

**SELSKAPSFINANSIERTE AKSJEERVERV –  
UTVALGTE PROBLEMSTILLINGER I TILKNYTNING TIL  
ETTERFØLGENDE FINANSIELL BISTAND, JF  
AKSJELOVEN / ALLMENNAKSJELOVEN § 8-10**

Kandidatnummer: 591

Leveringsfrist: 25.11.2007

Til sammen 17980 ord

26.11.2007

# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b><u>INNLEDNING OG RETTSLIG PLASSERING</u></b>	<b>1</b>
1.1	Innledning	1
1.2	Terminologi	3
1.3	Videre fremstilling	3
<b>2</b>	<b><u>NÆRMERE OM BAKGRUNNEN TIL BESTEMMELSEN OG RETTSKILDEBILDET</u></b>	<b>3</b>
2.1	Bakgrunn og forhistorie	3
2.2	Tilgrensende bestemmelser	5
2.2.1	Kreditt og sikkerhetsstillelse	5
2.2.2	Erverv av egne aksjer	5
2.3	Hensyn	6
2.4	Rettskildebildet	11
2.4.1	Innledning	11
2.4.2	Rettslig standard	11
2.4.3	Rettskilder	13
2.5	Eventuelle kommende endringer i bestemmelsen	15
<b>3</b>	<b><u>GENERELT OM FORBUDETS REKKEVIDDE</u></b>	<b>16</b>
3.1	Å ”stille midler til rådighet eller yte lån eller stille sikkerhet”	16
3.2	I ”forbindelse med”	20
3.2.1	Innledning	20
3.2.2	Tidsmessig sammenheng	21

3.2.3	Saklig sammenheng	23
3.2.4	Skatterettens gjennomskjæringslære	25
3.2.5	På hvilket tidspunkt skal formålet vurderes?	28
3.2.6	Oppsummering	31
<b>3.3</b>	<b>Ledelsens plikt til å fremme selskapets interesser</b>	<b>31</b>
<b>4</b>	<b><u>FORSKJELLIGE TYPER TILFELLER AV ETTERFØLGENDE FINANSIELL BISTAND</u></b>	<b>32</b>
<b>4.1</b>	<b>Innledning</b>	<b>32</b>
<b>4.2</b>	<b>Avgrensninger</b>	<b>32</b>
4.2.1	Utbyttefinansiering	32
4.2.2	Rene eiendomsselskaper	33
<b>4.3</b>	<b>Lån fra målselskapet</b>	<b>33</b>
4.3.1	Innledning	33
4.3.2	Når rammes lån fra målselskapet av § 8-10?	33
4.3.3	Lån gitt i en annen hensikt enn å betjene oppkjøpsgjelden	36
<b>4.4</b>	<b>Fusjon mellom oppkjøpselskap og målselskap</b>	<b>38</b>
4.4.1	Innledning	38
4.4.2	Kontantvederlag ved fusjon	38
4.4.3	Om fusjonsreglene	39
4.4.4	Kommer § 8-10 til anvendelse i fusjonstilfellene?	40
4.4.5	Oppsummering	46
<b>4.5</b>	<b>Refinansiering og kobling mellom oppkjøpslån og andre lån</b>	<b>46</b>
4.5.1	Innledning	46
4.5.2	Refinansiering	47
4.5.3	Negative pantsettelseserklæringer	50
4.5.4	”Financial covenants”	51
4.5.5	Kryssmislighold, ”cross-default”	53
<b>4.6</b>	<b>”Fisjonsmodellen”</b>	<b>55</b>
4.6.1	Innledning	55

4.6.2	Rammes ”fisjonsmodellen” av § 8-10?	56
<b><u>5</u></b>	<b><u>AVSLUTTENDE BEMERKNINGER</u></b>	<b><u>57</u></b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>LITTERATURLISTE</u></b>	<b><u>59</u></b>
<b><u>7</u></b>	<b><u>ØVRIGE KILDEHENVISNINGER</u></b>	<b><u>61</u></b>

## 1 Innledning og rettslig plassering

### 1.1 Innledning

Vernet av selskapskapitalen står sentralt i aksjelovgivningen. Dette kan oppfattes som et motstykke til ansvarsbegrensningen som følger av selskapsformen. For å verne om selskapskapitalen i aksjeselskaper / allmennaksjeselskaper, har man i norsk rett en rekke bestemmelser som skal hindre at selskapskapitalen tas ut av selskapet utenom på fastsatte måter, for eksempel ved lovlige utbytteutdelinger. Disse reglene har hovedsakelig sin bakgrunn i hensynet til selskapets kreditorer og eventuelle andre aksjeeiere. Men også bredere samfunnsmessige hensyn har vært anført til støtte for slike begrensninger.

En rekke slike bestemmelser finnes i aksjeloven og allmennaksjeloven (heretter ”aksjelovene”) kapittel 3, 8 og 9. Det finnes her bestemmelser om blant annet avtaler med aksjeeier, erverv av egne aksjer, utbytte, disposisjoner overfor selskapets nærstående, samt et generelt forbud i aksjelovene § 8-10 mot at selskapet ”stille[r] midler til rådighet eller yte[r] lån eller stille[r] sikkerhet i forbindelse med erverv av aksjer eller rett til aksjer i selskapet eller selskapets morselskap”. Oppgaven tar for seg utvalgte problemstillinger i forbindelse med aksjelovene § 8-10.

Bestemmelsen er likelydende i aksjeloven og allmennaksjeloven.<sup>1</sup> Jeg vil derfor for enkelhets skyld kun drøfte aksjeloven, men drøftelsene vil gjelde tilsvarende for allmennaksjeloven.

Aksjelovene § 8-10 rammer i utgangspunktet enhver form for finansiell bistand fra målselskapet til oppkjøpsselskapet, både før, under, og etter oppkjøpet.

---

<sup>1</sup> Med unntak av dispensasjonshjemmelen i annet ledd, men den vil ikke bli behandlet her.

Problemstillingene som drøftes, dreier seg om såkalt *etterfølgende* finansiell bistand. Med dette menes disposisjoner som er foretatt etter oppkjøpet for å finansiere oppkjøpet. Bistand som avtales før oppkjøpet, men som gjennomføres etterpå, omfattes ikke av begrepet. Bistanden må da anses gitt allerede før oppkjøpet.

Etterfølgende finansiell bistand kan være aktuelt i en rekke oppkjøpssituasjoner. Situasjonen er gjerne at et oppkjøp er finansiert gjennom opptak av et særskilt oppkjøpslån, som senere må tilbakebetales. Problemstillingen blir da i hvilken grad oppkjøpsselskapet kan benytte seg av midler som i realiteten stammer fra målselskapet. Oppkjøpsselskapet kan få tilgang til disse midlene på flere måter. Som foreløpige eksempler kan nevnes lån eller utbytte fra målselskapet, samt gjennom å fusjonere med målselskapet. Det kan også skje mer indirekte, for eksempel ved at det oppkjøpende selskapet refinansierer hele konserngjelden og inkluderer oppkjøpsgjelden i denne refinansieringen, eller ved at målselskapet stiller sikkerhet for oppkjøpsselskapets gjeld. Enkelte av disse disposisjonene er, som jeg vil komme tilbake til, helt klart lovlige, mens andre vil kunne rammes av aksjelovene § 8-10.<sup>2</sup>

Tidligere var det vanligere å selge ”innmaten” i det aktuelle selskapet istedenfor å overføre aksjene. Dette var begrunnet i en rekke hensyn, deriblant skattehensyn. Man unngikk da også forbudet i aksjelovene § 8-10, ettersom bestemmelsen kun gjelder ved kjøp av *aksjer* i målselskapet og ikke eiendelene som sådan. Denne forskjellen i behandlingen av ”innmat” og aksjer kan kritiseres. Hensynene bak aksjelovene § 8-10 vil nemlig kunne gjelde i tilsvarende grad der bare eiendelene selges. Dette skillet kan derfor hevdes å føre til en litt tilfeldig forskjellsbehandling.

”Innmatssalg” er ikke lenger særlig aktuelt på grunn av endringer i skattereglene. Den såkalte fritaksmodellen innebærer blant annet at aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper fritas for skatt på gevinst ved realisasjon av aksjer. Dette innebærer at ”innmatstransaksjoner” som regel blir skattemessig ugunstige i forhold til salg av aksjene, dersom aksjene selges med gevinst. Dette temaet vil derfor ikke bli drøftet nærmere.

---

<sup>2</sup> Nedenfor vil enhver paragrafhenvvisning være til aksjeloven med mindre annet er angitt.

## 1.2 Terminologi

Nedenfor vil selskapet som erverver aksjer, bli omtalt som ”oppkjøpsselskapet” eller ”oppkjøper”, mens selskapet det erverves aksjer i omtales som ”målselskapet”. Forbudet gjelder også der fysiske personer erverver et selskap, men det mest praktiske vil være at et selskap erverver et annet.

Paragraf 8-10 likestiller ”aksjer eller *rett til aksjer*” (min utheving). Jeg vil i denne oppgaven kun henviser til førstnevnte alternativ, men drøftelsene vil gjelde tilsvarende også for ”rett til aksjer”. Det kan for eksempel være tegningsretter eller opsjoner.<sup>3</sup>

Begrepet ”finansiell bistand” vil bli brukt synonymt med ”stille midler til rådighet”.

## 1.3 Videre fremstilling

Temaet for oppgaven er rekkevidden av forbudet i § 8-10 i forhold til enkelte typer av etterfølgende finansiell bistand. Oppgaven er delt inn i en generell del, hvor det redegjøres generelt for rekkevidden av § 8-10, og en spesiell del, hvor forskjellige transaksjonstyper drøftes i forhold til § 8-10.

# 2 Nærmere om bakgrunnen til bestemmelsen og rettskildebildet

## 2.1 Bakgrunn og forhistorie

Forbudet i § 8-10 har sin bakgrunn i aksjeloven 1976 § 12-10 sjette ledd. Bestemmelsen kom opprinnelig inn etter mønster av dansk og svensk rett da loven ble vedtatt i 1976. Forbudet lød da: ”Selskapet kan ikke gi lån med sikte på at skyldneren eller noen som handler i forståelse med ham skal erverve aksjer i selskapet eller i selskap i samme konsern. Tilsvarende forbud gjelder for sikkerhetsstillelse”. Bestemmelsen ble endret i

---

<sup>3</sup> Jf NOU 1992:29 s. 175 og NOU 1996:3 s. 150. En rekke forskjellige finansielle instrumenter kan tenkes å falle inn under begrepet. En nærmere avgrensning av dette faller utenfor oppgaven.

1996 som en følge av tilpasning til EØS-avtalen.<sup>4</sup> I hovedsak besto endringen av at alternativet ”stille midler til rådighet” ble tatt inn, og uttrykket ”med sikte på” ble erstattet med ”i forbindelse med”. Begrunnelsen for dette var at bestemmelsen også skulle omfatte andre typer bistand enn lån og sikkerhetsstillelse, og for å gjøre det klart at den også vil kunne ramme etterfølgende bistand. Disse endringene ble foretatt fordi EUs annet selskapsrettsdirektiv art. 23 inneholder regler om selskapets finansiering av erverv av egne aksjer. Det ble derfor ansett nødvendig å endre den norske bestemmelsen for å komme i overensstemmelse med EU-retten og derved overholde EØS-avtalen.<sup>5</sup> EU-direktivet gjelder direkte bare for allmennaksjeselskaper, men det ble besluttet å ha de samme reglene også for aksjeselskaper.<sup>6</sup>

Den nåværende aksjelov ble så vedtatt i 1997, blant annet på bakgrunn av en utredning av Aksjelovgruppen<sup>7</sup> samt en ny utredning i 1996 av Aksjelovutvalget.<sup>8</sup> Arbeidet til det såkalte LBO-utvalget sto sentralt for begge de nevnte utredningene.<sup>9</sup> Paragraf 8-10 ble da etterfølgeren til den tidligere § 12-10 sjette ledd. I 2006 ble bestemmelsen endret noe.<sup>10</sup> Ettersom § 8-10 er en direkte avløser til aksjeloven 1976 § 12-10 sjette ledd, gir også forarbeidene til denne bestemmelsen veiledning ved tolkningen der det er likheter mellom lovene. Særlig vil dette gjelde forarbeidene til lovendringene som ble vedtatt i forbindelse med EØS-tilpasningen.

---

<sup>4</sup> Lov om endringer i lov av 4. juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper m.v. (Lov av 22. desember 1995 nr 80).

<sup>5</sup> Dette er noe omdiskutert, jf drøftelsen nedenfor i punkt 3.

<sup>6</sup> Ot.prp. nr. 4 (1995-1996) s. 35, hvor dette blant annet begrunnes med at forskjellige regler ville kunne føre til ”uholdbare antiteser” for aksjeselskapenes vedkommende.

<sup>7</sup> NOU 1992:29.

<sup>8</sup> NOU 1996:3.

<sup>9</sup> NOU 1991:25.

<sup>10</sup> Jf lov 15. desember 2006 nr. 88 (som trådte i kraft 1. januar 2007).



## 2.2 Tilgrensende bestemmelser

### 2.2.1 Kreditt og sikkerhetsstillelse

Utlån og sikkerhetsstillelser fra selskapet til fordel for aksjeeiere kan være rettsstridige allerede ettersom slike disposisjoner ofte ikke vil bidra til å oppfylle selskapets formål, slik dette er nedfelt i selskapets vedtekter. Videre vil slike lån eller sikkerhetsstillelser kunne være i strid med prinsippet om likebehandling av aksjer, eller andre misbruksbestemmelser. Paragrafene 8-7 til 8-10 oppstiller ytterligere skranker for visse kreditter og sikkerhetsstillelser. Kort oppsummert begrenser § 8-7 et selskaps adgang til å gi kreditt eller stille sikkerhet til fordel for selskapets aksjeeiere og deres nærstående. Denne bestemmelsen står i særlig nær sammenheng med § 8-10 når det gjelder lån og sikkerhetsstillelser fra målselskapet til oppkjøpsselskapet, idet slike lån ofte vil måtte vurderes etter begge bestemmelser.

### 2.2.2 Erverv av egne aksjer

Paragrafene 9-2 flg. oppstiller begrensninger for et aksjeselskaps adgang til å erverve eller tegne egne aksjer. Bestemmelsene er ment å sikre selskapskapitalen og er dermed en viktig del av kreditorvernet. Dersom aksjeselskaper kunne kjøpe egne aksjer uten restriksjoner, ville reglene som oppstiller skranker for utdeling mv enkelt kunne omgås.

Bestemmelsene i §§ 9-2 flg. kan derfor settes i sammenheng med § 8-10 som også er en del av vernet om selskapskapitalen.<sup>11</sup> Sagt på en annen måte kan § 8-10 ses på som en forlengelse av reglene i §§ 9-2 flg. Begge regelsettene søker å hindre at selskapskapitalen tas ut av selskapet på andre måter enn det som er fastsatt i reglene om utdelinger. Dette synet på forholdet mellom bestemmelsene har også støtte i forarbeidene, jf Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 68-69, som igjen henviser til Aksjelovgruppens utredning.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Aarbakke m.fl. (2004) s. 634.

<sup>12</sup> ”Synspunktet i NOU 1992:29 (på side 174, min anmerkning) om at forbudet i § 8-10 kan ses som en forlengelse av reglene om erverv av egne aksjer har etter departementets syn mye for seg. Begge regelsettene kan ses som utslag av prinsippet om at aksjekapitalen skal stå til selskapets disposisjon, og at

## 2.3 Hensyn

Det viktigste hensynet bak forbudet i § 8-10 er å verne selskapskapitalen i målselskapet og dermed målselskapets kreditorer og minoritetsaksjeeiere.<sup>13</sup> Forbudets kjerne kan sies å være å hindre at kapitalforhøyelser blir finansiert ved lån fra selskapet, noe som kan være svært uheldig for selskapets kapital situasjon. Dersom aksjetegning kan finansieres av målselskapet selv, er det en klar fare for at tegningen ikke innebærer noen reell tilførsel av kapital til selskapet, men isteden svekker selskapets kapitalgrunnlag. I slike tilfeller vil aksjekapitalen ikke nødvendigvis bli innbetalt, men kun være en fordring på aksjeeierne. Uten forbudet i § 8-10, ville altså både minoritetsaksjeeiere og kreditorer i selskapet i større grad kunne risikere at selskapet ble tappet for midler ved kapitalforhøyelser. Når det gjelder videresalg av aksjene, vil forbudet i § 8-10 sikre at innbetalt aksjekapital blir i selskapet. For eksempel vil bestemmelsen hindre at aksjekapitalen tappes ved at store lån bevilges i oppkjøpssituasjoner til oppkjøpsselskaper som blir betraktet som ”vennlighetsinnede” uten den nødvendige kredittvurdering.<sup>14</sup>

Videre har bestemmelsen en side mot det å hindre såkalte spekulative oppkjøp.<sup>15</sup> Begrepet spekulative oppkjøp er riktignok ikke klart definert verken i forarbeidene eller litteraturen, men det er vanlig å tenke på oppkjøp som ikke er begrunnet med forventninger om fremtidig drift, men heller forventninger om slakting av selskapet eller lignende. Slike oppkjøp kan ifølge forarbeidene være uheldige fordi de vil kunne lede til uheldige disposisjoner som er til skade for selskapet, og dermed også aksjeeiere, kreditorer og ansatte.<sup>16</sup>

---

selskapskapitalen bare kan anvendes til aksjeeiernes formål etter de regler som gjelder for dette.” (Det bemerkes for ordens skyld at Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) i denne forbindelse er etterarbeider.)

<sup>13</sup> Se for eksempel Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>14</sup> Hele avsnittet inspirert av Giertsen (2002) s. 18-19.

<sup>15</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48 samt forarbeidene til aksjeloven 1976, jf Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 192.

<sup>16</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

Både vernet av selskapskapitalen og videre samfunnsmessige hensyn har altså begrunnet ønsket om å begrense spekulasjonsoppkjøp av et selskaps aksjer. Det er imidlertid viktig å understreke forarbeidernes presisering av at samfunnsmessige hensyn kun bør vektlegges i ”den grad dette er forenlig med andre hensyn”.<sup>17</sup> Dette er et klart uttrykk for at vernet av selskapskapitalen er det sentrale, og at andre hensyn først kan spille en rolle dersom dette hensynet er ivaretatt. Man bør altså være svært varsom med å tillegge slike hensyn vekt på bekostning av hensynet til vern av selskapskapitalen. I teorien er det anført at andre typer regler enn § 8-10 er bedre egnet til å ivareta samfunns- og arbeidstagerinteresser, og at slike hensyn derfor må tillegges ytterst liten vekt, om noen.<sup>18</sup>

Lånefinansierte spekulasjonsoppkjøp anses særlig uheldige der gjeldsgraden hos oppkjøpsselskapet er høy. Slike oppkjøp kan være uheldige for målselskapet, og dermed indirekte for dets aksjeeiere og kreditorer ved at de kan lede til uheldige disposisjoner fra selskapets side.<sup>19</sup> I tillegg kan slike transaksjoner i enkelte tilfeller være uheldige for arbeidstakerne i målselskapet og for samfunnet som helhet. Det henvises i denne forbindelse gjerne til situasjonen i USA på slutten av 1980-tallet, hvor man så en rekke eksempler på spekulasjonsoppkjøp. Disse oppkjøpene ble ofte finansiert med en meget høy gjeldsgrad gjennom utstedelse av såkalte ”junk bonds”.<sup>20</sup> Resultatet ble i enkelte tilfeller at ellers sunne og friske selskaper gikk overende fordi de ble belastet med ekstreme gjeldsbyrder gjennom oppkjøpet. Trolig ga de uheldige erfaringene fra denne perioden en viss inspirasjon til den nærmere utformingen av forbudet i § 8-10 også her i Norge.

---

<sup>17</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>18</sup> Giertsen (1996) s. 29.

<sup>19</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>20</sup> Obligasjoner som er ansett som så risikofylte at de ikke regnes som såkalt ”investment grade” hos ratingbyråene. Som en kuriositet nevnes at etter hvert som begrepet ”junk bonds” ble svært belastet i negativ forstand begynte mange bransjeaktører å bruke begrepet ”high yield bonds” om den samme typen obligasjoner. Dette begrepet vekker unektelig litt mer positive assosiasjoner.

Det har også vært hevdet at lånefinansierte spekulasjonsoppkjøp kan være uheldige for en ordnet verdipapirhandel.<sup>21</sup> Dette vil ha særlig relevans for børsnoterte selskaper.<sup>22</sup>

Det siste hensynet som ivaretas av § 8-10, er hensynet til å effektivisere andre aksjeselskapsrettslige skranker på avtalefriheten.

For det første er det gitt restriksjoner på overføringer fra selskapet til en aksjeeier i §§ 3-6 og 3-8. Disse restriksjonene vil kunne håndheves bedre ved at §§ 8-7 og 8-10 vil kunne hindre gunstige lån og/eller annen finansiering som i realiteten er utdelinger fra selskapet, men hvor de formelle og materielle reglene for utdelinger ikke er overholdt.<sup>23</sup>

Videre vil forbudet i § 8-10 kunne hevdes å effektivisere forbudet i § 8-7 som retter seg mot visse typer lån og sikkerhetsstillelser. Paragraf 8-7 er mer generell, mens § 8-10 dreier seg om én type tilfeller, i tillegg til at § 8-7 (3) gjør unntak for konsernforhold. Innenfor virkeområdet til § 8-10 vil derfor denne bestemmelsen kunne være strengere enn § 8-7.

Som berørt ovenfor, vil § 8-10 også kunne ses på som en forlengelse av reglene i §§ 9-2 flg. om erverv av egne aksjer, og bidra til å effektivisere disse.

I tillegg til disse bestemmelsene kan det være i strid med det såkalte likhetsprinsippet dersom selskapet bidrar til å finansiere erverv av aksjer i selskapet overfor en aksjeeier, men ikke de øvrige. Prinsippet om likhet mellom aksjer er lovfestet i § 4-1.<sup>24</sup>

Som motargumenter mot forbudet i § 8-10 har det vært anført at det kan hindre nødvendige eller samfunnsøkonomisk lønnsomme omstruktureringer i næringslivet. LBO-utvalget uttalte at "selskapsoppkjøp – også lånefinansierte – i mange tilfelle vil kunne være et nyttig

---

<sup>21</sup> Giertsen (1996) s. 27 med videre henvisninger.

<sup>22</sup> Kaasen (2000) s. 281.

<sup>23</sup> Giertsen (2002) s. 18.

<sup>24</sup> For mer om likhetsprinsippet, se Truyen (2004) s 97 flg.

virkemiddel ved gjennomføring av rasjonaliseringstiltak og strukturtilpasninger i næringslivet”.<sup>25</sup> Børsnoterte selskaper, som ofte har en spredt eierstruktur og derfor i realiteten er ledelsesstyrte, vil kunne ha et særlig stort forbedringspotensiale etter et oppkjøp. Etter at en sterk eier har kjøpt opp selskapet, vil slike selskaper gjerne gjennomgå omstruktureringer og lignende som kan bidra til økt verdiskaping. Dette gjelder sannsynligvis i enda større grad hvis selskapet pådrar seg mye gjeld. For det første vil dette automatisk føre til en strammere styring av selskapet, for det andre vil også kreditorene komme inn i større grad som kontrollører overfor selskapets ledelse. I den grad § 8-10 er til hinder for slike oppkjøp, kan det være uheldig.<sup>26</sup>

Ifølge vanlig økonomisk teori vil enhver inngripen i et velfungerende fritt marked kunne føre til lavere samfunnsøkonomisk effektivitet. Det er imidlertid ikke alltid slik at markedet fungerer optimalt. Det kan for eksempel tenkes samfunnsøkonomiske kostnader ved oppkjøp som verken målselskapet eller oppkjøpsselskapet har noen incentiver til å hensynta. Eksempelvis kan styret lettere sette personlige interesser foran selskapets interesser dersom målselskapet aktivt kan bidra ved finansieringen av oppkjøpet, fordi oppkjøpsselskapet kan gi styret personlige incentiver til å gjennomføre transaksjonen. Man kan da få situasjoner hvor beslutningstagerne i målselskapet favoriserer det selskapet som gir dem best vilkår etter overtagelsen.

Når det gjelder hensynet til at styret eller andre beslutningstagerer bør tjene selskapet og ingen andre særinteresser, kan det anføres at dette ivaretas like godt ved de alminnelige reglene om myndighetsmisbruk og at styret skal handle i selskapets interesse. Imidlertid gir forbudet i § 8-10 anvisning på en klarere og mer konkret norm enn de øvrige bestemmelsene, og kan derfor hevdes å effektivisere disse reglene, og således også ivareta hensynene bak dem bedre.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> NOU 1991:25 s. 8 og 53.

<sup>26</sup> Dette er bare noen få av de mange argumenter og motargumenter som kan anføres i denne forbindelse. For en mer utførlig fremstilling av dette, se Andersen m.fl. (2007) s. 107 flg.

<sup>27</sup> Dette drøftes nærmere nedenfor.

Det kan også være vanskelig å utforme et forbud mot finansiell bistand ved lånefinansierte oppkjøp, fordi det er vanskelig å avgrense begrepet, og dermed forbudet, mot de tilfellene man ønsker å ramme.<sup>28</sup> Det blir da noe vilkårlig hvordan forbudet rammer, noe som selvsagt er uheldig. Dette er ikke nødvendigvis et argument mot et forbud mot enkelte typer lånefinansierte oppkjøp, men heller en observasjon av at et eventuelt forbud må formuleres slik at man kun rammer de ønskede tilfellene.

Det kan også være grunn til å skille ut etterfølgende finansiell bistand som noe prinsipielt annet enn bistand som kommer forut for eller samtidig oppkjøpet. Ved etterfølgende bistand eier kjøperen selskapet og må derfor som utgangspunkt kunne disponere sine eiendeler fritt. Oppkjøpselskapet og målselskapet vil etter oppkjøpet typisk utgjøre et konsern eller være en del av samme konsern. De alminnelige regler om at alle konsernlån skal inngås på "armlengdes" avstand, samt den alminnelige misbrukslære vil kunne gi minoritetsaksjeeiere, kreditorer og ansatte den nødvendige beskyttelse mot tapping av selskapet.<sup>29</sup>

Ved erverv av aksjer er utgangspunktet at dette er begrunnet i en forventning om at den fremtidige kapitalstrømmen fra selskapet skal gi tilbakebetaling og forrentning av investeringen. Et vidtgående forbud mot etterfølgende finansiell bistand kan være til hinder for dette. I så fall kan forbudet være skadelig for aksjers omsettelighet, og dermed et hinder for selskapers innhenting av kapital.

Ved vurderingen av § 8-10 er det også et moment at det koster næringslivet store summer å utrede grensen mellom lovlige og ulovlige transaksjoner. Det kan gjøre

---

<sup>28</sup> NOU 1991:25 s. 11-12.

<sup>29</sup> Se Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 47, Den Norske Advokatforenings høringsuttalelse, hvor det argumenteres for dette. Et tilsvarende syn har også kommet til uttrykk i juridisk teori som et argument for å begrense rekkevidden av forbudet i de tilfellene hvor aksjelovene gir tilfredsstillende beskyttelse for minoritetsaksjeeiere og kreditorer.

transaksjonskostnadene høyere i Norge enn i land som har et mer begrenset forbud. I tillegg til denne direkte kostnaden kommer også kostnaden ved at oppkjøper ofte må ty til dyrere finansiering enn det ville kunne fått ved å benytte målselskapets midler direkte.<sup>30</sup> At Norge opererer med andre og strengere regler enn ellers i EU, kan forsterke disse effektene.

EU-direktivet som danner grunnlaget for § 8-10 har vært sterkt omstridt, blant annet på bakgrunn av det ovennevnte.<sup>31</sup> Den er da også foreslått endret, jf nedenfor i punkt 2.5.

## 2.4 Rettskildebildet

### 2.4.1 Innledning

Nedenfor vil jeg gi en kort oversikt over rettskildebildet i forbindelse med § 8-10. Jeg vil også behandle spørsmålet om § 8-10 er en rettslig standard.

### 2.4.2 Rettslig standard

På bakgrunn av uttalelser i forarbeidene har det i teorien vært diskutert om forbudet i § 8-10 kan karakteriseres som en rettslig standard.<sup>32</sup>

En rettslig standard skiller seg fra andre skjønnsmessige ord og uttrykk i en lovtekst ved at det forutsettes en vurdering i forhold til en målestokk eller en norm som finnes utenfor lovteksten selv. Denne målestokken, og dermed standarden, vil kunne endres avhengig av tid og situasjon.<sup>33</sup>

---

<sup>30</sup> Jf Andersen m.fl. (2007) s. 127 som siterer Jan Schans Christensen ”Grænseoverskridende virksomhedsoverdragelser”, GadJura, 1. udgave (1998) s. 251: ”§ 115, subsection 2 (tilsvarende i store trekk § 8-10, min anmerkning), has a substantial impact on the costs to be paid by acquirers. The prohibition against target-asset financing frequently means that other, more expensive sources of finance will have to be exploited.”

<sup>31</sup> Jf blant annet Birkeland (2005) s. 523.

<sup>32</sup> Ot.prp. nr 36 (1993-1994) s. 60 og 66. Jf Matre (2000) s. 166, Giertsen (1996) s. 150 samt Bråthen (2000) s. 402.

<sup>33</sup> Boe (1993) s. 204.

Dette medfører at selv om en disposisjon omfattes av ordlyden, må det vurderes konkret om den bør rammes av forbudet. Bestemmelsens formål og markedspraksis vil da få særlig betydning ved fastleggelsen av rekkevidden til forbudet.<sup>34</sup>

Giertsen (1996) s. 150 stiller spørsmålstegn ved om begrepet "stille midler til rådighet" kan karakteriseres som en rettslig standard.<sup>35</sup> Giertsen hevder at "Justisdepartementets poeng med å bruke betegnelsen 'rettslig standard' var trolig at departementet – p.g.a. vanskelighetene med å formulere forbudet mer presist – ville signalisere at lovteksten ikke er avgjørende, og at rettsanvenderne skal ha en vid adgang til å tolke alternativet 'stille midler til rådighet' i lys av formålet med forbudet." Giertsen hevder altså at begrepet "rettslig standard" er lite treffende for § 8-10's vedkommende, blant annet fordi det ikke er tale om godhetsvurderinger. Matre kan til en viss grad synes enig i dette: "Som standard er forbudet nokså uvanlig. Rettslige standarder benyttes fortrinnsvis ved verdispørsmål, der rettsanvenders godhetsvurderinger har særlig betydning for grensesettingen. Hvorvidt selskapet har stilt midler til rådighet eller ikke, har mer preg av et kunnskapsspørsmål, som kan besvares med ja eller nei".<sup>36</sup> Matre konkluderer likevel med at forbudet bør karakteriseres som en rettslig standard.

Hvordan § 8-10 skal karakteriseres vil uansett neppe ha stor betydning, ettersom det er bred enighet om at godhetsvurderinger og rimelighetsbetraktninger uansett ikke kan tillegges stor vekt. Det sentrale må være at lovens ordlyd er svært vid, uten at det har vært meningen

---

<sup>34</sup> Matre (2000) s. 166: "Den lovtekniske bruk av standard medfører uansett at bestemmelsens formål, godhetsvurderinger og eksisterende normer i forretningslivet, som god foretaksskikk o.l., får særlig betydning ved fastsettelsen av forbudets rekkevidde."

<sup>35</sup> Slik også Bråthen (2000) s. 402. Bråthen synes imidlertid å bruke begrepet rettslig standard annerledes enn Matre. Bråthen skriver i forbindelse med bruken av begrepet at det "ikke henspiller på at vurderingen av disposisjonen i alle henseende kan foretas etter en norm som ligger utenfor de *skrevne rettskilder*" (min utheving). Matre på sin side bruker begrepet *lovtekst* istedenfor *skrevne rettskilder*. Denne forskjellen i bruken av begrepet kan medføre at uenigheten fremstår som større enn den egentlig er.

<sup>36</sup> Matre (2000) s. 166.



å ramme alle tilfeller som etter en naturlig språklig forståelse omfattes av ordlyden. Rekkevidden av § 8-10 må fastlegges på bakgrunn av vanlig juridisk metode, likevel slik at markedspraksis og reelle hensyn bør veie tungt. I tillegg bør bestemmelsen tolkes dynamisk, slik at det som til enhver tid anses som ordinære forretningsmessige disposisjoner rammes i minst mulig grad.

### 2.4.3 Rettskilder

Lovens ordlyd er vag og vidtrekkende. Ordlyden er selvsagt et sentralt tolkningsmoment, men ettersom denne ikke er spesielt presis, vil det være av stor betydning i hvilken grad et gitt resultat ivaretar de forskjellige hensynene bak bestemmelsen. Formålsbetraktninger vil derfor kunne ha stor vekt ved tolkningen av § 8-10. Dette gjelder særlig forbudet mot etterfølgende bistand som særlig tar sikte på å hindre omgåelser.

Rettspraksis om § 8-10 er svært sparsom. I skrivende stund har imidlertid den såkalte Thrane-saken blitt viet en viss oppmerksomhet i media. Denne saken dreier seg blant annet om et lån fra et målselskap til et oppkjøpselskap ytt relativt kort tid etter oppkjøpet. Et av spørsmålene i saken er om dette lånet ble ytt i strid med § 8-10.<sup>37</sup> Dom ventes å foreligge i løpet av høsten 2007. I tillegg finnes det noen underrettsdommer, samt noe dansk rettspraksis.

Forarbeidene til § 8-10 er forholdsvis omfattende og strekker seg over lang tid. Imidlertid er ordlyden i § 8-10 så vidtrekkende at forarbeidene på langt nær er grundige nok til å gi svar på en rekke problemstillinger rundt anvendelsen av § 8-10. En rekke konkrete situasjoner og problemstillinger drøftes, men ikke på langt nær alle tilfeller som kan oppstå i praksis, eller problemstillingene i tilknytning til disse. Dette taler for at forarbeidene

---

<sup>37</sup> Sentralt i denne problemstillingen står spørsmålet om hvilket tidspunkt § 8-10 skal vurderes i forhold til. Da aksjene i målselskapet (Thrane Gruppen ASA) ble ervervet, forelå det ikke noen hensikt om å finansiere ervervet ved hjelp av lån fra målselskapet. Dette ble først aktualisert på et senere tidspunkt. Spørsmålet er da om kravet til forbindelse mellom disposisjonene er oppfylt. Se nærmere om denne problemstillingen nedenfor.

generelt må brukes med en viss forsiktighet, og det kan være god grunn til å hevde at de bør tillegges forholdsvis liten vekt på de tilfeller som ikke er inngående drøftet. I hvert fall gjelder dette ved anvendelsen av § 8-10 utenfor kjerneområdene til bestemmelsen. Dette samsvarer med alminnelig rettskildelære, hvor den vanlige oppfatningen er at vekten av forarbeider blant annet beror på ”i hvilken utstrekning det foreligger en veloverveid vurdering av de aktuelle implikasjoner og en normativ lovgivervilje som omfatter den aktuelle situasjon”.<sup>38</sup>

Uavhengig av om § 8-10 karakteriseres som en rettslig standard, er bestemmelsen ment å være dynamisk og tilpasningsdyktig og ikke hindre forretningsmessig ønskelige disposisjoner. Dette kan også trekke i retning av at man må være forsiktig med å tillegge forarbeidene for stor vekt i konkrete situasjoner.

Reelle hensyn vil på samme måte spille en rolle ved tolkningen av bestemmelsen. Reelle hensyn i betydningen ”det individuelle resultatets godhet” kan imidlertid ikke spille en stor rolle ettersom kravet til forutberegnelighet er viktig på dette området.<sup>39</sup>

Behovet for forutberegnelighet tilsier også at markedspraksis bør tillegges betydelig vekt ved tolkingen av § 8-10. Dette gjelder særlig i de usikre grensetilfellene på grunn av mangelen på klare føringer i lovtekst og forarbeider. