte kontantstrømmer (forkortet til DCF - Discounted Cash Flows). Denne metoden tar utgangspunkt i å utarbeide prognoser på fremtidige kontantstrømmer, frem til selskapet er i en såkalt «steady state». Det vil si frem til veksten i selskapet er stabil (Kaldestad & Møller, 2017, s. 49). Metoden skal bygge på en isolert vurdering av selskapet («stand- alone») og baseres på forutsetningen om fortsatt drift («going concern»). Stand- alone vil si verdien av selskapet med dagens eierstruktur og rammevilkår, altså verdien for dagens eiere gitt den posisjonen selskapet har bygget opp. Dernest forutsetter metoden en diskontering av de fremtidige kontantstrømmene med et avkastningskrav.

Verdien kan formuleres på følgende måte:

$$\text{Verdi} \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm}}{(1 + \text{avkastningskrav})^t}$$

DCF oppfattes som den mest pålitelige metoden sammenlignet med andre metoder, og har på mange måter blitt hovedmetoden for å verdivurdere et selskap. Årsakene til dette er blant annet fordi markedet fokuserer på kontantstrømmer og ikke regnskapsmessige størrelser, samt at verdiene gjerne ligger mer enn fem år frem i tid. Praktikere velger ofte likevel ikke å bruke denne metoden da den er svært arbeidskrevende og svært sensitiv for input.

Metoden forutsetter først og fremst at man har kjennskap til fremtiden; selskapets fremtidige inntekter, kostnader, investeringer og gjeld. Her kan selv små feilantagelser få store utslag på verdien. Det er for eksempel ikke uvanlig at verdien endres 30-40% ved å bare endre på én nøkkelparameter (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 33-35). For å vurdere fremtiden tar man også gjerne utgangspunkt i historiske resultater og trender. Historiske resultater for et stabilt selskap kan være et godt grunnlag, men for et selskap som har lite historie eller som forandrer seg mye er ikke dette et godt utgangspunkt. Når det gjelder avkastningskrav bestemmes det gjerne av den som foretar verdivurderingen. Valg av avkastningskrav og påslag for risiko er av stor betydning for hvilket resultat metoden gir.

Ved fastsettelse av kontantstrømprognoser er det imidlertid velkjent at sannsynligheten for å overvurdere verdien er stor da man ofte er ensidig optimistisk. Det medfører dermed en stor sannsynlighet for å overvurdere verdien, noe som tilsier at man bør være kritisk til metoden (Montier, 2007, s. 82).

### 3.2.2 Substansverdimetoden

Basert på substansverdimetoden verdsettes et selskap til markedsverdien av selskapets eiendeler minus netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2017, s. 241). I motsetning til DCF verdsettes altså selskapets eiendeler til hva de anslagsvis kan selges for i markedet i dag. DCF- verdien er altså en bruksverdi, mens substansverdien er en salgsverdi.

Denne metoden er lite anvendbar for selskaper som innehar mye immaterielle eiendeler, det vil si for eksempel humankapital, strukturkapital og relasjonskapital. Det kan også gjelde for

materielle eiendeler dersom selskapet som eier eiendelene i dag har høyere bruksverdi enn det nye selskapet. På denne måten vil metoden sannsynligvis undervurdere verdiene. Metoden kan imidlertid være bedre egnet dersom det finnes et likvid marked for eiendelene, altså der hvor det eksisterer referansepriser. Metoden kan også være egnet dersom eiendelenes verdi er uavhengig av selskapet og dermed at kontantstrømmene er uavhengig av hvem som eier eiendelene. Eksempelvis bransjer som eiendom eller shipping (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 245-246).

### 3.2.3 Multippelvurderinger

Denne metoden verdsetter selskaper ved å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Mye benyttede multipler er tall i resultatoppstillingen, for eksempel omsetning, EBITDA eller resultat etter skatt. Ved å sammenligne en multippel i ditt selskap med et tilsvarende i bransjen kan man få et estimat på verdien av selskapet. Man tar altså utgangspunkt i prisingen på andre selskaper hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidige kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom verdi og faktor gjelder for vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 221-222).

Fordelene med denne metoden er at den er enkel og baseres på det markedet er villig til å betale for selskapet i dag. Metoden benyttes dermed ofte i praksis. Ulempen er imidlertid at man tar en rekke forutsetninger som ikke nødvendigvis er riktig i virkeligheten, det gjelder blant annet at man antar at selskapene er helt sammenlignbare. Metoden kan gi grove feil dersom selskapene er ulike, enten om det er i forventninger om fremtidig vekst eller i selve kontantstrømmens risiko. Det er også viktig å poengtere at de fleste transaksjonspriser inkluderer verdien av synergier som kjøper er villig til å dele med selger (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 226-227). Slike transaksjonsmultipler vil dermed kunne overvurdere en underliggende verdi.

## 3.3 Premier og rabatter

Det må også tas hensyn til om det i innløsningssummen skal gjøres tillegg for premier eller fradrag for rabatter. Differansen mellom aksjenes omsetningsverdi og forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier er vanlig å omtale som en premie eller rabatt, avhengig av om omsetningsverdien er høyere eller lavere enn underliggende verdier (Woxholth, 2003, s. 84).

Størrelsen på rabatter og premier er imidlertid ofte forbundet med skjønn, og det er vanskelig å sette en korrekt størrelse på det.

### 3.3.1 Kontroll- og synergipremier

En premie er et tillegg i aksjekursen utover aksjenes virkelige verdi på «stand-alone» basis (Nedrelid, 2013, s. 224). Ved omsetning av aksjer kan det skje at erververen er villig til å betale litt ekstra for å sikre seg kontroll og beslutningsmyndighet over selskapet. Ved kontroll av et selskap kan man blant annet bestemme sammensetningen av selskapets styre, og på den måten oppnå bedre tilgang på informasjon. Oppkjøpspremier innebærer at kjøpsprisen av selskapet er høyere enn den pris omsetningen av marginale poster viser i aksjekursen (Kaldestad & Møller, 2017, s. 278).

I tillegg kan et oppkjøpstilfelle utløse synergieffekter som kjøper er villig til å betale ekstra for (Nedrelid, 2013, s. 225). Dersom hovedaksjonær kan øke inntjeningen ved å integrere selskapet med sin egen virksomhet, har man det som kalles synergier. Dette kan være reduserte kostnader, mer gunstig finansiering eller økt effektivitet som tilbyder er villig til å betale ekstra for. I en konkurransesituasjon blir ofte kjøper nødt til å by både stand-alone verdien ved optimal drift og dele synergieffekter med selger (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 278-279). På tidspunkt for tvangsinnløsning vil aksjekursen ofte gjenspeile slike oppkjøpssynergier. I en tvangsinnløsningsituasjon skal imidlertid retten vurdere selskapet på en stand-alone basis og minoriteten har dermed ikke rett til kjøpers synergier. Konklusjonen blir at man ikke skal ta hensyn til fremtidige synergieffekter ved beregning av selskapets kontantstrømmer.<sup>7</sup>

### 3.3.2 Likviditetsrabatt

Dersom det eksisterer relativt få utestående aksjer eller at store aksjeposter holdes av relativt få og langsiktige aksjonærer, kan det oppstå vanskelighet for å handle disse aksjene. Dermed vil en kjøper bare være villig til å betale en pris som reflekterer vanskeligheten ved å videreselge aksjene (Booth, 2001, s. 2). Slike aksjer vil dermed handles med en likviditetsrabatt som skal gjenspeile dette.

---

<sup>7</sup> LG-2009-141977 s.7

### 3.3.3 Minoritetsrabatt

Det kan også stilles spørsmål til om en aksje handles til en rabatt grunnet majoritetskontroll. Minoritetsrabatten skal gjenspeile at minoritetsandeler i et selskap er mindre verdt fordi at minoritetsaksjonærene ikke har en kontrollerende eiendel og dermed ikke kan påvirke styringen av selskapet (Booth, 2001, s. 3). Også i dette tilfellet er det tale om forhold som påvirker aksjenes omsettelighet da en minoritetspost kan være totalt uselgelig til andre enn majoriteten (Kaldestad & Møller, 2017, s. 280). Dersom en majoritetseier tapper selskapets aktiva til egen fordel, kan det tenkes at aksjen handles til en minoritetsrabatt.



## 4 Empiri

I dette kapitlet presenteres tidligere forskning på tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer og annen forskning som er relevant for vår studie. Vi anser det som viktig å ha oversikt og forståelse for tidligere konklusjoner før vi utarbeider vår studie. Da vår studie omhandler rettspraksis i tvangsinnløsningsaker i Norge, har fokuset vært å se på forskningen som er gjort innenfor dette området. Vi har også inkludert forskning som er gjort på effisiens i det norske aksjemarkedet ettersom lite effisiente markeder var en av årsakene til at aksjekurs ble avvist i Hafslund-saken.

### 4.1 Tvangsinnløsning av minoritetseiere: rettsøkonomien i norske skjønnssaker gjennom 25 år

Siden retten til tvangsinnløsning kom i 1976 og frem til 2010, var det 82 tvangsinnløsningsaker for norske domstoler, hvorav omtrent 40 av disse utgjorde børsnoterte selskaper. Flesteparten av disse sakene foreligger etter år 1990, hvor bare to saker foreligger i perioden før (Bøhren & Krosvik, 2013, s. 51). I 2013 publiserte daværende professor i økonomi på BI, Øyvind Bøhren, og spesialrevisor Nils Erik Krosvik, en vitenskapelig publikasjon om sentrale forhold ved rettspraksis i disse sakene. Vi har en annen tilnærming enn Bøhren og Krosvik da vårt hovedfokus er å undersøke og kontrollere rettens argumentasjon med hensyn til aksjekurs som verdivurderingsmetode. Likevel vil vi undersøke noen av de samme egenskapene som Bøhren og Krosvik, og det kan være interessant å undersøke hvorvidt våre funn samsvarer med deres.

Først og fremst er det interessant å undersøke hvilken verdivurderingsmetode retten argumenterer for. Bøhren og Krosvik fant at substansmetoden var klart mest benyttet av retten, og at DCF kom som en god nummer to. Det viser seg imidlertid at overhyppigheten av substansmetoden i stor grad skriver seg fra shipping (Bøhren & Krosvik, 2013, s. 54)

Videre peker Bøhren og Krosvik på noen svakheter ved tvangsinnløsning, nemlig at majoriteten kan bruke informasjons- og makt overtak til sin fordel ved at de kan velge tvangsinnløsningstidspunktet. Dermed kan majoriteten velge å tvangsinnløse når de mener kursen er lavere enn underliggende verdi. I tillegg kan majoriteten ha incentiv til å gjennomføre tiltak som presser aksjekursen ned. Bøhren og Krosvik undersøker derfor forskjeller i valg av verdivurderingsmetode og verdsettelsesutfall når overtakelsessituasjonen bærer preg av

«freezeout» sammenlignet med «takeover». Sakene defineres som freezeout i de tilfeller hvor tvangsinnløser eide minst halvparten av aksjene minst ett år før tvangsinnløsning. Sakene defineres som takeover i de tilfeller hvor tvangsinnløser har kjøpt seg opp fra ikke-dominerende posisjon i løpet av det siste året. Bøhren og Krosvik finner at retten benytter seg av aksjekurs i 100% av tilfellene ved takeover, i motsetning til i 0% av tilfellene ved freezeout (Bøhren & Krosvik, 2013, s. 54).

Bøhren og Krosvik undersøker også de ulike parters verdivurdering av aksjen. De finner at den gjennomsnittlige majoritetens tilbudspris tilsvarer selskapets daværende aksjekurs. Når de to parter møtes i retten, vil den gjennomsnittlige minoriteten argumentere for at aksjen er verdt dobbelt så mye som tilbudsprisen. Den gjennomsnittlige minoritet verdsetter aksjen til hele 115% over majoritetens verdsettelse ved freezeout, mens denne prosenten reduseres til 53% ved takeover (Bøhren & Krosvik, 2013, s. 54). Dersom kun børsnoterte selskaper inkluderes, utgjør den gjennomsnittlige minoritets verdsettelse 120% over tilbudspris ved freezeout og 38% ved takeover.<sup>8</sup>

Videre finner Bøhren og Krosvik at retten uten unntak legger seg på en høyere verdi i forhold til aksjekurs når overtakelsessituasjonen bærer preg av freezeout i motsetning til takeover. Den gjennomsnittlige rett priser aksjen 12% over tilbudspris når overtakelsessituasjonen bærer preg av takeover, mens de priser til hele 36% over tilbudspris når overtakelsessituasjonen bærer preg av freezeout (Bøhren & Krosvik, 2013, s. 54). Dersom kun børsnoterte selskaper inkluderes utgjør gjennomsnittlig innløsningssum hhv. 17% og 40% over tilbudspris.<sup>9</sup> Disse funnene tyder på at utfallet av verdsettelsen i retten sterkt avhenger av eierstrukturen i tiden forut for tvangsinnløsning.

## 4.2 Effisiens i det norske aksjemarkedet

Vi er gjort kjent med at en av årsakene til at børskurs ble avvist som verdivurderingsmetode i Hafslund-saken var lite effisiente markeder. Dermed vil tidligere forskning som støtter opp om eller avviser markedseffisiens i tidsrommet for tvangsinnløsningssakene være nyttig for vår studie.

---

<sup>8</sup> Tilsendt datasett fra Bøhren og Krosvik gjorde det mulig å ekskludere unoterte selskaper

<sup>9</sup> Beregninger basert på Bøhren og Krosvik sitt datasett

Markedseffisiensteorien er en akseptert teori, men har vært mye diskutert og testet i litteraturen.<sup>10</sup> Det er en utbredt oppfatning at hypotesen om svak form for markedseffisiens holder, det vil si at aksjeprisen reflekterer historisk informasjon. Mye av forskning på 1960- og 70 tallet støtter også hypotesen om at markedet er semi-sterkt effisient (Fama, 1970, s. 388). Det vil si at aksjeprisen i tillegg til å reflektere historisk informasjon, også reflekterer all offentlig informasjon. Studier viser imidlertid at aksjemeglere som har innsideinformasjon kan tjene mer penger enn en gjennomsnittlig aksjemegler, noe som tyder på at markedet tvilsomt er sterkt effisient (Jensen, 1978, s. 4).

I 2016 skrev to studenter fra NHH en masteroppgave hvor de undersøkte om Oslo Børs var effisient på semi- sterk form i perioden januar 1996 til september 2016. Dette gjorde de ved å undersøke tilstedeværelsen av prisanomalier knyttet til Market-to-Book value, markedskapitalisering, momentum og P/E- ratio. Studentene fant at man kunne oppnå risikojustert meravkastning ved å investere i ekstrempor porteføljer, men at denne kommer fra selskaper i én eller to sektorer, noe som taler for at det har oppstått av tilfeldighet. Resultatene viser at Oslo Børs har vært effisient på semi- sterk form i perioden januar 1996 til september 2016 (Ørpetveit & Hansen, 2016, s. 70). Som tidligere nevnt vil det si at aksjeprisen reflekterer all offentlig informasjon, samt historisk informasjon, noe som vil bidra til å gi et korrekt uttrykk for aksjenes omsetningsverdi.

---

<sup>10</sup> Teorien om markedseffisiens (Fama 1970) er presentert i vedlegg 1

## 5 Metodisk rammeverk

Formålet med dette kapittelet er å utdype hvordan oppgavens problemstilling er besvart. Det skal bidra til å skape troverdighet til funnene og konklusjonen i vår studie. I dette kapittelet vil vi presentere metoden som er benyttet for å undersøke rettens argumentasjon angående aksjekurs som verdivurderingsmetode. Først og fremst presenteres valgt forskningstilnærming og forskningsmetode, som igjen påvirker forskningsdesign- og strategi. Videre presenteres metode for datainnsamling og vi går i detalj på dataanalysen. Kapittelet avsluttes med en kort diskusjon om dataenes reliabilitet og validitet.

### 5.1 Induktiv forskningstilnærming

Vår studie bygger på en induktiv tilnærming, som innebærer at forskerne bruker ulike metoder for å samle kvalitative data, og deretter bruker disse dataene til å etablere ulike syn på fenomenet (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2016, ss. 147-152). Logikken bak denne praksisen er at induktive forskere starter bredt slik at de kan oppdage hva som skjer i konteksten de studerer. Vi skal dermed ikke gå inn i induktiv forskning med hypoteser. Dette fordi hvis vi bare ser etter det vi søker, vil det ikke bli et godt induktivt arbeid (Pratt, Kaplan, & Whittington, 2020, s. 7). Denne tilnærmingen vil passe vår studie da vi søker etter mest mulig relevant informasjon for å svare besvare om norsk rett legger tilstrekkelig vekt på aksjekurs ved tvangsinnløsning.

### 5.2 Kvalitativ forskningsmetode og utforskende design

Da vi først og fremst ønsker å gå i dybden på relativt få rettsavgjørelser vil kvalitativ metode være mest hensiktsmessig. Lyn Richard (2005) hevder at «Qualitative data are records of observations or interaction that are complex and contexted, and they are not easily reduced immediately (or, sometimes, ever) to numbers» (Richards, 2005, s. 34).

Videre er vår problemstilling et åpent spørsmål som krever at vi opparbeider oss god innsikt og forståelse for hvordan retten argumenterer rundt aksjekurs. Da det er lite forskning på området er utforskende design være best egnet for vår studie. Utforskende design er nyttig dersom man ønsker å klargjøre forståelsen for et problem. Fordelen er at det er fleksibelt og kan raskt tilpasses endringer dersom ny innsikt oppstår (Saunders et al., 2016, ss.174-176).

## 5.3 Dokumentstudie som forskningsstrategi

En kvalitativ metode med et utforskende design er forenelig med dokumentstudie som forskningsstrategi. Dokumenter som kildemateriale bidrar til å videreutvikle teorier og nyansere empiriske funn som allerede er tilgjengelig. Dokumentstudien baserer seg på rettsavgjørelser etter asal. §4-25. Da rettsavgjørelsene allerede foreligger er dette en tids- og ressurs sparende prosess. En ulempe med dokumentanalysen er imidlertid at rettsavgjørelsene er skrevet for et annet formål enn denne studien, og vil være påvirket av dets egentlige formål. Det kan ha implikasjoner for analysen (Saunders et al., 2016, s.183) Likevel er rettsavgjørelser skrevet av dommere som skal ha et objektivt syn i hver sak, og få frem begge parter anførsler. Dermed anser vi denne ulempen som liten.

