

Offentliggjort d. 20. juli 2021 på Vidensportalen V.dk

## Værdiansættelse ved tvangsindløsning af minoritetsaktionærer<sup>©</sup>

*Af advokat (L) Bodil Christiansen, Advotax Advokatfirma  
advokat (H), cand. merc. (R) Tommy V. Christiansen*  
[www.v.dk](http://www.v.dk)

Højesteret har 10. maj 2021 afgjort et spørgsmål om værdiansættelse af minoritetsaktieposter ved tvangsindløsning. Hovedaktionærens synspunkt om et ”minoritetsnedslag” blev ikke imødekommet.

Ofte vil der i selskaber med få aktionærer (eller anpartshavere) være fastsat en forkøbsret for øvrige aktionærer i selskabets vedtægter eller i ejeraftaler (tidligere kaldet aktionæroverenskomster) for tilfælde, hvor en aktionær ønsker at sælge, eller en aktionær afgår ved døden. I sådanne tilfælde der ofte samtidig være fastsat bestemmelser om priser og vilkår.

Hvis vedtægterne eller ejeraftalen ikke indeholder bestemmelser om beregningsgrundlaget for prisen ved udnyttelse af en forkøbsret, skal prisen - hvis der ikke opnås enighed om denne - fastsættes til aktiernes værdi af en skønsmand udmeldt af retten på kapital-selskabets hjemsted.

Er der tale om en minoritetspost, vil det have betydning for prisen. Ifølge skønsmandens oplysninger i den nu afgjorte sag i Højesteret, vil vurderingsgrundlaget i en sådan situation i praksis udgøre en relativ andel af hele selskabets værdi, men med et fradrag på 23 pct. som følge af, at der er tale om en minoritetspost.

Offentliggjort d. 20. juli 2021 på Vidensportalen V.dk

### **Tvangsindløsning**

Selskabsloven åbner mulighed for, at en hovedaktionær kan tvinge en minoritetsaktionær til at sælge minoritetsaktieposten, dvs. en tvangsindløsning.

Da der er tale om et indgreb i minoritetsaktionærens velerhvervede rettigheder, kan tvangsindløsning kun gennemføres indenfor visse rammer:

Ejer en kapitalejer (hovedaktionæren) mere end 9/10 af kapitalandelene i et kapital-selskab, og har hovedaktionæren en tilsvarende del af stemmerne, kan hovedaktionæren således bestemme, at de øvrige minoritetskapitalejere (minoritetsaktionærer) i kapital-selskabet skal lade deres kapitalandele indløse af hovedaktionæren. I så fald skal de på-gældende minoritetsaktionærer efter reglerne for indkaldelse til generalforsamling op-fordres til senest 4 uger efter opfordringen at overdrage deres kapitalandele til hovedak-tionæren.

### **Indløsningsret**

Modstykket til hovedaktionærens krav på tvangsindløsning er minoritetsaktionærers ret til at kræve sig indløst.

Reglen er her den, at hvis hovedaktionæren ejer mere end 9/10 af kapitalandelene i sel-skabet, og har hovedaktionæren en tilsvarende del af stemmerne, kan hver enkelt af mi-noritetsaktionærene kræve sig indløst af hovedaktionæren. Enhver minoritetsaktionær har således efter selskabsloven ret til at kræve sig indløst.

### **Processen for værdiansættelse**

Både for hovedaktionæren og minoritetsaktionæren er et helt afgørende spørgsmål, hvad prisen skal være for de aktier, som hovedaktionæren har ret til at overtage henholdsvis har pligt til at overtage.

Offentliggjort d. 20. juli 2021 på Vidensportalen V.dk

I selskabsloven er fastsat en række regler om processen for tvangsindløsning. Reglerne skal sikre, at minoritetsaktionæren får den ”korrekte pris” for de aktier, som han ved en tvangsindløsning bliver tvunget til at afhænde.

### **Indløsningskurs – ”aktiernes værdi”**

Efter loven skal indløsningskursen for de aktier, som det er på tale at overtage, fastsættes til ”aktiernes værdi”.

Begrebet ”aktiernes værdi” udtrykker imidlertid ikke nødvendigvis en entydig værdi. Det gælder særligt, hvor der er tale om ikke-børsnoterede aktier.

I forarbejderne til lovbestemmelserne om indløsning nævnes som et afgørende element ved værdiansættelsen, at selskabet skal værdiansættes som ”going concern” opgjort på grundlag af selskabets regnskaber for de senere år og en vurdering af selskabets fremtidsudsigter. Og det er præciseret, at værdien derimod ikke er aktiernes skattekurs, eller hvad aktierne kan indbringe ved en likvidation af selskabet.

Videre fremhæves i forarbejderne, at der ved kursansættelsen på den ene side bl.a. må tages hensyn til værdien af selskabets goodwill og eventuelle hemmelige reserver og på den anden side selskabets skattetilsvær og eventuelle pensionsforpligtelser.

Heller ikke med disse vejledende elementer er resultatet af en vurderingsforretning imidlertid nødvendigvis givet.

### **En højesteretssag**

I maj 2021 har Højesteret som tredjeinstans <sup>(1)</sup> taget stilling til en sådan sag om værdiansættelse af minoritetsaktieposter ved tvangsindløsning.

---

<sup>1)</sup> Højesterets dom afsagt d. 10. maj 2021 i sag 48/2020, (1. afdeling). Tidligere Østre Landsrets dom af 18. december 2019, i sag 20. afd. nr. B-575-18:

## Offentliggjort d. 20. juli 2021 på Vidensportalen V.dk

Sagen drejede sig om tvangsløsning af to minoritetsaktionærer med en aktiepost på hver 1,38 pct. af aktiekapitalen i en fabrikationsvirksomhed. I forbindelse med tvangsindløsningen udarbejdede selskabets revisor et notat om kursfastsættelsen, hvor selskabets værdi blev opgjort til godt 15 mio. kr. og indløsningskursen opgjort til 301,32 kr. pr. aktie, svarende til en værdi af hver minoritetsaktiepost på 207.910 kr.

Minoritetsaktionærene var ikke enige i denne værdiansættelse, og Københavns Byret udmeldte herefter en sagkyndig til at fastsætte indløsningskursen. Den sagkyndige opgjorde selskabets værdi ved et samlet salg til 39 mio. kr.

Minoritetsaktionærernes aktieposter skulle følgelig som udgangspunkt prisfastsættes til en forholdsmæssig andel af selskabets værdi ved et samlet salg af samtlige aktier.

Efter skønsmandens opfattelse skulle der imidlertid ved værdiansættelsen af de to minoritetsaktieposter foretages et fradrag på 23 pct. af værdien ved et samlet salg af virksomheden, da minoritetsaktieposter erfaringsmæssigt havde mindre kursværdi ved salg på det almindelige marked end ved salg af samtlige aktier.

De to minoritetsaktionærer var uenige i, at der ved opgørelsen af indløsningskursen skulle foretages et fradrag på 23 pct., og anlagde herefter sag mod selskabet med henblik på at få anerkendt en indløsningskurs opgjort som den forholdsmæssige andel af 39 mio. kr.

Heri fik minoritetsaktionærene medhold, først ved Københavns Byret og siden ved Østre Landsret og nu Højesteret.

### Højesterets dom

Vedrørende først værdien af selskabet som helhed tiltrådte Højesteret, at der ikke forelå grundlag for at tilsidesætte skønsmandens vurdering, hvorefter selskabet på tidspunktet for tvangsindløsningen af de to minoritetsaktionærer havde en værdi på 39 mio. kr.

**Offentliggjort d. 20. juli 2021 på Vidensportalen V.dk**

Højesterets bemærkning herom skal ses i lyset af, at selskabet under behandlingen af sagen ved domstolene havde fremført en række forskellige synspunkter til støtte for, at værdien af selskabet som helhed var mindre end 39 mio. kr. Heri fik selskabet altså ikke medhold.

### **Værdien af minoritetsaktieposter**

Vedrørende dernæst værdien af de indløste aktier, dvs. de to minoritetsaktieposter, konstaterede Højesteret på linje med landsretten, at hverken reglerne om tvangsindløsning eller forarbejderne hertil indeholdte nogen præcis angivelse af, efter hvilke principper værdiansættelsen skal foretages. Og videre, at det imidlertid fremgik af forarbejderne til bestemmelsen i aktieselskabsloven fra 1973, at det afgørende ved fastsættelsen af aktiernes værdi i almindelighed måtte være værdien af selskabet som "going concern", opgjort på grundlag af selskabets regnskaber for de senere år og en vurdering af dets fremtidsudsigter.

Om den konkrete sag konstaterede Højesteret herefter, at sagen vedrørte unoterede (ikke-børsnoterede) minoritetsaktier i selskabet, og at der ikke forelå oplysninger om transaktioner, som kunne belyse aktiernes værdi.

Højesteret bemærkede videre, at aktierne havde værdi for hovedaktionæren, som ved tvangsindløsningen opnåede den fulde rådighed over selskabet, og at skønsmandens ansættelse af et fradrag på 23 pct. var et fradrag for værdien af aktierne i fri handel, hvilket der ikke var tale om i denne sag.

Højesteret fandt herefter, at aktiernes værdi måtte fastsættes som en forholdsmæssig andel af selskabets værdi som fastsat af skønsmanden men uden et nedslag på 23 pct.

### **Forholdsmæssig andel og minoritetsaktie**

Med dommen fastholdte Højesteret udgangspunktet om fastsættelse af værdien ved tvangsindløsning til en forholdsmæssig andel af selskabets værdi ved et samlet salg.

Offentliggjort d. 20. juli 2021 på Vidensportalen V.dk

Det må omvendt antages, at der ikke er tale om en tvangsindløsning, men salg i henhold til en forkøbsret, må sælger efter omstændighederne tåle et nedslag i prisen som følge af, at der er tale om en fri handel.

Der kan argumenteres for, at Højesterets afgørelse om afvisning af nedslag også omfatter de i praksis ofte forekommende tilfælde, hvor en enke har en salgspflicht vedrørende hendes afdødes mands aktier til øvrige aktionærer, der samtidig har en købsforpligtelse.

I alle tilfælde, hvor der kan blive tale om en salg i henhold til en forkøbsret som nævnt ovenfor, bør den omhyggelige aktionær sikre sig, at priser og vurderingsgrundlaget er behørigt fastsat i vedtægterne eller i hvert fald i ejeraftalen. I denne sammenhæng bemærkes, at der kan peges på tilfælde, hvor retsstillingen er væsentligt bedre for sælger, hvis disse bestemmelser fremgår af vedtægterne.

— o —