## 5.4 Datainnsamling

### 5.4.1 Datakilder og sekundærdata

Det finnes ikke et offentlig register for tvangsinnløsningssaker som er ført til retten. Vår datakilde er Lovdata Pro, som er en betalingsbasert database som dekker rettsavgjørelsen og andre rettskilder produsert ved de tre rettsnivåene. For å finne frem til de riktige rettsavgjørelsene, samt å få et innblikk i lover og rettspraksis som foreligger, har vi fått veiledning av tre M&A advokater som har vært deltakende i flere tvangsinnløsningssaker. De har delt sin kunnskap og erfaring med oss. På Lovdata Pro ble vi instruert til å finne rettsavgjørelser knyttet til asal. §4-25.

### 5.4.2 Utvalgsstørrelse og populasjon

Populasjonen i vår undersøkelse er alle rettsavgjørelser gjeldende tvangsinnløsningssaker etter asal. §4-25, i perioden 2003-2020. Årsaken til det valgte tidsrommet er at NWS- saken ble anket til Høyesterett i 2003 og har vært viktig for rettspraksisen i etterfølgende saker. På bakgrunn av dette har vi inkludert alle syv rettsavgjørelser for tvangsinnløsningssaker som gjelder allmennaksjeselskaper etter år 2003, og vi har dermed hele populasjonen.

Populasjonen består av følgende saker.

LB-2019-79052 (Hafslund)

LG-2016-137603 (Wilson)

LF-2015-14655 (Norway Pelagic)

LG-2009-141977 (OffRig Drilling)

TOSLO-2007-6824 (A-pressen)

LB-2006-25121 (Bergesen d.y)

LB-2004-36996 (NCL Holding)

Fire av sakene i denne studien foreligger etter 2007; Hafslund-, Wilson-, Norway Pelagic- og Offrig -saken. Disse omfattes dermed også av presumsjonsregelen, som sier at det må foreligge særlige grunner for å avvike tilbudsprisen.

### 5.4.3 Tematisk analyse

Vi utførte en tematisk analyse som er en utbredt metode for å analysere kvalitative data. Dette er en fleksibel og systematisk metode, med formål å identifisere viktige tema eller mønster fra et datasett. Det kan deretter brukes for å trekke og verifisere konklusjoner for problemstillingen (Saunders et al., 2016, s.579). Med utgangspunkt i Saunder et al. (2016) sin prosedyre for tematisk analyse, vil vi i det følgende gjennomgå stegene i metoden og hvordan vi fulgte denne metoden i arbeidet med rettsavgjørelsene.

**Steg 1: Bli kjent med dine data.** Å finne frem til og lese rettsavgjørelsene er en metode for å bli kjent med dataene. Vi leste rettsavgjørelsene hver for oss samtidig som vi markerte og tok notater underveis. Etter gjennomlesning av hver rettsavgjørelse reflekterte vi sammen over det vi hadde lest for å få en bedre sammenheng og forståelse.

**Steg 2: Kode datasettet.** Koding vil si å kategorisere data som har lik betydning, og dermed gjøre datasettet mer håndterlig. Det er viktig da rettsavgjørelsene ofte er lange og innholdet komplekst. Innholdet besto av mange parters argumenter og synspunkter, samt ulike hendelser over en lang tidsperiode. På bakgrunn av dette var det viktig å kategorisere for å ikke bli overveldet av mengden. Kodingen ble gjort på bakgrunn av det som var relevant for å besvare problemstillingen.

Når man koder datasettet, er det også viktig å avklare om man skal kode hele eller bare deler av datasettet. Da vi har en induktiv tilnærming medfører det at vi måtte være åpne for å kode deler av datasettet som vi på forhånd ikke hadde sett for oss. Underveis i lesingen vil tilegnet vi oss flere opplysninger som vi tidligere ikke anså som relevant.

**Steg 3: Søke etter tema og gjenkjenne forhold.** Etter kodingen strukturerte vi kodene inn i ulike temaer på bakgrunn av om de bar preg av en takeover- situasjon eller freezeout- situasjon. Først og fremst kodet vi på rettens argumentasjon og verdivurderingsmetode, samt innlønningssum. Vi kodet også på argumentasjon og verdivurdering gjort av de ulike parter. Det bidro til å gjøre det enklere for oss å trekke ut relevant data.

**Steg 4: Redefinere temaer og teste hypoteser.** Til sist sjekket vi om kodene hadde sammenheng, det vil si om rettsavgjørelsene hadde likheter med hverandre. Videre sjekket vi det opp mot eksisterende teori og empiri. Det bidrar til å skape forklaringer som kan besvare studiens problemstilling.

## 5.5 Forskningskvalitet

Som en avsluttende del av dataarbeidet bør det foretas en evaluering av kvaliteten på datamaterialet. Dette ble gjort ved å belyse datamaterialets reliabilitet og validitet, som ofte benyttes som indikatorer på kvalitet. En gjennomgang av disse sikrer at våre innhentede data er solide og relevante for å besvare studiens problemstilling.

### 5.5.1 Reliabilitet

Med reliabilitet, eller pålitelighet i undersøkelsen, menes det i hvilken grad leseren kan vurdere om forskerne har vært ærlige i hvordan forskningen er utført (Pratt et al., 2020, s.2). Det betyr om vi kan si at det vi har funnet er etterprøvbart, altså om man får samme resultat hvis andre eller man selv gjennomfører studien på nytt ved et senere tidspunkt (Yin, 2018, s. 46). Likevel vil ikke etterprøvbarhet gi helt mening ved en induktiv og kvalitativ studie (Pratt et al., 2020, s.4). Fokuset i en induktiv studie vil være på påliteligheten til studien og forsvarligheten til forfatterens påstander basert på de kvalitative data, i stedet for om en annen lærd kan reproducere disse påstandene (Pratt et al., 2020, s.9).

Datamaterialet fra rettsavgjørelsene er hentet ut fra Lovdata Pro. Sekundærdataens pålitelighet avhenger dermed av påliteligheten til sekundærkilden. Lovdata har monopol i Norge på å tilby tilgang til en søkbar database over rettsavgjørelser (Jusleksikon, u.d.). Lovdata har en sentral rolle i forvaltningen av det rettslige informasjonssystemet, blant annet ved en kontinuerlig konsolidering av hele det norske regelverket (Lovdata, u.d.). Det bidrar til å anse påliteligheten som høy.

Ved innhenting av kvalitative data, i form av lesing av rettsavgjørelsene, kan det være at vår subjektive tolkning og mulig misforståelse har bidratt til å svekke reliabiliteten. Påliteligheten styrkes imidlertid av at vi har en pålitelig kilde, samt fått spesialister på dette fagfeltet til å hjelpe oss med å tolke rettsavgjørelsene og lovene som ligger bak. Videre har vi også forsøkt å beskrive fremgangsmåten vår så nøye som mulig. At vi er to på gruppen har også gjort det mulig å diskutere innholdet for en korrekt forståelse.

### 5.5.2 Validitet

Validitet betyr gyldighet og kan deles inn i intern gyldighet og ekstern gyldighet. Intern gyldighet handler om hvorvidt det er sammenheng mellom virkeligheten og forskerens beskrivelse av denne virkeligheten (Jacobsen, 2018, s. 228). Som tidligere nevnt er dataene basert på kvalitativ data fra sekundære kilder, hentet fra Lovdata Pro. Til tross for at rettsavgjørelsene er skrevet for andre formål enn denne studien, vil vi argumentere for at informasjonen er valid. Det er liten eller ingen sannsynlighet for at rettsavgjørelsene og lovene gir uriktig informasjon.

Ekstern validitet omhandler i hvilken grad funnene er generaliserbare til relevante settinger eller grupper (Saunders et al., 2016, s.204). Det er i utgangspunktet vanskelig å generalisere fra kvalitative studier da man ikke kan gjennomføre statistisk testing av hvor representativ X og Y og sammenhengen X og Y er for populasjonen. I denne studien har vi imidlertid tatt for oss alle rettsavgjørelsene som er tatt til domstolene fra 2003 og til 2020, det vil si hele populasjonen. Dette taler for at man kan generalisere. Det er imidlertid viktig å spesifisere at dette gjelder rettsavgjørelser her til lands, slik at vi ikke kan trekke slutninger utover Norge.



## 6 Likviditetsberegninger

Ved å teste funn fra kvalitativ dokumentstudie vil det kunne bidra til å utvikle en velbegrunnet og gyldig konklusjon. Dette gjør vi for å undersøke om rettens argumenter angående lav likviditet og lite effisiente markeder er holdbare. Gjennom Hafslund- saken er vi gjort kjent med at det er argumentert for slike forhold uten tilstrekkelig bevisførsel. På bakgrunn av dette har vi i samtlige saker undersøkt aksjenes likviditet i tiden forut for tvangsinnløsning. I dette kapitlet vil vi presentere dataene vi har hentet inn for å utføre ulike beregninger på likviditetsmål.

### 6.1 Datakilder og paneldata

Datainnsamlingen er basert på børldata spesifikt for å undersøke funnene i dokumentstudien. Børldata er i denne undersøkelsen hentet fra Bloomberg Terminal, som benyttes for å overvåke og analysere sanntids finansielle markedsdata. Bloomberg Terminal er en database som er anerkjent over hele verden, noe som styrker dataenes reliabilitet. Ved innhenting av slike data kan det imidlertid oppstå fare for at vi innhenter feil data eller utfører feil i beregninger, noe som kan svekke dataenes reliabilitet. Det er imidlertid lagt stor vekt på å unngå slike feil og vi har vurdert sannsynligheten for at det har påvirket konklusjonen vår som liten. Da Bloomberg Terminal gir oss oppdaterte data på det vi ønsker informasjon om, styrker det også studiens validitet.

For å teste funnene fra dokumentstudien ønsket vi å sjekke børldata over tid på de selskaper studien omhandler, samt for sammenlignbare selskaper. Paneldata kjennetegnes som en kombinasjon av tidsseriedata og tverrsnittsdata. Bloomberg Terminal har innsamlet data fra samme utvalg (bestemte selskap) over flere tidspunkt, og våre data kan derfor kategoriseres som paneldata. På denne måten vil vi kunne si noe om endring på aggregatnivå, som er nyttig for å teste det vi ønsker.

### 6.2 Utvalgsstørrelse

Den valgte tidsperioden er individuell for hver rettsavgjørelse. Vi henter data fra perioden hvor majoriteten har oppnådd tilstrekkelig kontroll til mulighet for tvangsinnløsning, frem til tidspunkt for tvangsinnløsning. Dette defineres som «andre analyseperiode». Årsaken til at vi undersøker denne perioden er at det ofte argumenteres for lav likviditet i tiden forut for tvangsinnløsning, og at aksjekurs dermed ikke gjenspeiler virkelig verdi. For å undersøke om

likviditeten i denne perioden er endret fra tidligere periode, sammenlikner vi med perioden før majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll. Denne perioden defineres som «første analyseperiode».<sup>11</sup>

Første og andre analyseperiode inneholder like mange kalenderdager, noe som gjør periodene sammenlignbare. Unntaket er Wilson- saken, da Wilson ikke ble børsnotert før 2005. Det vil da være vesentlig færre kalenderdager i første analyseperiode enn i andre analyseperiode. Vi valgte å ta utgangspunkt i første dag det finnes børsdata for Wilson.

Variabler lastet ned fra Bloomberg Terminal er dato, sluttkurs og daglig omsatt volum (i NOK) for hvert selskap. De valgte variablene er lastet ned og kategorisert i Excel. I tilfeller hvor det manglet sluttkurs ble sluttkursen dagen før benyttet. Tilsvarende gjorde vi for sammenlignbare selskaper. Etter strukturering og rensing sto vi igjen med totalt 18 114 observasjoner. Vi har også hentet ut markedsverdi for hvert selskap for å kunne si noe om størrelsen på selskapene.

### 6.3 Peers

Det finnes ingen tommelfingerregel på grense for illikviditet. Resultatet må dermed ses i sammenheng med bransjen som selskapet opererer i og markedet ellers. Vi har derfor undersøkt likviditetsmålene også for sammenlignbare selskaper på Oslo Børs. Bloomberg Terminal er benyttet for å finne «peers», og for de selskapene hvor Bloomberg ikke oppga peers, ble det foretatt egne søk.

Vi har først og fremst forsøkt å finne peers som var en del av OBX- og/eller OSEBX– indeksen i de respektive tidsperiodene. OSEBX er Hovedindeksen på Oslo Børs og omfatter de 69 mest likvide selskapene på Oslo Børs per mars 2021 (Oslo Børs, 2021). OBX-indeksen representerer så de 25 mest likvide aksjene på Hovedindeksen (Oslo Børs, 2021). Dermed gir selskaper på disse indeksene et godt sammenlikningsgrunnlag for likvide aksjer.<sup>12</sup>

### 6.4 Mulige feilkilder

I dette delkapittelet vil vi legge frem noen mulige feilkilder for denne studien. Det er viktig å være bevisst på eventuelle feilkilder som kan påvirke studiens resultater.

---

<sup>11</sup> Analyseperiodene presenteres nærmere i vedlegg 2

<sup>12</sup> Vedlegg 3 gir utdypende informasjon om hver peer

En mulig feilkilde kan være at det for noen aksjer manglet sluttkurs på enkelte handelsdager. For å minimere denne feilkilden, valgte vi i disse tilfellene å benytte sluttkursen fra dagen før. Dette kan ha medført at noen likviditetsmål har blitt beregnet på feil grunnlag. Dette gjaldt imidlertid kun et minimum antall observasjoner, slik at vi anser feilrisikoen som liten.

En annen mulig feilkilde kan være at det trekkes konklusjoner på selskapenes likviditet på bakgrunn av feil sammenligningsgrunnlag. Ved sammenligning av selskaper er det vel så viktig at selskapene er av lik størrelse som at det opererer i samme bransje. Selskapene som befinner seg på OBX og/eller OSEBX- indeksen er ofte større selskaper. Det har medført en avveining mellom å sammenligne helt sammenlignbare selskaper i størrelse og bransje, og å sammenligne med større og likvide selskaper i samme bransje. Å benytte selskaper på OBX- og/eller OSEBX-indeksen som sammenligningsgrunnlag gjør det vanskeligere å kunne konkludere med at selskapene i tvangsinnløsningssakene er likvide. Dersom vi finner at selskapene er tilsvarende likvide som peers på OBX- og/eller OSEBX-indeksen, kan vi med større sikkerhet konkludere med at selskapet er likvid.

## 7. Presentasjon av funn

I dette kapittelet presenteres våre funn på bakgrunn av kvalitativ dokumentstudie og likviditetsberegninger basert på kvantitative data. For hver tvangsinnløsningssak presenteres rettens argumentasjon angående aksjekurs som verdivurderingsmetode opp mot våre likviditetsberegninger. Før vi går i detalj på hver sak vil vi først presentere de viktigste funnene i en oppsummerende tabell.

Saker	A-pressen ASA	Hafslund ASA	NCL Holding ASA	Bergesen d.y ASA	OffRig Drilling ASA	Norway Pelagic ASA	Wilson ASA
<b>Retts argumentasjon</b>	Sterk eierstruktur Lite likvid aksje	Lav likviditet Utilstrekkelig informasjon	Nåverdi prinsipielt riktig metode	Børskurs uegnet, uavhengig av overtakelses-situasjon	Sterk eierstruktur Lite likvid aksje	Børskurs representativ Lav likviditet ikke atypisk	Børskurs representativ
<b>Likvid aksje forut for tvangsinnløsning</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei
<b>Rabatter kurs forut for tvangsinnløsning</b>	Tvilsomt	Tvilsomt	Tvilsomt	Muligens for B-aksjen	Tvilsomt	Tvilsomt	Muligens
<b>Verdsettelsesmetode</b>	Multipler	DCF	DCF	DCF	DCF	Børskurs	Børskurs
<b>Premie over stand-alone</b>	81%	56% (A-aksje) 55% (B-aksje)	10%	15% (A-aksje) 33% (B-aksje)	36%	12%	-8%
<b>Premie over tilbudspris</b>	35%	42% (A- og B aksje)	27%	4% (A-aksje) -7% (B-aksje)	36%	0%	0%
<b>Sannsynlighet for rettsavgjørelse lik innløsningssum</b>	0%	17% (A-aksjen) 22% (B-aksjen)	29%	44% (A-aksjen) 53% (B-aksjen)	35%		
<b>Vår konklusjon</b>	Urimelig slutning	Urimelig slutning	Urimelig slutning	Urimelig slutning	Urimelig slutning	Rimelig slutning	Urimelig slutning

Tabell 1 Oppsummerende tabell

Denne tabellen viser rettens hovedargumentasjon angående aksjekurs som verdivurderingsmetode. Videre har vi ved hjelp av likviditetsberegninger konkludert om aksjen var likvid, samt om det var grunn til å tro at aksjen inkluderte en rabatt i perioden forut for tvangsinnløsning. Det gir oss en indikasjon på om aksjekursen var egnet til å benyttes som verdivurderingsmetode. Tabellen viser også rettens slutning i hver sak, og ut ifra dette eventuelle premier over stand-alone verdi og tilbudspris. Vi har også inkludert beregninger som viser markedets estimerte sannsynlighet for en rettsavgjørelse lik innløsningssummen. Med utgangspunkt i dette har vi konkludert om rettens slutning er rimelig, det vil si om aksjekurs vektlegges tilstrekkelig ved fastsettelse av innløsningssummen. I det følgende går vi inn på rettens argumentasjon i hver sak, før vi i neste kapittel oppsummerer og går nærmere inn på de andre punktene i tabellen.

Rettens argumentasjon presenteres på bakgrunn av om overtakelsessituasjonen bærer preg av en freezeout eller takeover. Freezeout og takeover defineres på samme måte som Bøhren og Krosviks gjorde i deres studie, presentert i kapittel 4.1. Tilsvarende gjorde Høyesterett i NWS-saken, men definerte overtakelsessituasjonen som hhv. «squeezeout» og «takeover».

Sak	Overtakelsessituasjon
A-pressen	Freezeout
Hafslund	Freezeout
NCL Holding	Takeover
Bergesen d.y	Takeover
OffRig Drilling	Takeover
Norway Pelagic	Takeover
Wilson	Ingen av delene

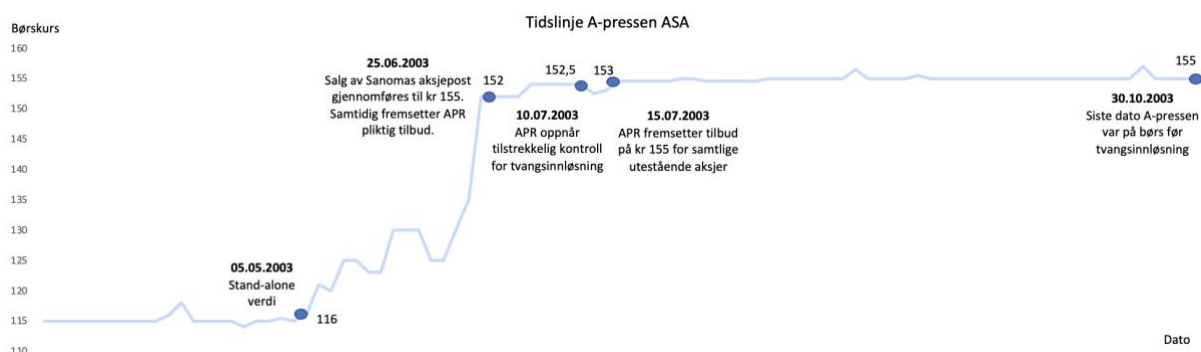
Tabell 2 Freezeout eller takeover

Ut ifra vår populasjon på syv tvangsinnløsningssaker kategoriseres to av sakene som freezeouts, hvor tvangsinnløser har eid mer enn halvparten av selskapets aksjekapital i minst ett år før tvangsinnløsning. Fire av sakene kategoriseres som takeovers, hvor tvangsinnløser har kjøpt seg opp fra ikke-dominerende posisjon i løpet av det siste året. Wilson-saken faller ikke under noen av kategoriene ettersom det i denne saken var minoriteten selv som krevde sine aksjer innløst.

## 7.1 Argumentasjon når overtakelsessituasjonen bærer preg av freezeout

### A-pressen

Figur 1 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i A-pressen ASA (heretter A-pressen).



Figur 1 Tidslinje A-pressen ASA

Fra rettsavgjørelsen vet vi at Sanomas aksjepost i A-pressen ble lagt ut for salg til kroner 155 våren 2003. Fra tidslinjen kan det tyde på at dette skjedde rundt 5.mai, og som følge av dette priset markedet oppkjøpssynergiene inn i børskursen. Dermed kan vi argumentere for at børskurs på kroner 116 var A-pressens stand-alone verdi. 25.juni ble salget gjennomført til kroner 155, og på dette tidspunkt steg børskurs til kroner 152.

10. juli samme år oppnådde APR Media Holding AS (heretter APR eller majoriteten) tilstrekkelig kontroll for tvangsinnløsning, og 15. juli framsatte APR tilbud på kroner 155 for overtakelse av samtlige utestående aksjer i A-pressen. Børskursen holdt seg stabil på kroner 155 helt frem til dato for tvangsinnløsning. Dette indikerer at markedet forventet at også retten skulle komme frem til denne pris.

I denne saken hevdet majoriteten at dette var en typisk takeover-situasjon som talte for at børskurs på kroner 155 best reflekterte underliggende verdi. Det førte imidlertid ikke frem i retten. Minoriteten på sin side hevdet at aksjens virkelige verdi lå vesentlig høyere på kroner 325. Tingretten sammenlignet denne saken med NWS- saken som var en typisk freezeout-situasjon, og hvor børskurs ble avvist grunnet sterk eierstruktur.

Tingretten anførte:

*«... Sanomas salg – som etablerte tilbudsprisen – i det vesentlige må anses å ha funnet sted i en squeezeoutsituasjon – og derfor innebar et klart verdireduserende element for salgsprisen som ble avtalt.»*<sup>13</sup>

Her kan det virke som at retten mente at børskurs inkluderte en minoritetsrabatt grunnet konsentrert eierstruktur i tiden forut for tvangsinnløsning. En minoritetsrabatt kan foreligge dersom majoriteten har brukt sin makt til å tappe selskapets aktiva til egen fordel. Spørsmålet blir dermed om det er grunn til å tro at APR beriket seg på minoritetens bekostning i perioden. Dette kan blant annet synliggjøres gjennom A-pressens utbyttepolitikk. I årene 1999 til 2001 ble det utbetalt årlig utbytte, slik at aksjonærene fikk direkte kontroll over deler av selskapets kontantstrømmer. I tillegg vektla selskapet å gi markedet relevant og korrekt informasjon om faktiske resultater, verdier og risikofaktorer for å sikre at aksjonærene og kapitalmarkedet skulle ha et godt grunnlag for å vurdere selskapets utvikling og dermed verdien av aksjene (A-

---

<sup>13</sup> TOSLO-2007-6824 s.9

pressen, 2001). Det er dermed ikke grunnlag for å tro at majoriteten har forsøkt å berike seg på minoritetens bekostning, noe som taler for at børskursen ikke har inkludert en minoritetsrabatt i perioden forut for tvangsinnløsning.

Videre argumenterte retten for at aksjen hadde vært preget av lav likviditet.

Tingretten anførte:

*«Retten vil også vise til at A-pressen på grunn av eiersituasjonen var en svært lite likvid aksje på Oslo Børs»<sup>14</sup>*

I denne saken kan vi ikke se at det er fremlagt bevis for lav likviditet, annet enn at det er argumentert for en konsentrert eierstruktur. At det har foreligget en konsentrert eierstruktur i perioden før tvangsinnløsning betyr ikke nødvendigvis at det har vært lav likviditet i aksjen. Dette må undersøkes nærmere.

Angående absolutt likviditet finner vi at A-pressens totale omsetning var på kroner 100 millioner i andre analyseperiode, det vil si i perioden fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll og frem til tvangsinnløsning. Dette tilsvarer kroner 2 millioner per handelsdag, noe som må sies å ha vært et handelsvolum som er av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet.<sup>15</sup>

Våre funn knyttet til Amihud viser at en typisk handel i A-pressen-aksjen flyttet prisen mindre i andre analyseperiode enn i første. Dette indikerer at aksjen ble mer likvid etter at majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll. I samme periode hadde en typisk handel i Schibsted-aksjen flyttet prisen marginalt mer enn for A-pressen-aksjen, noe som indikerer at A-pressen var mer likvid enn Schibsted. På bakgrunn av dette likviditetsmålet virker det urimelig at børskurs avvises ved fastsettelse av innløsningssummen.<sup>16</sup>

I denne saken ble innløsningssummen fastsatt til kroner 210 ved bruk av multipler. Dette tilsvarte en premie på 81% over aksjens stand-alone verdi. Retten avviste dermed børskurs

---

<sup>14</sup> TOSLO-2007-6824 s.9

<sup>15</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>16</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

fullstendig ved verdsettelsen. Dette virker urimelig da våre funn tyder på at det ikke er grunn til å tro at børskurs gjenspeilte en minoritets- eller likviditetsrabatt i perioden.

## Hafslund

Figur 2 og 3 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i Hafslund ASA (heretter Hafslund).



Figur 2 Tidslinje Hafslund ASA A-aksje



Figur 3 Tidslinje Hafslund ASA B-aksje

Tidslinjen viser at Hafslunds børskurs steg betraktelig etter offentliggjøring av den såkalte «Transaksjonsavtalen» 26. april 2017. Denne avtalen omhandlet at Oslo kommune og Fortum skulle omorganisere sitt eierskap i Hafslund ved å selge alle sine Hafslund-aksjer til et nyetablert selskap heleid av Oslo kommune, Oslo Energi Holding AS (OEH). Salgsprisen var på kroner 96,75 per aksje. Ved offentliggjøring av avtalen steg aksjekursen til kroner 99, opp fra hhv. kroner 88,25 og 88,50 for A- og B-aksjen dagen før. Det viser at markedet priset inn oppkjøpssynergier i aksjekursen, og forventet en pris på kroner 99 per Hafslund-aksje.



Dette tyder på at siste pris før offentliggjøring av Transaksjonsavtalen, 88,25 for A-aksjen og 88,50 for B-aksjen, var aksjenes stand-alone verdi.

03.juli.2017 fremsatte OEH frivillig tilbud om overtakelse av samtlige utestående Hafslund-aksjer til en pris på kr 96,75. Dette tilsvarte den pris som ble avtalt mellom Fortum og OEH i Transaksjonsavtalen. På dette tidspunkt falt aksjekursen fra hhv. kroner 107 og 105 for A- og B-aksjen, til kroner 101. På dato for tvangsinnløsning var børskurs hhv. kroner 103,50 og 105,50 for A- og B-aksjen, noe som betyr at det er disse prisene markedet forventet at retten skulle sette innløsningssummen til.

I denne saken la Transaksjonsavtalen grunnlaget for majoritetens tilbudspris på kroner 96,75 da OEH mente at denne prisen reflekterte underliggende verdi i Hafslund. Dette førte imidlertid ikke frem i retten. Minoriteten på sin side hevdet at aksjens virkelige verdi lå vesentlig høyere, mellom kroner 168-213.

Lagmannsretten anførte:

*«Bevisførselen har vist at børsomsetningen knyttet til Hafslund-aksjen i lang tid hadde vært preget av lav likviditet og lave handlede volumer sett i forhold til selskapets totale antall aksjer da Transaksjonsavtalen ble kjent»<sup>17</sup>*

Så langt vi kan se er eneste bevisførsel i denne saken handelsvolum fordelt på totalt antall utestående aksjer. Lagmannsretten viser her til likviditetsmålet omsetningshyppighet. Dette likviditetsmålet viser imidlertid bare hvor enkelt det er for Oslo kommune og Fortum å selge deres aksjer i markedet. Dette vil dermed være uegnet som mål da det bare er den omsettelige delen av utestående aksjer som bestemmer aksjeprisen, altså Hafslunds «float». På dette tidspunktet var omtrent kun en tiendedel av totalt antall utestående aksjer tilgjengelig for salg. Derfor vil dette likviditetsmålet gi lite informasjon om hvorvidt Hafslunds børskurs reflekterer virkelig verdi. Det har derfor vært av interesse å undersøke aksjens likviditet med hensyn til aksjens float.

Angående absolutt likviditet finner vi at Hafslund hadde en total omsetning på omtrent kroner 324 millioner i andre analyseperiode, det vil si i perioden fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig

---

<sup>17</sup> LB-2019-79052 s.37

kontroll til dato for tvangsinnløsning. Dette tilsvarer omtrent kroner 4,7 millioner per handelsdag, noe som er et handelsvolum i norske enkeltaksjer som må sies å ha vært av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet.<sup>18</sup>

Videre inngikk Hafslunds B-aksje i Oslo Børs Hovedindeks, som inneholdt de 62 mest likvide aksjene på Oslo Børs i 2017.<sup>19</sup> Det vil si at aksjene til enhver tid skal være relativt enkle å kjøpe og selge i markedet.

Angående relativ likviditet, kan vi undersøke hvor omsettelig aksjen var sammenliknet med dens andel av det generelle aksjemarkedet. I juni 2017 var forholdet mellom Hafslunds B-aksjes andel av totalomsetningen på Oslo Børs og aksjens andel i Hovedindeksen 42 prosent. Av de 62 aksjene som utgjorde Hovedindeksen i juni 2017 hadde 13 (21%) av disse dårligere likviditet enn Hafslund. Da er også 30% av selskapene på Oslo Børs allerede ekskludert grunnet mangel på tilstrekkelig likviditet. Av det gjenværende likvide aksjemarkedet har dermed Hafslund bedre likviditet enn 21% av aksjene på Hovedindeksen.<sup>20</sup>

Funnene fra Amihud viser at likviditeten i Hafslunds A- og B-aksje har vært marginalt bedre eller omtrentlig lik som Equinor og Aker BP i hele analyseperioden. Funnene viser også at en typisk handel i Hafslund-aksjen flyttet prisen mindre i andre analyseperiode enn i første. Det indikerer at Hafslund-aksjen har vært mer likvid i perioden fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll til tidspunkt for tvangsinnløsning. Dermed strider dette imot lagmannsrettens argument om at Hafslund-aksjen i lang tid har vært preget av lav likviditet.<sup>21</sup> I tillegg anførte retten at markedet ikke hadde tilstrekkelig informasjon.

Lagmannsretten anførte:

*«Slik flertallet ser det var det ikke tilstrekkelig likviditet i aksjen, og markedet hadde heller ikke tilstrekkelig informasjon»<sup>22</sup>*

---

<sup>18</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>19</sup> Kilde: Bloomberg Terminal OSEBX 2017

<sup>20</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>21</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>22</sup> LB-2019-79052 s. 39

Hafslund var et selskap notert på Oslo Børs, og dermed underlagt en omfattende informasjonsplikt til markedet for å sikre at aktørene skal kunne sette markedsriktige kurser. Det skal også sikre likebehandling av investorene ved at alle samtidig får tilgang på innsideinformasjon. På denne måten skal ingen i utgangspunktet kunne handle på innsideinformasjon som ikke er offentliggjort (Oslo Børs, 2014). Det taler for at markedet skulle ha tilstrekkelig informasjon om Hafslund til å prise aksjene riktig. Videre viste markedets reaksjon til offentliggjøring av Transaksjonsavtalen, hvor børskurs steg til tilbudspris, at det var tilstrekkelig likviditet i aksjen til at ny verdirelevant informasjon umiddelbart ble reflektert i prisen. Dette kan ses i figur 2 og 3, og viser at markedet var effisient på tidspunktet.

Funnene diskutert ovenfor tyder ikke på at aksjekursen har inkludert en likviditetsrabatt i tiden forut for tvangsinnløsning. Spørsmålet blir dermed om det kan ha foreligget en minoritetsrabatt i denne perioden. Hafslunds styre betalte årlige utbytter og på denne måten har aksjonærene fått tilgang til deler av selskapets kontantstrømmer (Hafslund, 2015, s. 20). Dette taler for at det ikke eksisterte noen prisrabatt grunnet at majoritetseieren tappet selskapets aktiva på bekostning av minoritetsaksjonærene. Videre kan prisforskjellen på Hafslunds A- og B- aksje undersøkes, som hhv. gir og ikke gir stemmerett. Historisk har det vært liten prisforskjell, noe som taler for at kontrollerende eier ikke har benyttet seg av stemmeretten for å berike seg. En minoritetsrabatt grunnet tapping fra majoritetseieren sin side synes dermed ikke å ha vært til stede.

Lagmannsretten hevdet likevel at det var sentralt for Oslo kommune i Transaksjonsavtalen å oppnå en best mulig pris, og at prisen derfor var gunstig for Oslo kommune. De hevdet dermed at tilbudsprisen basert på Transaksjonsavtalen var lavere enn virkelig verdi på tidspunktet.

Lagmannsretten anførte:

*«... børskursen sjelden vil være et godt uttrykk for selskapets underliggende verdier under slike markedsforhold, og at dette var situasjonen for Hafslund-aksjen forut for offentligjøringen av Transaksjonsavtalen og det frivillige tilbudet. Dette underbygges ytterligere av vitneforklaringen fra Lars Ove Skorpen. Han var Oslo kommunes rådgiver under forhandlingene med Fortum, og bekreftet i retten at børskursen heller ikke etter hans*

*oppfatning reflekterte Hafslunds underliggende verdier i den aktuelle perioden»<sup>23</sup>*

Skorpens estimat på kroner 130 per aksje var ikke disiplinert av en handel i et konkurranseutsatt marked, og estimatet mangler dermed den fundamentalt nødvendige disiplinen i verdsettelsen av selskapet som gjør at prisen er typisk forventningsrett. Det vil også være naturlig som rådgiver for kjøper å være ensidig optimistisk om Hafslunds verdi. Videre uttalte også Hafslunds styre at børskurs var lite representativ for underliggende verdi. Det finnes imidlertid ikke empiri som viser at et selskaps ledelse presenterer estimater for fremtidige kontantstrømmer som typisk er forventningsrette. Det viser seg derimot at ledelsen som oftest er for optimistiske om fremtiden (Heaton, 2019, s. 1156). Det blir derfor urimelig å legge rådgiver Skorpen og Hafslunds styres uttalelser til grunn for å avvise børskurs som verdivurderingsmetode.

Innløsningssummen ble i denne saken fastsatt til kroner 137,50, noe som var hhv. 56% og 55% over stand-alone verdi på A- og B-aksjen. Børskurs ble dermed avvist fullstendig ved fastsettelse av innløsningssummen, og verdsettelsen tok utgangspunkt i DCF-analyse. Med bakgrunn i våre funn kan det virke urimelig ettersom det ikke foreligger grunn til å tro at aksjen ble handlet med en likviditets- eller minoritetsrabatt i perioden før tvangsinnløsning.

## 7.2 Argumentasjon når overtakelsessituasjonen bærer preg av takeover

### NCL Holding

Figur 4 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i NCL Holding ASA (heretter NCL).

---

<sup>23</sup> LB-2019-79052 s. 38



Figur 4 Tidslinje NCL Holding ASA

Tidslinjen viser at cruiserederiet Carnival Cruise Lines offentliggjorde 1. desember 1999 at de ønsket å overta alle utestående aksjer i NCL for kroner 30 per aksje. Etter offentliggjøringen steg børskursen fra kroner 24,90 til kroner 35, noe som viser at markedet priset inn oppkjøpssynergiene i børskursen.

Samtidig kjøpte Star Cruises pls (heretter Star), via Arrasas Ltd (heretter Arrasas), og samarbeidende selskaper aksjer i NCL i det åpne markedet. 13. januar 2000 oppnådde Star tilstrekkelig eierskap til at det ble utløst tilbudsplikt overfor de øvrige NCL- aksjonærene. Tilbudsprisen ble satt til kroner 35 per aksje. Star fortsatte å kjøpe seg opp og 11. februar 2000 kunngjorde Star at de hadde oppnådd tilstrekkelig kontroll for tvangsinnløsning.

I denne saken forelå det hele ni måneder fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll for tvangsinnløsning og frem til dato for tvangsinnløsning. Vi anser derfor børskurs på siste dag før Arrasas offentliggjorde avtale om kjøp av samtlige NCL-aksjer (23.11.2000) på kroner 15 som stand-alone verdi. Det er usikkert hva markedet priset etter februar 2000 som gjorde at børskursen falt, men det kommer frem fra rettens anførsler at hele næringen var preget av en viss usikkerhet. Dermed var børskursen for flere selskaper i bransjen betydelig redusert i løpet av 2000, antagelig som følge av analytikernes forventninger om redusert fremtidig inntjening.<sup>24</sup> På tidspunkt for tvangsinnløsning hadde børskursen falt til kroner 14, noe som viser at markedet forventet at retten skulle sette innløsningssummen til denne pris.

<sup>24</sup> LB-2004-36996 s.12

Tilbudsprisen på kroner 13 var like under børskurs på tidspunkt for tvangsinnløsning. I denne saken var både majoriteten og minoriteten i lagmannsretten enige om at børskurs ikke var egnet som selvstendig verdivurderingsmetode. Dette ble begrunnet med at markedet var preget av lav likviditet og dermed må sies å ha vært ineffisient i perioden fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll og frem til tvangsinnløsning. Minoriteten hevdet at aksjens virkelige verdi lå på kroner 40. Retten argumenterte for at DCF var den prinsipielt riktige metoden.

Retten henviste til NWS-saken premiss (83) hvor det sies at terskelen for å sette nåverdiveregningen til side må være høy.

Lagmannsretten anførte:

*«Dette må forstås slik at også Høyesteretts oppfatning er at en kapitalisering av fremtidige kontantstrømmer til nåverdi er den prinsipielt riktige metode for selskaper som må vurderes som «going concern», noe som etter lagmannsrettens oppfatning gjelder for NCL på samme måte som for Norway Seafoods.»<sup>25</sup>*

Vi har i denne studien kategorisert NCL-saken som en takeover. Premiss (67) i NWS-saken sier at «I en «take-over»-situasjon vil nok børskursen ofte være representativ for verdien». Ettersom lagmannsretten ikke diskuterte børskurs og sammenliknet saken med NWS-saken, kan det tyde på at retten definerte denne saken som en freezeout.

Ettersom børskurs ble neglisjert i denne saken uten tilstrekkelig bevisførsel, undersøkte vi om det var hold i rettens argument om at aksjen har vært preget av lav likviditet og at markedet således har vært ineffisient. Når det gjelder absolutt likviditet, finner vi at NCL i perioden fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll og frem til tvangsinnløsning hadde en omsetning på omtrent kroner 2,4 milliarder. Dette tilsvarer kroner 13 millioner per handelsdag, noe som må sies å ha vært et handelsvolum i norske aksjer som ikke er uvesentlig for investorer i markedet.<sup>26</sup>

Våre beregninger fra Amihud viser at for hele analyseperioden har en typisk handel i NCL-aksjen flyttet prisen mindre enn for Royal Caribbean Cruises (heretter RCC). På bakgrunn av dette likviditetsmålet blir det dermed rimelig å si at NCL har vært mer likvid enn RCC i hele

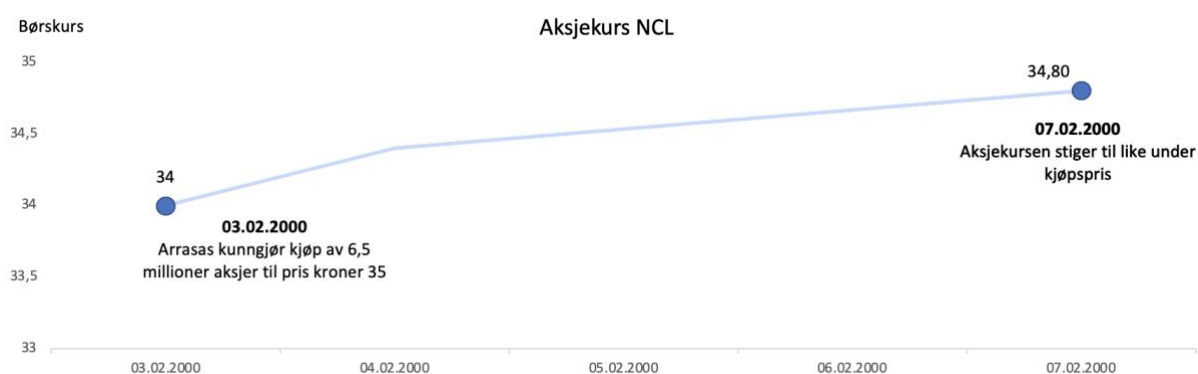
---

<sup>25</sup> LB-2004-36996 s. 11

<sup>26</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

analyseperioden. Ut ifra våre beregninger tyder dette på at rettens argumentasjon angående lav likviditet i aksjen ikke holder.<sup>27</sup>

Ettersom minoriteten hevdet at markedet var preget av ineffisiens fra februar 2000 undersøkte vi også hvorvidt ny informasjon ble gjenspeilet i NCL-aksjen i perioden. 3. februar kunngjorde Arrasas at de hadde ervervet omtrent 6,5 millioner aksjer i NCL til kroner 35 per aksje og at de dermed hadde oppnådd 49,5% av den totale aksjekapitalen. Fra 3. til 4.februar 2000 steg aksjekursen fra kroner 34 til like under kjøpspris på kroner 35. Markedets reaksjon viste dermed at det var tilstrekkelig likviditet i aksjen til at ny verdirelevant informasjon ble reflektert i børskursen. Dette viser ikke tegn på ineffisiens i den angitte perioden. Børskursens utvikling fra eksempelet vises i figur 5.



Figur 5 Aksjekurs NCL

Lagmannsretten anførte:

*«I utgangspunktet må verdien av selskapets virksomhet vurderes på "stand alone"-basis.»<sup>28</sup>*

Dermed la lagmannsretten til grunn at det er prisen før markedet priser inn oppkjøpssynergier som skal være gjeldende. Rettens argumentasjon kan tyde på en manglende forståelse for betydningen av stand-alone verdi da innløsningssummen ble satt til kroner 16,50 og stand-alone verdi ser ut til å ha vært på kroner 15.

Innløsningssummen ble i denne saken fastsatt til en premie på 10% over aksjens stand-alone verdi ved bruk av DCF. Lagmannsretten anførte at etterfølgende transaksjonspriser kan benyttes til kontroll av resultatet som kontantstrømanalysen gir, men det kommer ikke frem av

<sup>27</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>28</sup> LB-2004-36996 s.12

rettsavgjørelsen om dette er gjort. På bakgrunn av våre funn angående likviditet og markedseffisiens virker det urimelig at retten avviser børskurs ved verdsettelsen ettersom det ikke foreligger grunn til å tro at aksjen ble handlet til en rabatt i perioden før tvangsinnløsning.

## Bergesen d.y

Figur 6 og 7 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i Bergesen d.y ASA (heretter Bergesen).



Figur 6 Tidslinje Bergesen d.y ASA A-aksje



Figur 7 Tidslinje Bergesen d.y ASA B-aksje

Tidslinjene viser at 4.april 2003 ble det gjennomført salg av Sundt og Bergesen sine aksjer i Bergesen til World Nordic ApS (heretter World Nordic eller majoriteten) for en pris på kroner 180 per A- aksje og kroner 155 per B- aksje (vektet snittkurs kroner 172,50). Etter salget var World Nordic blitt eier av 46% av den samlede aksjekapitalen.

Som følge av oppnådd eierandel på over 1/3 ble tilbudsplikten utløst, og 7.april fremsatte World Nordic pliktig tilbud på alle utestående aksjer i Bergesen til hhv. kroner 180 og 155 for



A- og B-aksjen. Dermed steg børskursen til hhv. kroner 177,50 og 153, opp fra hhv. kroner 140 og 120,50 dagen før. Det tyder på at markedet priset inn oppkjøpssynergiene i børskursen, og at siste børskurs før fremsettelse av pliktig tilbud (04.04.2003) var aksjenes stand-alone verdi på hhv. kroner 140 og 120,50 for A- og B- aksjen.

28.mai oppnådde World Nordic tilstrekkelig kontroll for tvangsinnløsning, og på dato for tvangsinnløsning steg børskursen til kroner 168 for både A- og B-aksjen. Dette betyr at det er denne pris markedet forventet at retten skulle sette innløsningssummen til.

Minoriteten hevdet at aksjens virkelige verdi lå vesentlig høyere mellom kroner 200-218. Majoriteten argumenterte i denne saken for at aksjene i Bergesen var del av en takeover, og dermed at aksjenes virkelige verdi var aksjenes markedsverdi. Retten var i denne saken uenig med majoriteten om at det skulle skilles mellom freezeout og takeover.

Lagmannsretten anførte:

*«Innledningsvis synes således førstvoterende å ta utgangspunkt i at enhver tvangsinnløsning må karakteriseres som en «squeezeout»<sup>29</sup>*

*«... uavhengig av om den konkrete overtagelsen har preg av «squeezeout» eller «takeover» – ikke skal ta utgangspunkt i børskursen ved erstatningsfastsettelsen, men i de underliggende verdiene.»<sup>30</sup>*

Premiss (67) i NWS- saken sier at: «I en «take-over»-situasjon vil nok børskursen ofte være representativ for verdien». Retten er imidlertid uenig om at det skal skilles på overtakelsessituasjon, og at enhver tvangsinnløsningssituasjon skal kategoriseres som en freezeout. På bakgrunn av dette utsagnet og vår kategorisering av saken som en takeover, er lagmannsrettens argumentasjon uvanlig.

Lagmannsretten anførte:

---

<sup>29</sup> LB-2006-25121 s.14

<sup>30</sup> LB-2006-25121 s.14

*«At børskursens tjenlighet som indikator på de underliggende verdiene langt på vei vil kunne være avhengig av likviditeten og informasjonstilgangen i markedet på innløsningstidspunktet, endrer imidlertid ikke på den hovedregel som er angitt ovenfor»<sup>31</sup>*

Her refererer lagmannsretten til hovedregelen som DCF-analyse. Så langt vi kan se er det ikke lagt frem bevis på aksjenes likviditet. Det har derfor vært av interesse å undersøke aksjenes likviditet i perioden forut for tvangsinnløsning.

Våre beregninger angående absolutt likviditet viste en total omsetning på kroner 4,9 milliarder i andre analyseperiode, 3,1 milliarder for A-aksjen og 1,7 for B-aksjen. Dette utgjør hhv. 286 millioner og 162 millioner per handelsdag, og må sies å ha vært et handelsvolum av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet.<sup>32</sup>

Våre beregninger på Amihud viser at for hele perioden har en typisk handel i Bergesens A- og B-aksje flyttet prisen mindre enn for Frontline. På bakgrunn av dette likviditetsmålet blir det dermed rimelig å si at Bergesen har vært mer likvid enn Frontline i hele analyseperioden.<sup>33</sup>

Funnene diskutert ovenfor tyder på at aksjene ikke har inkludert en likviditetsrabatt i tiden forut for tvangsinnløsning. Spørsmålet blir dermed om det kan ha foreligget en minoritetsrabatt i perioden, ettersom retten kategoriserte denne saken som en squeezeout. Fra Bergesens årsrapporter ble det rapportert at Bergesens styre utbetalte årlige utbytter i årene 1996-1999 (Bergesen d.y ASA, Annual report, 1999), (Bergesen d.y ASA, Annual report, 1997). På denne måten har aksjonærene fått tilgang til deler av selskapets kontantstrømmer. Samtidig kan prisforskjellen på Bergesens A- og B-aksje undersøkes. Historisk har det vært en betydelig prisforskjell, noe som kan tyde på at kontrollerende eier har benyttet seg av stemmeretten for å berike seg. Dette kan tale for at B-aksjen kan ha inkludert en minoritetsrabatt i tiden forut for tvangsinnløsning.

I denne saken ble innløsningssummen fastsatt til kroner 160,62 både for A- og B-aksjen ved bruk av DCF-analyse. Dette tilsvarte en premie på hhv. 15% og 33% over aksjenes stand-alone

---

<sup>31</sup> LB-2006-25121 s.15

<sup>32</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4. Ettersom Bergesen befant seg på OBX- indeksen i perioden var det her ønskelig å beregne relativ likviditet som gjort for Hafslund-aksjen. Bloomberg kunne ikke gi oss tall på free float aksjer tilbake til 2003, noe som gjorde at dette ikke var mulig.

<sup>33</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

verdi. På bakgrunn av våre funn er det ingenting som tyder på at det har foreligget en likviditetsrabatt i aksjene i tiden forut for tvangsinnløsning. Våre funn kan imidlertid tyde på at B-aksjen kan ha inkludert en minoritetsrabatt i perioden, noe som taler for at retten skal tillegge en premie på B-aksjen ved utmåling av innløsningssummen. Det er likevel vanskelig å predikere størrelsen på premier, og en premie på 33% for B-aksjen kan virke høyt. Det er ingenting som taler for at A-aksjen inkluderte en minoritetsrabatt i perioden. Oppsummert virker det underlig at retten avviser børskurs ved fastsettelse av innløsningssummen.

## OffRig Drilling

Figur 8 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i OffRig Drilling ASA.



Figur 8 Tidslinje Offrig ASA

Offshore Rig Services ASA, senere OffRig Drilling ASA (heretter OffRig) ble etablert i 2005 og ble i perioden 2006/2007 omsatt i OTC- markedet. Awilco Offshore ASA (heretter Awilco eller majoriteten) kjøpte seg opp i OffRig i flere omganger til varierende aksjekurser, og i desember 2005 oppnådde de en eierandel på 37,8% av samlet aksjekapital. Dette ble gjort til en kjøpspris på kroner 25,50, og medførte at aksjekursen steg fra kroner 19 og opp mot kjøpsprisen.

20.11.2006 fremmet Awilco et tilbud om kjøp av alle de utestående aksjer for kroner 25,50. Aksjekursen steg til tilbudspris samme dag. Siste dag før Awilco fremsatte tilbud om kjøp av samtlige utestående aksjer i OffRig (16.11.2006) var aksjekursen på kroner 25,50. Det er denne verdien vi anser som stand-alone verdi. Etter offentliggjøring av tilbudet steg aksjekursen, noe som viser at markedet priset inn oppkjøpssynergier i aksjekursen.

08.01.2007 oppnådde Awilco 91,20% av samlet aksjekapital og 23.01.2007 ble det besluttet å tvangsinnløse resterende aksjonærer med et tilbud på kroner 25,50 per aksje. På dato for

tvangsinnløsning var aksjekursen på kroner 30, noe som betyr at det er denne pris markedet forventet at innløsningssummen skulle bli fastsatt til.

I denne saken hevdet majoriteten at DCF ikke var en egnet metode for verdsettelsen, og det ble vist til uttalelser fra NWS-saken hvor det i en takeover skal legges vekt på aksjens omsetningskurs. Minoritetsaksjonærene på sin side hevdet at verdien ved enkeltsalg ikke kan tjene som virkelig verdi, og at OTC- listen ikke er representativ for et fungerende aksjemarked. Retten hevdet imidlertid at kursen på en OTC- listet aksje kan si noe om selskapets verdier, men at det kan foreligge forhold som gjør at kursen ikke reflekterer virkelig verdi.

Lagmannsretten anførte:

*«Basert på fremlagte bevis var det god likviditet i aksjen i første kvartal 2006. Denne må ha vært tilstrekkelig til å gi rom for tilstrekkelig handel. Utover i annet kvartal og annet halvår falt omsetningen merkbart, og vil ha vært så vidt liten at den påvirket negativt interessen for aksjen hos institusjonelle investorer.»<sup>34</sup>*

Det kommer ikke frem av dommen hva som er beviset på lav likviditet i OffRig, og dermed ikke på hvilket grunnlag denne konklusjonen er tatt. Våre beregninger angående absolutt likviditet viser en total omsetning i OffRig-aksjen på kroner 28 millioner i andre analyseperiode, noe som tilsvarer omtrent kroner 4 millioner per handelsdag. Dette må sies å ha vært en omsetning av et slikt omfang at den har vært av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet.<sup>35</sup>

Våre funn fra Amihud viser at i første analyseperiode har en typisk handel i OffRig flyttet prisen mindre enn for samtlige peers som befant seg på OBX-indeksen. I andre analyseperiode ble likviditeten i OffRig lavere enn for Dolphin Drilling ASA, Ocean Rig ASA og Seadrill Ltd. Likevel viser våre funn at OffRig har vært mer likvid enn Frontline Ltd i andre analyseperiode. På bakgrunn av dette likviditetsmålet kan det dermed vanskelig konkluderes med at OffRig var mindre likvid enn sammenlignbare selskaper i tiden forut for tvangsinnløsning.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> LG-2009-141977 s.18

<sup>35</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>36</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

Funnene ovenfor tyder på at aksjekursen ikke har inkludert en likviditetsrabatt i tiden forut for tvangsinnløsning. Retten argumenterte videre for en konsentrert eierstruktur, og det kan diskuteres om aksjekursen har inkludert en minoritetsrabatt som følge av dette.

Lagmannsretten anførte:

*«OffRig var ikke børsnotert, men notert på OTC listen. Selskapet hadde en stor eier som fra sommeren 2006 kontrollerte styret, og det kan derfor spørres om dette førte til asymmetrisk informasjon i markedet om selskapet.»<sup>37</sup>*

Det kan diskuteres hvorvidt det faktisk at OffRig var notert på OTC-listen, og dermed ikke berørt av opplysningsplikten, gjorde at selskapet holdt tilbake informasjon. Mange OTC-selskaper har likevel inngått avtale om å dele regnskapsinformasjon og informasjon som må ansees «å være av vesentlig betydning for en riktig prisvurdering av aksjene i selskapet» (Verdipapirforetakenes forbund, u.d). At selskapet var notert på OTC-listen behøver dermed ikke nødvendigvis å bety at selskapet holdt tilbake kursrelevant informasjon. Det er dermed vanskelig å konkludere om aksjekursen har inkludert en minoritetsrabatt i tiden forut for tvangsinnløsning.

Videre henviste retten til NCL-saken, hvor det ble uttalt at verdsettelsen skal skje på stand-alone basis, det vil si selskapets situasjon ved verdsettelsen, og ikke hva en eventuell kjøper kan tilføre selskapet ved overtagelse.

Lagmannsretten anførte:

*«Det følger av NCL skjønnet, RG-2006-155, at selskapet må vurderes på en «stand alone» basis.»<sup>38</sup>*

Fra denne uttalelsen blir det dermed rimelig å anta at retten tar utgangspunkt i siste aksjekurs før markedet priset inn oppkjøpssynergier (kroner 25,50) ved fastsettelse av innløsningssummen. I denne saken ble innløsningssummen imidlertid satt til kroner 34,56 per aksje, noe som tilsvarte en premie på 36% over OffRigs stand-alone verdi. Dette viser at retten har hatt en manglende forståelse for aksjens stand-alone verdi.

---

<sup>37</sup> LG-2009-141977 s.18

<sup>38</sup> LG-2009-141977 s.10

Våre funn angående likviditet i aksjen gir ikke grunn til å tro at aksjekursen har gjenspeilet en likviditetsrabatt i tiden forut for tvangsinnløsning. Det er også vanskelig å konkludere hvorvidt aksjekursen har inkludert en minoritetsrabatt i perioden. Dermed virker rettens fastsettelse av innløsningssummen til å være urimelig høy.

## Norway Pelagic

Figur 9 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i Norway Pelagic ASA (heretter NPEL).



Figur 9 Tidslinje Norway Pelagic ASA

Fra rettsavgjørelsen vet vi at Austevoll Seafood ASA (heretter Austevoll eller majoriteten) startet i 2010 å kjøpe aksjer i NPEL. I etterfølgende år gjennomførte Austevoll flere kjøp som økte deres eierandel. I februar 2013 gjennomførte Austevoll to større oppkjøp som økte eierandelen til hhv. 53% og 78%. Ved disse kjøpene ble det betalt en pris opp til kroner 15,50 per aksje. Fra tidslinjen kan det tyde på at dette skjedde rundt 4.februar, og som følge av dette priset markedet oppkjøpssynergiene inn i børskursen. Aksjekursen steg fra kroner 13,90 og opp mot kjøpspris. Dermed kan vi argumenteres for at siste pris før Austevolls større oppkjøp (04.02.2013) på kroner 13,90 var NPEL sin stand-alone verdi.

5.mars 2013 fremsatte Austevoll pliktig tilbud til alle gjenværende aksjonærer om kjøp av aksjene for kroner 15,50 per aksje. 3 april 2013 oppnådde Austevoll tilstrekkelig kontroll for tvangsinnløsning. På dato for tvangsinnløsning var aksjekursen på kroner 15, noe som viser at det er denne pris markedet forventet at retten skulle sette innløsningssummen til.

I denne saken argumenterte majoriteten for at det ikke forelå særlig grunn til å fravike tilbudsprisen på kr 15,50, noe retten var enig i. Minoriteten på sin side hevdet at aksjens virkelige verdi lå vesentlig høyere på kroner 19.

Lagmannsretten anførte:

*«Hva som er selskapets virkelige verdi er derfor i utpreget grad et skjønn der markedets egen vurdering av aksjenes verdi bør stå sentralt. Dette er bakgrunnen for at priser oppnådd ved frivillig omsetning av aksjer forut for tvangsinnløsningen er tillagt betydelig vekt av lovgiver.»*

<sup>39</sup>

Her har retten argumentert for at børskurs er riktig metode for å fastsette virkelig verdi. Dette samsvarer med finansiell teori hvor børskursen utgjør et naturlig utgangspunkt for verdsettelsen av et børsnotert foretak. Videre argumenterte retten for at en konsentrert eierstruktur ikke nødvendigvis ga negative utslag i børskursen.

Lagmannsretten anførte:

*«Etter lagmannsrettens syn er det ikke sannsynliggjort at Austevolls eierposisjon etter oppkjøpet i 2010 eller fusjonen i 2011 ga seg negative utslag i børskursen. Tvert imot er det grunn til å tro at Austevolls inntreden ble møtt med positiv forventning i et marked som var preget av usikkerhet»<sup>40</sup>*

Dette tyder på at retten mente at børskursen ikke reflekterte noen rabatt grunnet majoritetskontroll. Retten begrunnet dette med at overtakelsessituasjonen bar preg av en takeover, og at tilbudsprisen dermed lå nærme de underliggende verdier i selskapet.

Lagmannsretten anførte:

*«Etter lagmannsrettens syn var oppkjøpet etter at tilbudsplikten inntrådte en typisk «take-over» situasjon der det er en presumsjon for at markedsverdien av aksjene representerer den virkelige verdi. Denne situasjonen skiller seg fra situasjonen i Norway Seafoods-dommen, der tilbudet ble fremsatt av en fra før dominerende aksjonær ...»<sup>41</sup>*

---

<sup>39</sup> LF-2015-14655 s.10

<sup>40</sup> LF-2015-14655 s.7

<sup>41</sup> LF-2015-14655 s.11

Det kan virke som at retten støttet seg på uttalelsene i NWS-saken, hvor det ble uttalt at når overtakelsessituasjonen bærer preg av en takeover vil børskurs være av større relevans. Retten gikk ikke dypere inn på minoritetens spørsmål angående lav likviditet i aksjen i perioden forut for tvangsinnløsning.

Lagmannsretten anførte:

*«Lav likviditet er imidlertid ingen atypisk situasjon for denne type selskap og er ikke en omstendighet som underbygger at prisdannelsen for aksjene ikke har vært normal.»<sup>42</sup>*

Dette argumentet er ikke så langt vi kan se ytterligere underbygget med beregninger eller andre bevis, og det er derfor usikkert på hvilket grunnlag retten har kommet frem til denne konklusjonen.

Våre beregninger angående absolutt likviditet viser en total omsetning i NPEL-aksjen på kroner 986 tusen i andre analyseperiode, noe som tilsvarer kroner 47 tusen per handelsdag. Det er tvilsomt hvorvidt denne omsetningen var av et slikt omfang at den har vært av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet. Det er imidlertid ikke slik at det må svært mye handel til for at aksjen skal reflektere egenkapitalens fundamentalverdi. Mindre handelsvolum behøver ikke å bety at informasjonen ikke blir reflektert i prisen, men at det kan ta lenger tid. Børskurs er ikke nødvendigvis uegnet av den grunn.<sup>43</sup>

Våre funn fra Amihud viser liten endring i likviditeten i NPEL fra første til andre analyseperiode. Vi finner at en typisk handel i NPEL-aksjen flytter prisen mindre enn for Bakkafrost og Mowi i andre analyseperiode. Dette indikerer at NPEL var mer likvid enn Bakkafrost og Mowi etter at majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll. For samme periode var likviditeten i Lerøy og Salmar imidlertid bedre. På bakgrunn av dette likviditetsmålet kan det vanskelig konkluderes med at NPEL var mindre likvid enn sammenlignbare selskaper i perioden.<sup>44</sup>

I denne saken ble innløsningssummen fastsatt til kroner 15,50 per aksje, noe som tilsvarte tilbudspris. Børskurs på tidspunkt for tvangsinnløsning var på kroner 15, noe som viser at retten har vektlagt børskurs ved verdsettelsen. Likevel tilsvarte dette en premie på 12% over NPEL-

---

<sup>42</sup> LF-2015-14655 s.11

<sup>43</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>44</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

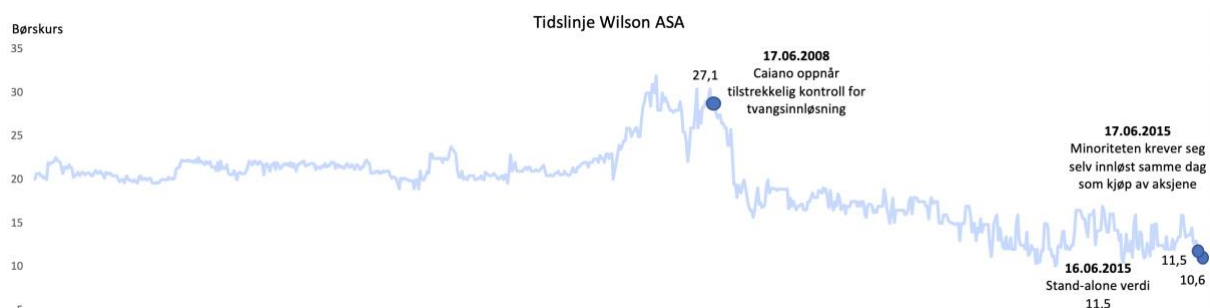


aksjens stand-alone verdi. Våre funn på likviditet i aksjen gir ikke grunn til å tro at børskursen har gjenspeilet en minoritet- eller likviditetsrabatt i perioden forut for tvangsinnløsning. Dermed virker rettens fastsettelse av innløsningssummen til å være noe høy.

### 7.3 Argumentasjon når overtakelsessituasjonen hverken bærer preg av freezeout eller takeover

#### Wilson

Figur 10 viser en oversikt over de viktigste hendelsene i tiden forut for tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i Wilson ASA (heretter Wilson).



Figur 10 Tidslinje Wilson ASA

Denne rettsavgjørelsen gir ikke informasjon om tidspunktene for Caianos oppkjøp av Wilson-aksjer, annet enn at de har hatt eierandeler siden tidlig 2000-tallet. Tidslinjen viser at børskursen steg vesentlig i perioden før Caiano oppnådde tilstrekkelig kontroll. Dette kan tyde på at markedet priset oppkjøpssynergier inn i børskursen. 17.juni 2008 oppnådde Caiano tilstrekkelig kontroll for tvangsinnløsning, mens tvangsinnløsning skjedde først syv år senere, 17.juni 2015. Dermed går det for lang tid til at markedet vil kunne prise en tvangsinnløsning. I denne perioden falt børskursen for deretter å være relativt stabil rundt kroner 10-15 i etterfølgende år. Det tyder på at siste pris før minoriteten fremstilte krav om tvangsinnløsning, kroner 11,50, gjenspeilet stand-alone verdi. Ved tidspunkt for tvangsinnløsning var børskursen på kroner 10,60, noe som viser at markedet forventet at retten skulle sette innløsningssummen til denne pris. Dette ble også tilbudsprisen.

Denne saken er spesiell da det var minoritetsaksjonær som sendte krav om innløsning til majoritetsaksjonær. Dette skjedde også samme dag som minoritetsaksjonærene kjøpte seg inn i Wilson til kroner 10,50 per aksje. Det viser at minoriteten mente at aksjen var verdt mer og at de kunne oppnå en høy premie i retten. Minoriteten hevdet at aksjens virkelige verdi lå på

kroner 22,50. Minoriteten opplyste også at de utelukkende kjøpte aksjer i Wilson for å utnytte gapet mellom den aktuelle børskurs på kjøpsdagen og de underliggende verdiene i selskapet. Dette ble gjort 100% på spekulasjon.

Retten argumenterte for at det i denne saken hverken var tale om freezeout eller takeover, og at det i hele perioden var omsetning av aksjer, noe som taler for at børskurs skulle representere virkelig verdi.

Lagmannsretten anførte:

*«Det er vist til at tvangsinnløsningen (squeeze out), til forskjell fra tilfellene hvor selskapet overtas ved oppkjøp av store deler av aksjene - «take-over» og der børskursen normalt vil være representativ for verdien, har liten omsetning av aksjen grunnet morselskapets bestemmende innflytelse. Siden det i vår sak ikke er tale om noen av delene, og det som nevnt over, har vært en aksjeomsetning i hele perioden (ca. sju år) saksøkte har hatt aksjemajoriteten, kan det ikke ses at slike hensyn taler mot å anvende børsverdi.»<sup>45</sup>*

Retten hevdet dermed at NWS- sakens premiss om freezeout ikke kommer til anvendelse selv om majoriteten har hatt tilstrekkelig kontroll i syv år.

Lagmannsretten anførte:

*«I vår sak er det fremlagt en omsetningsliste for Wilson, blant annet i utdraget s. 256-257, for perioden 17. april til 17. juni 2015. Denne viser at det har vært en omsetning selv om den ikke har vært daglig eller av stort omfang. Det legges til grunn at en aksjonær kan komme seg ut av aksjen ved ordinært salg. At det både kan ta tid og at kursen kan være lavere enn ønsket, endrer ikke vurderingen. Lagmannsretten kan vanskelig se at omsetningen er så lav at prisen står i misforhold til eierinteressens verdi»<sup>46</sup>*

Sakens bevisførsel som taler for bruk av børskurs er den såkalte «omsetningslisten», hvor det hverken var daglig omsetning eller av stort omfang. Vi finner at i perioden 17.april til 17.juni var det 18 handelsdager med kroner 2,7 millioner i omsetning.

---

<sup>45</sup> LG-2016-137603 s.8

<sup>46</sup> LG-2016-137603 s. 8

Angående absolutt likviditet finner vi at Wilson hadde en omsetning på omtrent kroner 50 millioner i andre analyseperiode, noe som tilsvarte kroner 212 tusen per handelsdag. Det kan stilles spørsmål til hvorvidt denne omsetningen kan sies å ha vært et handelsvolum av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet. Som tidligere diskutert er det ikke nødvendigvis avgjørende for hvorvidt aksjekursen har reflektert egenkapitalens fundamentalverdi, noe som lagmannsretten understreker ved at det har vært handel i hele perioden.<sup>47</sup>

Våre beregninger fra Amihud viser at i andre analyseperiode har en typisk handel i Wilson-aksjen flyttet prisen vesentlig mer enn for Golden Ocean Group (heretter GOG) og American Shipping. Sammenligner vi med første analyseperiode, har en typisk handel i Wilson-aksjen flyttet prisen omtrentlig like mye som for GOG og American Shipping. Ut ifra dette likviditetsmålet blir det dermed rimelig å si at Wilson-aksjen har vært vesentlig mindre likvid enn sammenlignbare selskaper i perioden fra majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll og frem til tvangsinnløsning.<sup>48</sup>

Likviditetsmålene oppsummert viser at Wilson-aksjen har hatt en vesentlig lavere likviditet i andre analyseperiode. Det kan derfor stilles spørsmål til rettens uttalelse, hvor de anførte:

*«Aksjens børsverdi reflekterer aksjens «virkelige verdi» på den måten at børskursen gjenspeiler en informert investors vurdering av aksjens verdi.»<sup>49</sup>*

Videre anførte lagmannsretten:

*«Når det er mulig å konstatere en omsetningsverdi, tilsier det at dette er et naturlig utgangspunkt for verdsettelsen selv om omsetningen kanskje ikke er optimal for at det skal tilfredsstillende kravene til et velfungerende marked»<sup>50</sup>*

Dette utsagnet strider imot finansiell teori som sier at det må foreligge et velfungerende marked for at børskurs skal kunne reflektere virkelig verdi.

---

<sup>47</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>48</sup> Likviditetsberegninger i vedlegg 4

<sup>49</sup> LG-2016-137603 s.10

<sup>50</sup> LG-2016-137603 s. 8

Det kan også diskuteres hvorvidt majoritetseier tappet selskapets aktiva på bekostning av minoriteten, ettersom majoriteten hadde hatt tilstrekkelig kontroll i hele syv år. Det ble ikke utbetalt utbytte til aksjonærene i de syv årene fra det ble aktuelt med tvangsinnløsning, til tvangsinnløsning ble gjennomført (Proff, Wilson ASA, u.d.). Dermed har ikke aksjonærene fått kontroll over selskapets kontantstrømmer. Wilson uttrykker i sin årsrapport fra 2014 at konsernet har gjennomført en refinansiering av pantegjeld, hvor den nye avtalen forhindrer konsernet i å betale utbytte med mindre långiverne forhåndsgodkjenner dette (Wilson, 2014). Dette kan tale for at Wilson-aksjen inkluderte en minoritetsrabatt i perioden forut for tvangsinnløsning. Ettersom minoriteten først kjøpte aksjer i Wilson og deretter krevde innløsning samme dag, har det imidlertid ikke vært tid til at de ble utsatt for slik potensiell majoritetsmisbruk. Det kan tale for at minoriteten i denne saken ikke hadde krav på premie over børskurs.

Innløsningssummen i denne saken ble fastsatt til børskurs på tidspunkt for tvangsinnløsning på kroner 10,60, noe som tilsvarte 8% under stand-alone verdi. Med bakgrunn i våre likviditetsberegninger virker rettens avgjørelse i denne saken urimelig da det er snakk om en lite likvid aksje sammenlignet med peers, og børskurs kan vanskelig sies å være representativ for underliggende verdier. Kombinasjonen av lav likviditet og en tvangsinnløsningssituasjon som hadde vart i syv år tilsier at børskursen kan være av mindre relevans da det er grunn til å tro at aksjen ble handlet med en rabatt i perioden forut for tvangsinnløsning.

## 7.4 Funn oppsummert

I dette delkapittelet oppsummeres funnene fra dokumentstudien og likviditetsberegningene. Først og fremst presenteres vår konklusjon angående aksjenes likviditet i tiden forut for tvangsinnløsning basert på likviditetsmålene. Videre gjengis rettens slutning i sakene, det vil si verdivurderingsmetode og oppnådde premier over tilbudspris og stand-alone verdi. Kapittelet avsluttes med beregning av markedets estimerte sannsynlighet for en rettsavgjørelse lik innløsningssummen. På bakgrunn av dette kan vi konkludere med om rettens slutning var rimelig.

### 7.4.1 Aksjenes likviditet

I de saker hvor retten sluttet å fastsette innløsningssummen på annet grunnlag enn markedsverdi, var et gjennomgående argument for å avvise aksjekurs at aksjen var preget av lav likviditet i tiden forut for tvangsinnløsning. I følgende tabell oppsummeres vår konklusjon

på aksjenes likviditet på bakgrunn av våre likviditetsberegninger. Først ble likviditetsmålet absolutt likviditet benyttet for å undersøke om handelen i aksjen har vært av økonomisk betydning og relevans for investorer i markedet i tiden forut for tvangsinnløsning. Videre ble likviditetsmålet Amihud benyttet for å undersøke aksjenes kursrespons knyttet til handelsvolum, og dette ble sammenlignet med peers. På bakgrunn av våre likviditetsberegninger ble det mulig å konkludere hvorvidt det har vært hold i rettens argumentasjon angående lav likviditet.

Likviditet i aksjen	A-pressen ASA	Hafslund ASA	NCL Holding ASA	Bergesen d.y ASA	OffRig Drilling ASA	Norway Pelagic ASA	Wilson ASA
<b>Absolutt likviditet:</b> av økonomisk betydning for investor?	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
<b>Amihud:</b> Andre analyse-periode relativt til første	Mer likvid	Mer likvid	Tilsvarende likvid	Mindre likvid	Mindre likvid	Mindre likvid	Mindre likvid
<b>Amihud:</b> Sammenlignet med peers	Mer likvid i andre analyseperiode	Omtrentlig like likvid i hele analyseperioden	Mer likvid hele analyseperioden	Mer likvid hele analyseperioden	Mer likvid enn Frontline Ltd hele analyseperioden	Mer likvid enn 2 av 4 peers i andre analyseperiode	Vesentlig mindre likvid i andre analyseperiode
<b>Konklusjon</b>	Likvid	Likvid	Likvid	Likvid	Likvid	Likvid	Lite likvid

Tabell 3 Likviditetsberegninger og konklusjon

På bakgrunn av våre beregninger på absolutt likviditet og Amihud kan vi si at aksjene i samtlige saker, med unntak av Wilson, kan sies å ha vært likvide i perioden forut for tvangsinnløsning. Det viser at rettens argumentasjon angående lav likviditet ikke har vært holdbare for å kunne avvise aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen.

#### 7.4.2 Verdivurderingsmetode benyttet i retten

I tabell 4 oppsummeres verdivurderingsmetode benyttet i retten, samt om tvangsinnløsningssituasjonene bar preg av en takeover eller freezeout. På denne måten er det mulig å konkludere hvorvidt valgt verdivurderingsmetode avhenger av overtakelsessituasjonen.

Sak	Overtakessituasjon	Verdivurderingsmetode
A-pressen	Freezeout	Multipler
Hafslund	Freezeout	DCF
NCL Holding	Takeover	DCF
Bergesen d.y	Takeover	DCF
OffRig Drilling	Takeover	DCF
Norway Pelagic	Takeover	Børskurs
Wilson	Ingen av delene	Børskurs

Tabell 4 Overtakessituasjon og verdivurderingsmetode

I begge sakene definert som freezeouts ble aksjekursen tilsidesatt, og multipler og DCF ble betraktet som riktig metode. I sakene definert som takeover ble aksjekurs kun benyttet i én av sakene, mens i de tre øvrige takeover- situasjonene ble DCF benyttet. Retten viser dermed heller ingen konsensus i valg av verdivurderingsmetode i takeover-situasjoner. Disse funnene tyder på at verdivurderingsmetode valgt i retten ikke nødvendigvis avhenger av overtakessituasjonen. Vi kan oppsummere med at DCF er den mest brukte verdivurderingsmetoden, uavhengig av om saken bærer preg av takeover eller freezeout.

### 7.4.3 Premier

I tabell 5 presenteres eventuelle premier over tilbudspris og stand-alone verdi.<sup>51</sup> Dermed kan det konkluderes hvorvidt overtakessituasjonen påvirker størrelsen på premiene.

Sak	Premie tilbudspris	Premie stand-alone	Overtakessituasjon
A-pressen ASA	35%	81%	Freezeout
Hafslund ASA	42% (A-aksje) 42% (B-aksje)	56% (A-aksje) 55% (B-aksje)	Freezeout
NCL Holding ASA	27%	10%	Takeover
Bergesen ASA	4% (A-aksje) -7% (B-aksje)	15% (A-aksje) 33% (B-aksje)	Takeover
Offrig Drilling ASA	36%	36%	Takeover
Norway Pelagic ASA	0%	12%	Takeover
Wilson ASA	0%	-8%	Ingen av delene

Tabell 5 Premie og overtakessituasjon

Tabellen viser at Hafslund og A-pressen er de to sakene som ender på høyest premie over tilbudspris på hhv. 42% og 35%. Det er også de sakene hvor det har vært én eller flere dominerende eiere over ett år før tidspunkt for tvangsinnløsning, og dermed kategoriseres som freezeouts. Sakene som kategoriseres som takeovers ender på premier fra -7% til 36% over tilbudspris. Det viser at retten uten unntak legger seg på en vesentlig høyere verdi over

<sup>51</sup> Stand-alone verdien er aksjens verdi uten tillagte oppkjøpssynergier. Dette er diskutert i kapittel 7.1- 7.3 for hver sak.

tilbudspris når overtakelsessituasjonen bærer preg av freezeout sammenlignet med takeover.

Dersom vi undersøker premier over selskapenes stand-alone verdi per aksje, blir premiene vesentlig høyere. Hafslund og A-pressen er sakene som ender på høyest premie på hhv. 55-56% og 81%. NCL-, Bergesen-, OffRig- og NPEL-saken, kategorisert som takeovers, ender på premier fra -8% til 36% over stand-alone verdi.

I Wilson- saken, hvor det var minoriteten selv som fremmet krav om innløsning, ble innløsningssummen satt til børskurs på tidspunkt for tvangsinnløsning, og premiene ble 0% over tilbudspris og 8% under stand-alone verdi.

Oppsummert finner vi at ved takeovers er gjennomsnittet for innløsningssum 12% over tilbudspris, mens ved freezeouts er gjennomsnittet 40% over tilbudspris. Dersom vi undersøker premiene over stand-alone verdi, er gjennomsnittet 21% ved takeovers og 64% ved freezeouts. Vi kan dermed konkludere med at overtakelsessituasjonen påvirker størrelsen på premiene, hvor retten legger seg på en vesentlig høyere innløsningssum når overtakelsessituasjonen bærer preg av freezeout.

Videre viser tabell 6 hva minoriteten hevdet at aksjen var verdt sammenlignet med tilbudsprisen – som er majoritetens verdivurdering. Tabellen viser at samtlige minoriteter mener at aksjene er verdt mer enn majoriteten. I fem av sakene mener minoriteten at aksjene er verdt mer enn dobbelt så mye som tilbudspris og i fire av sakene mener minoriteten at aksjene er verdt mer enn dobbelt så mye som stand-alone verdi.

Sak	Verdi over tilbudspris	Verdi over stand-alone
A-pressen ASA	110%	180%
Hafslund ASA	120%	141%
NCL Holding ASA	208%	167%
Bergesen d.y ASA	26% og 37%	56% og 81%
OffRig Drilling ASA	175%	175%
Norway Pelagic ASA	23%	37%
Wilson ASA	112%	96%

Tabell 6 Minoritetens verdsettelse

Fra tabellen kan vi regne ut at den gjennomsnittlige minoritet verdsetter aksjen til 115% over majoritetens verdivurdering og 161% over stand-alone verdi når saken bærer preg av en freezeout. Når saken bærer preg av takeover, verdsetter minoriteten aksjen til 94% over majoritetens verdivurdering og 103% over stand-alone verdi. Våre funn viser at minoriteten verdsetter aksjen vesentlig høyere enn majoriteten, særlig når overtakelsessituasjonen bærer preg av en freezeout. Dette kan tyde på at minoriteten har en formening om at de har vesentlig å hente ved å ta saken til retten.

#### 7.4.4 Sannsynlighet for en rettsavgjørelse lik innløsningssummen

Det er videre ønskelig å vise hvordan rimeligheten av verdien fra rettens verdivurdering kan kontrolleres opp mot aksjekurs. Dette gjøres ved å kontrollere rettens estimerte verdi av aksjen opp mot aksjekurs siste handledag før tidspunkt for tvangsinnløsning. Rimeligheten for innløsningssummen beregnes ved å beregne den sannsynlighet  $p$  som er implisitt i markedets veddemål for at retten kommer frem til innløsningssummen, der vi antar at retten alternativt kunne fastsette verdien til tilbudsprisen. Denne sannsynligheten beregnes ut ifra relasjonen:

$$\text{markedsprisen} = p * \text{innløsningssum} + (1-p) * \text{tilbudspris}$$

Sannsynlighetsberegning blir gjennomført for de saker hvor retten fastsatte innløsningssummen ved bruk av andre verdivurderingsmetoder enn aksjekurs, herav fem tvangsinnløsningssaker. I følgende tabell presenteres de ulike sannsynlighetene.

	A-pressen ASA	Hafslund ASA	NCL Holding ASA	Bergesen ASA	OffRig Drilling ASA
<b>p (rettsavgjørelse lik innløsningssum)</b>	0%	17% og 22%	29%	44% og 53%	35%
<b>1-p (rettsavgjørelse lik tilbudspris)</b>	100%	83% og 78%	71%	56% og 47%	65%

Tabell 7 Sannsynlighet for en rettsavgjørelse lik innløsningssum og tilbudspris

Beregningene viser at markedet i samtlige saker estimerer sannsynligheten for en innløsningssum lik rettens avgjørelse til å være lav. Dette burde dermed lede til en revurdering av valg av verdivurderingsmetode, samt av de ulike forutsetninger som ligger til grunn for disse. Markedet estimerer sannsynligheten for en innløsningssum lik tilbudspris til å være vesentlig høyere i samtlige saker, med unntak av Bergesen-saken hvor sannsynligheten for de to utfallene er tilnærmet lik. Etersom tilbudsprisen i samtlige tilfeller baseres på aksjekurs, taler dette for at aksjekurs bør bli ilagt større vekt ved verdsettelsen.



## 8. Diskusjon

I dette kapittelet vil vi foreta en diskusjon av de viktigste temaene som har gått igjen i denne studien. Der hvor det er aktuelt vil vi se funnene våre opp mot etablert teori og empiri. Det vil gjøre oss bedre egnet til å trekke en konklusjon på problemstillingen.

### *Hva er virkelig verdi?*

Ved fastsettelse av innløsningssum i tvangsinnløsningssaker har det oppstått en særlig problemstilling knyttet til begrepet «virkelig verdi». Høyesterett i NWS- saken benyttet begrepet uten å knytte det til en konkret lovbestemmelse, men hevdet at virkelig verdi skulle beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet. Spørsmålet blir dermed hva som ligger i begrepet underliggende verdi, noe som har skapt stor uenighet mellom partene i retten, samt mellom de ulike rettsaler. Fra et økonomisk perspektiv vil en aksjes markedspris gjenspeile selskapets underliggende verdier. Det begrunnes med at en aksjes markedspris vil reflektere markedsaktørenes oppfatning av virkelig verdi så lenge det er omsetning i aksjen. Likevel kan det eksistere situasjoner hvor markedspris ikke gjenspeiler virkelig verdi, men da må det foreligge visse kriterier.

Virkelig verdi av et selskap skal også være selskapets stand-alone verdi, altså selskapet med dagens eierstruktur og rammevilkår. I samtlige saker hvor retten argumenterer for at aksjekursen gjenspeiler virkelig verdi blir det tatt utgangspunkt i aksjekursen ved tidspunkt for tvangsinnløsning. For eksempel i NPEL-saken hevdet retten at markedsverdien av aksjene representerte virkelig verdi og fastsatte innløsningssummen til like over børskurs på tidspunkt for tvangsinnløsning. Denne kursen gjenspeilet imidlertid oppkjøpssynergier, noe minoriteten ikke har krav på. Minoriteten oppnådde dermed premier over stand-alone verdi til tross for at retten verdsatte på bakgrunn av børskurs. Dette viser at retten har en manglende forståelse for betydningen av et selskaps stand-alone verdi og hvordan aksjekursen reflekterer oppkjøpssynergier.

### *Aksjenes likviditet*

Dersom det foreligger ineffisiente markeder, asymmetrisk informasjon eller illikviditet vil ikke aksjekursen reflektere informerte vurderinger om aksjens virkelige verdi. Da kan det være grunn til å avvise aksjekursen i verdsettelsen av selskapet, men denne terskelen bør være høy. Samtidig er ikke likviditet og omsettelighet veldefinerte begreper og det kreves kunnskap samt inngående data for å kunne si noe om likviditeten i en aksje. Våre funn viser at rettens

argumentasjon ikke er støttet opp av tilstrekkelig bevisførsel og resonnering til å kunne avvise aksjekurs som verdivurderingsmetode.

I Hafslund- og A-pressen- saken, begge definert som freezeouts, ble børskurs avvist som verdivurderingsmetode. Dette samsvarer med funnene til Bøhren og Krosvik som fant at retten benyttet seg av børskurs i 0% av tilfellene når overtakelsessituasjonen bar preg av freezeout. Rettens hovedargument for å avvise børskurs i freezeout-saker har vært konsentrert eierstruktur og lav likviditet. Bevisførselen i Hafslund-saken var omsetningshyppighet, noe som ikke er et egnet mål for å si noe om likviditeten i aksjen. I A-pressen ble det konkludert med at eierstrukturen medførte lav likviditet, uten grundigere undersøkelser. Våre beregninger viser derimot at selskapenes aksjer har vært tilsvarende likvide som sammenlignbare selskaper, og at likviditeten faktisk ble bedre i perioden fra selskapene oppnådde tilstrekkelig kontroll og frem til tvangsinnløsning. Dette understreker vårt poeng om at rettens argumentasjon ikke er tilstrekkelig underbygget for å avvise børskurs ved fastsettelse av innløsningssummen.

Wilson-saken kan hverken defineres som freezeout eller takeover. I denne saken argumenterte retten for at markedsverdi var et naturlig utgangspunkt for verdsettelsen selv om omsetningen kanskje ikke var optimal for å tilfredsstille kravene til et velfungerende marked. Dette strider imot finansiell teori, samt rettens argumentasjon i andre tvangsinnløsningssaker. For eksempel i Hafslund-saken var kravet til velfungerende markeder avgjørende for børskursens relevans. I Wilson-saken finner vi at aksjen var lite likvid i forhold til sammenlignbare selskaper, mens vi for Hafslund-aksjen finner at likviditeten var vesentlig bedre. Vi finner det derfor urimelig at retten benytter børskurs i Wilson-saken, men avviser børskurs fullstendig i Hafslund-saken.

I Bergesen-, OffRig- og NCL-saken, som alle defineres som takeovers, kom retten til den slutning at aksjekurs ikke var egnet til å vise virkelig verdi. Det strider imot funnene til Bøhren og Krosvik, som fant at retten benyttet seg av aksjekurs i 100% av tilfellene ved takeover. Retten i Bergesen-saken hevdet at tilstrekkelig likviditet sjelden eller aldri vil forekomme ved tvangsinnløsning, og retten i OffRig-saken mente at aksjen var preget av lav likviditet. Retten i NCL-saken diskuterte ikke likviditeten overhodet. Våre funn viser at samtlige av disse aksjene faktisk var mer eller tilsvarende likvid som sammenlignbare selskaper som befant seg på OBX-indeksen i tiden forut for tvangsinnløsning. I NPEL-saken, også definert som en takeover, ble minoritetens argumentasjon angående lav likviditet avfeid på bakgrunn av at det ikke var en «atypisk situasjon for denne type selskap». NPEL-saken er dermed den eneste takeover-saken

hvor innløsningssummen ble fastsatt på grunnlag av børskurs. For NPEL-aksjen fant vi at den var tilsvarende likvid som sammenlignbare selskaper på OBX-indeksen. Vi finner det underlig at retten i Bergesen-, OffRig- og NCL-saken så enkelt avviser aksjekurs uten nærmere begrunnelse. Vi stiller også spørsmål til at retten fastsetter innløsningssummen til aksjekurs i NPEL-saken, men avviser aksjekurs fullstendig i de øvrige takeover-sakene.

Angående aksjers likviditet kan det videre stilles spørsmål til hvorvidt det er de illikvide aksjene som øker i pris ved mangel på likviditet. Det er ikke nødvendigvis slik at de minst likvide aksjene endrer seg mest i verdi når prisen på likviditet øker. Dersom prisen på likviditet øker fordi flere har behov for kontanter, vil det typisk være de aksjene som er lett omsettelige som øker i pris. Dette kan dermed bety at lite likvide aksjer ikke nødvendigvis gjenspeiler en likviditetsrabatt, men at likvide aksjer heller gjenspeiler en likviditetspremie. Dersom dette er tilfelle, kan lav likviditet uansett være et svakt argument for å avvise aksjekurs ved verdsettelsen.

#### *Hensynet til minoriteten*

Da det ikke foreligger grunn til å tro at aksjene har inkludert en likviditetsrabatt, kan man i de sakene hvor det er argumentert for en sterk eierstruktur, stille spørsmål til om det er minoritetsvernet som har ledet til premiene fastsatt av retten. Ved tvangsinnløsning skal minoritetsaksjonær ha mulighet til å komme seg ut av selskapet på en rettferdig økonomisk måte, og dermed beskyttes mot majoritetens mulige maktmisbruk. Risikoen for en majoritetsaksjonærs illojale opptreden taler for en tilbakeholden bruk av aksjekurs i retten. I Høyesterettsdommen NWS var majoritetsmisbruk begrunnelsen for å ikke benytte børskurs. I denne saken var det imidlertid gode grunner for å hevde at virkelig verdi befant seg over børskurs på tidspunktet, jf. «Røkke-rabatten». I sakene hvor det er argumentert for en sterk eierstruktur er det i samtlige saker, med unntak av Bergesen-saken, ikke grunn til å tro at det har foreligget majoritetsmisbruk i tiden forut for tvangsinnløsning. Når slik majoritetsmisbruk ikke foreligger, bør aksjekurs tillegges større vekt ved fastsettelse av innløsningssummen.

Det mangler etablert rettspraksis i de situasjoner hvor minoriteten fremsetter krav om tvangsinnløsning. I Wilson- saken, hvor minoritetsaksjonærene kun hadde eiet aksjene noen timer før kravet om innløsning ble fremmet, legger ikke retten vekt på Høyesteretts synspunkt med hensyn til minoritetsvernet. Det virker rimelig at minoriteten ikke skal kunne oppnå

premier når minoritetsaksjonærene kun har eid aksjer i et så kort tidsrom og dermed ikke blitt utsatt for slik majoritetsmisbruk.

For samtlige saker verdsetter minoriteten aksjene langt over tilbudspris, i gjennomsnitt 115% og 94% over tilbudspris ved hhv. freezeout og takeover. Det samsvarer med funnene til Bøhren og Krosvik som fant at den gjennomsnittlige minoritet verdsetter aksjen til hhv. 120% og 38% over tilbudspris. Dette tyder på at minoriteten er overbevist om at retten setter innløsningssummen høyere enn aksjekurs. Dette er ikke overraskende ettersom minoritetsseierne er i retten fordi de har nektet å godta et tvangsinnløsningsbeløp som oftest tilsvarer aksjekursen ved tvangsinnløsningstidspunktet. Som en del av minoritetsvernet er også hovedregelen at majoritetsaksjonær skal dekke kostnaden ved skjønnsfastsettelsen. Vi finner det urimelig at minoritetsaksjonær dermed har en slags gratis opsjon ved å ta saken til retten, hvor aksjekursen utgjør gulvet for innløsningssummen. Det kan lede til at majoriteten vegrer seg for å tvangsinnløse minoriteten da de vet at kostnadene blir høye og at retten oftest setter innløsningssummen i favør minoriteten.

#### *Oppnådde premier*

Retten legger seg uten unntak på en vesentlig høyere verdi når overtakelsessituasjonen bærer preg av freezeout i motsetning til takeover. Dette samsvarer med Bøhren og Krosvik sine funn som fant at den typiske rett verdivurderer 40% og 17% over tilbudspris ved hhv. freezeout og takeover. Dersom premiene beregnes over stand-alone verdi, før markedet priser inn oppkjøpssynergier i aksjekursen, blir premiene desto høyere. Ettersom retten mangler tilstrekkelig bevisføring for å kunne si hvorvidt aksjekurs gjenspeiler virkelig verdi, virker det urimelig at minoriteten ender opp med så store premier ved å ta saken til retten. Det er også verdt å merke seg at retten unngår majoritetsaksjonærenes egen vurdering av underliggende verdier. Med utgangspunkt i informasjonsasymmetri mellom majoritetsaksjonærene og markedet generelt taler det for at majoritetens vurdering bør tillegges mer vekt.

Det kan tenkes at dersom aksjekurs hadde blitt tillagt større vekt ved fastsettelse av innløsningssummen, ville det vært mindre fristende for minoriteten å ta saken til retten. Presumsjonsregelen fra 2007 har bidratt til å øke terskelen for å ta saken til retten, ettersom det må foreligge særlig grunn for å fravike tilbudspris. Dette kan gjenspeiles i våre samt Bøhren og Krosvik sine funn, som viser at antall tvangsinnløsningssaker ført i retten etter 2007 er betydelig redusert fra tidligere år.

### *NWS- sakens betydning for etterfølgende saker*

NWS- saken har uten tvil fått stor betydning for rettsavgjørelser i etterfølgende saker med hensyn til at aksjekurs ikke kan vektlegges ved verdsettelsen. Dette er ikke overraskende, da underliggende domstoler er pliktige til å følge rammebetingelsene som Norges Høyesterett har nedfelt. Likevel har dommen fått betydning også i saker som ikke nødvendigvis ligner, som fører til at minoritetspostene kan ha blitt verdivurdert på feil grunnlag. Dette strider imot blant annet Aarbakke mfl. sin uttalelse om at ulikheter i innløsningssituasjonen må tas hensyn til ved fastsettelsen. NWS- saken premiss 74 hevder også at verdivurderingsmetode i hver sak må avgjøres konkret. Det kan dermed tyde på at retten i flere saker søker etter likheter med NWS-saken i stedet for å fokusere på sakens faktiske forhold. Derav velger retten å følge slutningen i NWS-saken og avviser aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen.

### *Presumsjonsregelens praktiske betydning*

Det kan diskuteres hvorvidt presumsjonsreglen fra 2007 har vært av praktisk betydning når saken først er kommet til retten. Dette fordi NWS-saken bemerker at aksjekurs kan få avgjørende betydning ved takeover, mens vphl. §6-22 tar forbehold om at «særlige grunner» kan tilsa en annen pris enn tilbudsprisen. I denne studien er blant annet Hafslund- og NPEL-saken berørt av regelen. I Hafslund-saken, som bar preg av en freezeout, sluttet retten at det forelå særlige grunner til å fravike tilbudsprisen. Dette ble begrunnet i konsentrert eierstruktur i tiden forut for tvangsinnløsning. I NPEL-saken, som bar preg av en takeover, sluttet retten at det ikke forelå særlige grunner til å fravike tilbudsprisen. NWS-saken bemerker at aksjekurs kan få avgjørende betydning i en takeover, men at den er av liten relevans ved freezeout. Dermed kan retten komme frem til samme slutning ved å se til både presumsjonsregelen og NWS-saken. Det kan tyde på at når saken først kommer til retten vil presumsjonsregelen være av liten praktisk betydning.

### *Er andre verdivurderingsmetoder bedre egnet?*

I fem av syv tvangsinnløsningssaker fastsettes innløsningssummen basert på andre verdivurderingsmetoder enn aksjekurs, hvor fire fastsettes på bakgrunn av DCF og én fastsettes på bakgrunn av multipler. Det kan stilles spørsmål til hvorvidt andre verdivurderingsmetoder skal kunne gi et mer korrekt bilde på selskapenes virkelige verdi enn aksjekurs. DCF-analyser er ikke er disiplinert av en faktisk transaksjon og kan derfor ha mer karakter av å vise en ønsket verdi i stedet for virkelig verdi som selskapet kan omsettes til. Multipelvurdering er riktignok disiplinert av faktiske transaksjoner, men disse transaksjonene inkluderer i de fleste tilfeller

verdien av synergier, noe minoritetsaksjonærer ikke har krav på i en tvangsinnløsningssituasjon. Verdiene fra DCF- og multippel-analyse kan derfor ofte bli vesentlig høyere enn virkelig verdi. Dette underbygges av at markedet i samtlige saker, hvor retten benytter annen metode enn aksjekurs, estimerer sannsynligheten for en rettsavgjørelse lik innløsningssummen til å være lav. Vi finner at når innløsningssummen fastsettes basert på DCF eller multipler, er ikke disse metodene bedre egnet til å vise virkelig verdi enn aksjekurs. Andre verdivurderingsmetoder fører til at innløsningssummen blir fastsatt langt over det minoriteten har krav på ved tvangsinnløsning.

## 9. Konklusjon

Hensikten med denne studien har vært å besvare følgende problemstilling: *Legger norsk rett tilstrekkelig vekt på aksjekurs ved tvangsinnløsning?*

For å besvare studiens problemstilling har vi analysert alle tvangsinnløsningssaker som følger av asal §4-25 etter år 2003 gjennom en dokumentstudie. Vi finner at retten i fem av syv tvangsinnløsningssaker avviser aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen. Et gjentakende argument for dette er at aksjene har vært preget av lav likviditet og ineffisiens i tiden forut for tvangsinnløsning, og at aksjekurs derfor ikke reflekterer virkelig verdi. Dermed fastsetter retten innløsningssummen ved hjelp av andre verdivurderingsmetoder og minoriteten oppnår premier inntil 42% over tilbudspris og 81% over stand-alone verdi. Rettens argumenter for å avvise aksjekurs mangler imidlertid tilstrekkelig bevisførsel og resonnering.

Funn fra absolutt likviditet og Amihud viser at aksjene, i seks av syv saker, kan sies å ha vært mer eller tilsvarende likvid som likvide sammenlignbare selskaper i tiden forut for tvangsinnløsning. Dermed er det ikke hold i rettens argumenter, noe som taler for at aksjekurs burde blitt tillagt vekt ved verdivurderingen av minoritetspostene.

Dersom aksjekurs skal avvises ved verdsettelsen må dette være underbygget av tilstrekkelig bevis på at markedet ikke har vært velfungerende, og dermed at aksjekurs ikke reflekterer virkelig verdi. Å fullstendig avskrive aksjekurs som referanse er et brudd med markedsmessige prinsipper da en aksjekurs er den eneste reelle markedsklarerte indikator på en aksjes verdi. Dermed bør aksjekurs i det minste tjene som rimelighetssjekk av verdien fra andre usikre verdivurderingsmetoder. Vi kan på bakgrunn av våre funn konkludere med at norsk rett ikke legger tilstrekkelig vekt på aksjekurs ved fastsettelse av innløsningssummen i tvangsinnløsningssaker.

### 9.1 Veien videre

Som det fremkommer av vår gjennomgang av sakene er det åpenbart at det er en rekke argumenter ført av retten som ikke har støtte i rettskildene eller økonomisk teori. Verdsettelse av aksjer er en økonomisk øvelse, hvilket kan tale for at flere sakkyndige med økonomikunnskap bør være deltakende i denne avgjørelsen. Jurister har i flere saker vist manglende forståelse for betydningen av en aksjekurs og diskrediterer med dette børsens

integritet. Mye tyder på at retten i for stor grad vektlegger andre usikre verdivurderingsmetoder, noe som har bidratt til de slutninger vi har sett i denne studien.

Vår studie vil kunne sette problemet angående rettens manglende vektlegging av aksjekurs ved utmåling av innløsningssummen under debatt. Denne studien har vist at aksjenes markedsverdi gir vesentlig bedre uttrykk for selskapenes virkelige verdi enn det har blitt konkludert med i retten. Økt kunnskap på dette området vil kunne føre til mer korrekte rettsavgjørelser og over tid bidra til å skape ny rettspraksis.



## Litteraturliste

- Aker BP. (u.d.). *Aker BP*. Hentet fra Vi endrer olje- og gassbransjen: <https://akerbp.com>
- American Shipping Company. (u.d.). *About AMSC*. Hentet fra American Shipping Company: <https://www.americanshippingco.com/>
- Amihud, Y. (2013). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*.
- A-pressen. (2001). *Årsrapport*.
- Aarbakke, M., Aarbakke, A., Knudsen, G., Ofstad, T., & Skåre, J. (2004). *Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentartutgave 2.utgave*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Bakkafrost. (u.d.). *Bakkafrost History*. Hentet fra Bakkafrost: <https://www.bakkafrost.com/en/about-us/about-us/bakkafrost-history/>
- Bøhren, Ø., & Krosvik, N. E. (2013). The economics of minority freezeouts: Evidence from the courtroom. *International Review of Law and Economics*. Hentet fra ScienceDirect: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0144818813000331>
- Bergesen d.y ASA. (1997). *Annual report* .
- Bergesen d.y ASA. (1999). *Annual report*. Bergesen d.y.
- Bloomberg. (u.d.). *COSL Drilling Semi AS*. Hentet fra Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/profile/company/OFRD:NO>
- Bloomberg. (u.d.). *Ocean RIG ASA*. Hentet fra <https://www.bloomberg.com/profile/company/OCR:NO>
- Booth, R. A. (2001). Minority discounts and control premiums in appraisal proceedings. *The Business Lawyer*, 127-161.
- Brekke, S. (2018). *Lerøy Seafood*. Hentet fra Store Norske Leksikon: [https://snl.no/Lerøy\\_Seafood](https://snl.no/Lerøy_Seafood)
- Brekke, S. (2019). *Mowi*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/Mowi>
- Bryhn, R., & Rosvold, K. (2020). *Hafslund ASA*. Hentet fra Store Norske Leksikon: [https://snl.no/Hafslund\\_ASA](https://snl.no/Hafslund_ASA)
- BW LPG. (u.d.). *BW LPG*. Hentet fra Our History: <https://www.bwlp.com/about-us/our-history>
- Clarke, J., & Shastri, K. (2000). On Information Assymetry Metrics. *Available at SSRN 251938*. Hentet fra SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=251938](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251938)
- Dagens Næringsliv*. (2013). Hentet fra <https://www.dn.no/kommer-ikke-rokke-rabatten-til-livs/1-1-1986146>
- Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi og finans*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work . *The Journal of Finance*. Hentet fra The Journal of Finance: <http://www.jstor.com/stable/2325486>
- Frontline Ltd. (u.d.). *About Frontline Ltd*. Hentet fra Frontline : <https://www.frontline.bm/about-frontline-ltd/>
- Garvik, O. (2020). *Amedia*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/Amedia>
- Garvik, O. (2020). *Schibsted*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/Schibsted>
- Golden Ocean. (u.d.). *Company Introduction*. Hentet fra Golden Ocean: <https://www.goldenocean.bm/company-introduction/>
- Hafslund. (2015). *Årsrapport 2015*. Hafslund.
- Heaton, J. B. (2019). Managerial optimism: New observations on the unifying theory. *European financial management*, s. 1156.
- Jacobsen, D. I. (2018). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode (3.utg)*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.

- Jensen, M. C. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of financial economics*, 6(2/3), 95-101. Hentet fra Social Science Research Network (SSRN) Electronic Library:  
<https://pdfs.semanticscholar.org/ad6c/b53538d2ede8686c13f61bfe6e2fb5b2bf02.pdf>
- Jusleksikon. (u.d.). *Lovdata Pro*. Hentet fra Jusleksikon:  
[https://jusleksikon.no/wiki/Lovdata\\_Pro](https://jusleksikon.no/wiki/Lovdata_Pro)
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2017). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave). Bergen: Vigmostad & Bjørke AS.
- Krohn, M. (2000). Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall. *Tidsskrift for forretningsjus*, 6(01), 23-163.
- Lerøy Seafood Group. (u.d.). *Om oss*. Hentet fra Lerøy Seafood Group:  
<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Lovdata. (u.d.). *Om lovdata*. Hentet fra Lovdata: [https://lovdata.no/info/om\\_lovdata](https://lovdata.no/info/om_lovdata)
- Montier, J. (2007). *Behavioural investing : a practitioner's guide to applying behavioural finance*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Nedreliid, A. (2013, Mars). Virkelig verdi ved innløsning av aksjer - premissene for verdsettelse i Norway Seafoods og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp. *Tidsskrift for forretningsjus*, s. 220.
- NOU 1995:30 . (1995). *NOU 1995:30 Ny regnskapslov*.
- NOU 1996: 2. (1995). *NOU 1996: 2 Verdipapirhandel*. Hentet fra Regjeringen.no:  
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1996-2/id374862/?ch=3>
- NOU 2005: 17. (2005). *NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudspått og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)*. Hentet fra NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudspått og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper):  
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2005-17/id120053/?ch=6>
- NOU 2019:1. (2019). *NOU 2019:1 Overtakelsestilbud (frivillig og påttig tilbud) — Endringer i verdipapirhandelloven*. Hentet fra Regjeringen.no:  
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-1/id2626362/?ch=6>
- Ogden, J. P., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*. Prentice Hall.
- Oslo Børs. (2014). *Informasjonspått, Veiledning for obligasjonsutstedere på markedsplassen Oslo Børs og Nordic ABM*. Oslo Børs .
- Oslo Børs. (2016). *Index Methodology - Equities*. Oslo Børs ASA.
- Oslo Børs. (2021). *OBX index factsheet*. Oslo Børs.
- Oslo Børs. (2021). *Oslo Børs Benchmark index Factsheet*. Oslo Børs.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2013). *Microeconomics (8th ed.)*. Boston, Mass: Pearson.
- Pratt, M. G., Kaplan, S., & Whittington, R. (2020). *Editorial Essay: The Tumult over Transparency: Decoupling Transparency from Replication in Establishing Trustworthy Qualitative Research*. *Administrative Science Quarterly*.
- Proff. (u.d.). *NCL Holding*. Hentet fra <https://www.proff.no/regnskap/ncl-holding-as/oslo/transport/IFGOGAK08ND/>
- Proff. (u.d.). *Wilson ASA*. Hentet fra <https://proff.no/regnskap/wilson-asa/bergen/hovedkontortjenester/IELKK7010NZ/>
- Richards, L. (2005). *Handling Qualitative Data: A practical guide*. Sage Publications Limited.
- Royal Caribbean Cruises. (u.d.). *About us* . Hentet fra Royal Caribbean Group:  
<https://www.rclinvestor.com/about-us/>
- SalMar. (u.d.). *Historie*. Hentet fra SalMar: <https://www.salmar.no/historie/>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2016). *Research methods for business students (Seventh)*. Nueva York: Pearson Education .

- Smith- Solbakken, M. (2019). *Aker BP*. Hentet fra Store Norske Leksikon:  
[https://snl.no/Aker\\_BP](https://snl.no/Aker_BP)
- Tollaksen, T., Ryggvik, H., & Smith- Solbakken, M. (2020). *Equinor*. Hentet fra Store Norske leksikon: <https://snl.no/Equinor>
- Verdipapirforetakenes forbund. (u.d). *Beskrivelse av hvordan OTC-markedet fungerer*. Verdipapirforetakenes forbund.
- Wilson. (2014). *Wilson årsrapport*. Wilson. Hentet fra  
<http://ag2.no/wilson/arsrapport2014/files/assets/common/downloads/publikasjon.pdf>
- Woxholth, G. (2003). *Tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv. etter aksjeloven §4-26, sammenholdt med allmennaksjeloven §4-25*. Gyldendal Akademisk.
- Yin, R. (2018). *Case study research and applications: Design and methods 6e*. Thousands Oaks, California: Sage .
- Ørpetveit, A., & Hansen, T. (2016). *Markedseffisiens på Oslo Børs: en studie av prisanomalier før, under og etter finanskrisen (Master's thesis)*.

## Lover og Rettspraksis

### Lover

Allmennaksjeloven. (1997). Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) (LOV-1997-06-13-45). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=LOV-1997-06-13-45>

Verdipapirhandelloven. (2007). Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) (LOV-2007-06-29-75). Lovdata. [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL\\_2-4#§6-1](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL_2-4#§6-1)

Verdipapirhandelloven. (2007). Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) (LOV-2007-06-29-75). Lovdata. <https://lovdata.no/sok?q=verdipapirhandelloven+§6-22+>

Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) (LOV-1997-06-13-44). Lovdata. [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44/KAPITTEL\\_4-5#KAPITTEL\\_4-5](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44/KAPITTEL_4-5#KAPITTEL_4-5)

### Høyesterettspraksis

HR-2002-1347-A – RT-2003-713 (Norway Seafoods)

### Underrettspraksis

LB-2019-79052 (Hafslund)

LG-2016-137603 (Wilson)

LF-2015-14655 (Norway Pelagic)

LG-2009-141977 (OffRig Drilling)

TOSLO-2007-6824 (A-pressen)

LB-2006-25121 (Bergesen d.y)

LB-2004-36996 (NCL Holding)

## Vedlegg

### Vedlegg 1: Tre former for markedseffisiens

Ifølge hypotesen om markedseffisiens vil all informasjon som er relevant for aksjekursutvikling allerede være reflektert i prisen (Fama, 1970, s. 383). Når det finnes informasjon om at en aksje er overpriset (underpriset), vil det oppstå arbitrasjehandel og investorer vil ønske å selge (kjøpe) aksjen og prisen vil umiddelbart gå ned (opp) til rettferdig nivå. Prisene vil dermed bare endres som følge av ny informasjon. I og med at ny informasjon per definisjon er upredikerbar vil også prisendringene være upredikerbare, og aksjeprisene vil følge en såkalt random walk (Fama, 1970, s. 386). Når kursrelevant informasjon reflekteres i aksjekursen, har det mindre betydning for hver enkelt investor å innhente og analysere informasjonen.

Om markedet er effisient er et empirisk spørsmål, og dermed blir også graden av effisiens viktig. Fama (1970) presenterte tre former for effisiens; svak, semi-sterk og sterk form.

#### *Svak form*

Svak form vil si at historisk markedsinformasjon er priset inn i markedets verdsettelse av aksjene. Det betyr at dersom denne formen holder kan ingen predikere fremtiden basert på historisk informasjon, og man kan heller ikke slå markedet og oppnå unormal avkastning. Tekniske analyser er unødvendig da historiske data er allmenn tilgjengelig og relativt enkelt å få tak i.

#### *Semi- sterk form*

I semi- sterk form reflekterer aksjeprisen all offentlig publisert informasjon, samt historisk informasjon. Investor kan dermed ikke forvente å oppnå unormal avkastning ved bruk av tilgjengelig informasjon da denne informasjonen blir lagt inn i prisene ved offentliggjøring. Man kan altså bare slå markedet dersom man har innsideinformasjon. Et marked som er effisient på semi- sterk form er også effisient på svak form ettersom historiske pris- og omsetningsdata er en del av offentlig tilgjengelig informasjon.

*Sterk form*

I sterk form for markedseffisiens er all relevant informasjon (historisk, offentlig og privat informasjon) reflektert i aksjeprisen. Dermed kan ingen investor oppnå meravkastning på sine investeringer.

## Vedlegg 2: Analyseperiode

I det følgende vil vi presentere «første analyseperiode» og «andre analyseperiode» for hver sak. Andre analyseperiode er perioden fra majoriteten har oppnådd tilstrekkelig kontroll til tvangsinnløsning, og frem til tidspunkt for tvangsinnløsning. Første analyseperiode er tilsvarende lang periode før majoriteten oppnådde tilstrekkelig kontroll. Første og andre analyseperiode inneholder like mange kalenderdager. Periodene er også beregnet for sammenlignbare selskaper.

Sak	Første analyseperiode	Andre analyseperiode
Hafslund ASA	17.01.2017 – 25.04.2017	26.04.2017 - 03.08.2017
Wilson ASA	17.03.2005 – 16.06.2008	17.06.2008 – 17.06.2015
Norway Pelagic ASA	07.01.2017 – 02.04.2013	03.04.2013 – 28.06.2013
OffRig Drilling ASA	24.12.2006 – 07.01.2007	08.01.2007 – 23.01.2007
A-pressen ASA	02.01.2003 – 09.07.2003	10.07.2003 – 15.01.2004
Bergesen d.y ASA	09.05.2003 – 27.05.2003	28.05.2003 – 16.06.2003
NCL Holding ASA	23.04.1999 – 10.02.2000	11.02.2000 – 30.11.2000

Wilson ble notert på Oslo Børs 17.03.2005, og blir dermed første dag i første analyseperiode. Videre oppnådde Wilson tilstrekkelig kontroll i 2008, som gjør at første analyseperiode blir omtrent fire år kortere enn andre analyseperiode. Andre analyseperiode strekker seg fra tilstrekkelig kontroll ble oppnådd til tvangsinnløsning 17.06.2015. Det er likevel 130 flere handelsdager i første analyseperiode, til tross for at den er omtrentlig fire år kortere.

## Vedlegg 3: Peers

I dette vedlegget presenteres selskapene vi har sammenlignet med i hver sak for å kunne si noe om likviditeten i selskapene som tvangsinnløses. Så langt det lot seg gjøre forsøkte vi å sammenligne med selskaper i samme bransje og av lik størrelse. Størrelsen målte vi ved å se på markedsverdien for hvert selskap på dato for tvangsinnløsning. Samtidig valgte vi å sammenligne med selskaper som befant seg på OBX- og/eller OSEBX-indeksen i perioden forut for tvangsinnløsning. Dette gjorde vi for å sammenligne med likvide selskaper. Disse to forbeholdene er nødvendigvis ikke forenelig med hverandre, noe som har medført at sammenlignbare selskaper ofte har vært vesentlig større enn de tvangsinnløste selskapene. Det er ofte større, likvide selskaper som befinner seg på OBX- og OSEBX- indeksen.

### **Hafslund ASA**

Hafslund ASA (heretter Hafslund) er et norsk industrikonsern grunnlagt i 1898, med virksomhet innen kraftproduksjon og distribusjon, strømsalg og fjernvarme (Bryhn & Rosvold, 2020). På dato for tvangsinnløsning (03.08.2017) hadde Hafslund en markedsverdi på ca. 20,3 milliarder kroner, samt at B-aksjen var en del av OSEBX-indeksen i den utvalgte tidsperioden. I 2017 var Hafslund imidlertid alene om å være et notert strømselskap på Oslo Børs, og det var dermed vanskelig å finne sammenlignbare selskaper i samme kategori. Vi har derfor valgt å undersøke likviditeten i Equinor og Aker BP, som begge var på OBX-indeksen i hele analyseperioden, samt er anerkjente selskaper.

### *Equinor ASA*

Equinor ASA (heretter Equinor) er et norsk energiselskap etablert i 1972. Selskapet er en av verdens største oljeselgere og en stor leverandør av naturgass, og har siden etableringen spilt en avgjørende rolle i satsingen på norsk oljeindustri. Equinor står for den tekniske driften av storparten av de norske landanleggene og rørledninger på norsk sokkel (Tollaksen, Ryggvik, & Smith- Solbakken, 2020). På dato for tvangsinnløsning (03.08.2017) hadde Equinor en markedsverdi på ca. kroner 491 milliarder. Selskapet var en del av OBX i den utvalgte tidsperioden.

### *Aker BP ASA*

Aker BP ASA (heretter Aker BP) er et norsk oljeselskap som leter og utvikler oljefelt, samt produserer olje og gass på den norske kontinentalsokkelen (Aker BP, u.d.). Selskapet ble etablert i 2016 av Det norske oljeselskap og BPs aktivitet i Norge gjennom BP Norge AS



(Smith- Solbakken, 2019). På dato for tvangsinnløsning (03.08.2017) hadde Aker BP en markedsverdi på kroner 49 milliarder og var en del av OBX-indeksen i den utvalgte perioden.

### **A-pressen ASA**

A-pressen ASA (heretter A-pressen) ble opprettet i 1948 som Norsk Arbeiderpresse i hovedsak eid av LO og Arbeidspartiet. I 2012 ble det omdannet til Amedia, og er nå Norges neste største mediekonsern (Garvik, Amedia, 2020). På siste dato selskapet var notert før tvangsinnløsning (31.10.2003) hadde A-pressen en markedsverdi på ca. kroner 1,3 milliarder. A-pressen er kategorisert under kommunikasjon på Oslo Børs, og i samme kategori finner vi Schibsted.

### *Schibsted ASA*

Schibsted ASA (heretter Schibsted) ble etablert i 1839 og er et norskbasert internasjonalt mediekonsern, et av Nordens største (Garvik, Schibsted, 2020). På siste dato A-pressen var notert før tvangsinnløsning (31.10.2003) hadde Schibsted en markedsverdi på ca. kroner 8,6 milliarder. Schibsted befant seg på Oslo Børs sin OBX-indeks i 2003 og 2004, og dermed vil Schibsted- aksjen være en god indikator på en likvid aksje i perioden.

### **Norway Pelagic ASA**

Norway Pelagic ASA (heretter NPEL) ble grunnlagt i 2007 og var en norsk produsent og eksportør av pelagisk fisk, som fanget hovedsakelig i Nordsjøen, Norskehavet og Barentshavet. NPEL var kategorisert under konsumvarer på Oslo Børs, og i samme kategori finner vi Lerøy Seafood Group ASA, Bakkafrost ASA, Mowi ASA og SalMar ASA. Samtlige selskaper var vesentlig større selskaper en NPEL i tidsperioden, men befant seg alle på OBX- og/eller OSEBX- indeksen. På dato for tvangsinnløsning (28.06.2013) hadde NPEL en markedsverdi på kroner 276 millioner.

### *Lerøy Seafood Group ASA*

Lerøy Seafood Group ASA (heretter Lerøy) er en internasjonal produsent og distributør av sjømat med røtter helt tilbake til 1939. Selskapet har eksportert laks siden 1972 og siden 1990-årene vært dominerende innen norsk lakseeksport (Brekke, Lerøy Seafood, 2018). Lerøy er et av Norges største selskap innen fiskeoppdrett med fabrikker flere steder i Norge og andre land i Europa. I tillegg har Lerøy salgskontorer i USA, Japan og Kina (Lerøy Seafood Group, u.d.). På dato for tvangsinnløsning (28.06.2013) hadde Lerøy en markedsverdi på kroner 9,2 milliarder, og befant seg på OSEBX- indeksen i samme periode.

*Bakkafrost ASA*

Bakkafrost ASA (heretter Bakkafrost) er det største havbruksselskapet på Færøyene og blant verdens største oppdretter av laks. Selskapet ble etablert i 1968 og har hovedkontor på Glyvrrar, Færøyene (Bakkafrost, u.d.) På dato for tvangsinnløsning (28.06.2013) hadde Bakkafrost en markedsverdi på kroner 3,5 milliarder, og befant seg på OSEBX- indeksen i samme periode.

*Mowi ASA*

Mowi ASA (heretter Mowi) er et norsk havbrukskonsern etablert i 2006 ved sammenslåing av Pan Fish, Marine Harvest og Fjord Seafood (Brekke, Mowi, 2019). Selskapet er verdens største oppdrettsselskap med oppdrett av laks og ørret i mange land. På dato for tvangsinnløsning (28.06.2013) hadde Mowi en markedsverdi på kroner 23 milliarder, og befant seg på OBX- indeksen i samme tidsperiode.

*SalMar ASA*

SalMar ASA (heretter SalMar) er et norsk sjømatelskap etablert i 1991, og verdens andre største oppdretter av atlantisk fisk (SalMar, u.d.). På dato for tvangsinnløsning (28.06.2013) hadde SalMar en markedsverdi på kroner 7 milliarder, og befant seg også på OSEBX- indeksen i samme periode.

**OffRig Drilling ASA**

COSL Drilling Semi AS, tidligere OffRig Drilling ASA (heretter OffRig), ble etablert i 2005 og tilbyr boring og brønntjenester over hele verden (Bloomberg, COSL Drilling Semi AS, u.d.). OffRig befant seg på OTC- listen, og det fantes ikke data for markedsverdi på tidspunkt for tvangsinnløsning (23.01.2007).

*Dolphin Drilling ASA*

Dolphin Drilling ASA (heretter Dolphin Drilling) er en av Nordsjøens lengst etablerte boreentreprenør, med røtter tilbake til 1960-tallet. Selskapet tilbyr tjenester til offshoreindustrien innen utvikling og produksjon av olje og gass. På dato for tvangsinnløsning (23.01.2007) hadde Dolphin Drilling en markedsverdi på kroner 18,8 milliarder, og befant seg også på OBX- indeksen i samme periode.

### *Frontline Ltd*

Frontline AB ble opprettet i Stockholm i 1984 og senere fusjonerte selskapet med det britiske Bermuda- registrerte rederiet London & Overseas Freightert Ltd., da omdøpt til Frontline Ltd (heretter Frontline). Selskapet er et av verdens største tankrederi, og aksjene omsettes på Oslo Børs og New York Stock Exchange (Frontline Ltd, u.d.) På dagen for tvangsinnløsning (23.01.2007) hadde Frontline en markedsverdi på kroner 15,4 milliarder, og var en del av OBX-indeksen i samme periode.

### *Ocean RIG ASA*

Ocean RIG ASA (heretter Ocean RIG) ble opprettet i 1996 og er et selskap som eier og driver borerigger for leting og utvikling av olje og gass (Bloomberg, Ocean RIG ASA, u.d.). På dagen for tvangsinnløsning (23.01.2007) hadde Ocean RIG en markedsverdi på kroner 7,5 milliarder, og var en del av OBX- indeksen i samme periode.

### *Seadrill Ltd*

Seadrill Ltd (heretter Seadrill) ble etablert I 2005 og tilbyr offshore boretenester. På dagen for tvangsinnløsning (23.01.2007) hadde Seadrill en markedsverdi på kroner 4,2 milliarder, og var en del av OBX- indeksen i samme periode.

### **Bergesen d.y ASA**

Bergesen d.y ASA (heretter Bergesen) ble etablert i 1935 og var et av verdens største rederi og den største transportøren av flytende petroleumsgass (BW LPG, u.d.) Siste handelsdag før tvangsinnløsning (14.06.2003) hadde Bergesen en markedsverdi på 10 milliarder kroner, og var en del av OBX-indeksen i perioden. I samme kategori finner vi Frontline som presentert ovenfor. Siste handelsdag før tvangsinnløsning (14.06.2003) hadde Frontline en markedsverdi på 8,3 milliarder kroner, og var en del av OBX- indeksen i perioden.

### **NCL Holding ASA**

NCL Holding ASA (heretter NCL) ble etablert i 1988 og tilbyr cruiseopplevelser til flere destinasjoner rundt i verden. På dato for tvangsinnløsning (30.11.2000) hadde selskapet en markedsverdi på ca. 3,7 milliarder kroner. I samme kategori finnes Royal Caribbean Cruises.

### *Royal Caribbean Cruises ASA*

Royal Caribbean Cruises ASA var et norsk cruiseselskap etablert i 1968. I dag er det en del av Royal Caribbean Group, som består av Royal Caribbean International, Celebrity Cruises og Silversea Cruises (Royal Caribbean Cruises, u.d.). Selskapet hadde på dato for tvangsinnløsning (30.11.2000) en markedsverdi på 33,5 milliarder kroner og befant seg på OBX-indeksen i perioden.

### **Wilson ASA**

Wilson ASA (heretter Wilson) var et internasjonalt shippingselskap. På dato for tvangsinnløsning (17.06.2015) hadde Wilson en markedsverdi på ca. kroner 447 millioner. Wilson ASA er kategorisert under sektoren shipping, og i samme kategori finner vi Golden Ocean Group og American Shipping som var notert på Oslo Børs i samme periode som Wilson.

### *Golden Ocean Group ASA*

Golden Ocean Group ASA (heretter Golden Ocean Group) er et internasjonalt shippingselskap etablert i 2004 (Golden Ocean, u.d.). På dato for tvangsinnløsning (17.06.2015) hadde Golden Ocean Group en markedsverdi på ca. kroner 2,3 milliarder. Videre befant selskapet seg på OBX-indeksen i årene 2008 – 2011, samt 2014 - 2015.

### *American Shipping ASA*

American Shipping ASA (heretter American Shipping) er et norsk-amerikansk shippingselskap etablert i 2005 (American Shipping Company, u.d.). På dato for tvangsinnløsning (17.06.2015) hadde American Shipping en markedsverdi på kroner 2,4 milliarder.

## Vedlegg 4: Likviditetsberegninger

Her vises resultatet fra beregninger av likviditetsmålene for hver sak, samt sammenlignbare selskaper.

### *A-pressen ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode	
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Amihud
A-pressen ASA	868 691 151	0,02014	100 749 827	0,00104
Schibsted ASA	469 957 532	0,00164	646 864 345	0,00125

### *Hafslund ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode		
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Relativ likviditet	Amihud
Hafslund ASA A-aksje	46 868 448	0,00179	126 102 502		0,00097
Hafslund ASA B-aksje	51 675 213	0,00168	198 260 586	42%	0,00141
Equinor ASA	34 998 385 009	0,00376	34 396 874 646	76%	0,00149
Aker BP ASA	5 146 667 832	0,00312	4 530 001 425	119%	0,00084

### *NCL Holding ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode	
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Amihud
NCL Holding ASA	20 147 728 642	0,00059	2 397 483 895	0,00059
Royal Caribbean Cruises ASA	5 253 103 328	0,00194	20 763 881 181	0,00455

### *Bergesen d.y ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode	
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Amihud
Bergesen d.y ASA A-aksje	365 583 692	0,00255	3 151 071 246	0,01240
Bergesen d.y ASA B-aksje	644 634 420	0,01531	1 788 658 653	0,14050
Frontline Ltd	1 313 065 827	0,25679	713 766 977	0,26575
Odfjell ASA	16 572 950	0,00125	14 366 500	0,01653

### *Offrig Drilling ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode	
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Amihud
Offrig Drilling ASA	47 897 320	0,01680	28 032 450	0,10204
Dolphin Drilling ASA	748 525 992	0,02145	847 124 052	0,02008
Frontline Ltd	329 446 336	0,24720	874 159 147	0,19179
Ocean rig ASA	342 775 076	0,05000	581 489 916	0,00451
Seadrill Ltd	50 167 915	0,04167	125 624 600	0,02000

*Norway Pelagic ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode	
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Amihud
<b>Norway Pelagic ASA</b>	71 842 726	0,00030	986 609	0,00091
Lerøy ASA	411 379 941	0,00058	345 609 821	0,00024
Bakkafrost ASA	331 939 992	0,00434	377 231 583	0,00108
Mowi ASA	5 115 897 999	0,00238	6 317 138 464	0,00134
Salmar ASA	872 166 617	0,00559	822 538 829	0,00004

*Wilson ASA og peers*

Sak	Første analyseperiode		Andre analyseperiode	
	Absolutt likviditet	Amihud	Absolutt likviditet	Amihud
<b>Wilson ASA</b>	698 557 843	0,00004	50 725 926	0,00015
Golden Ocean Group ASA	111 787 493 211	0,00004	60 516 518 090	0,00003
AmericanShipping ASA	3 302 000 301	0,00006	799 427 166	0,00007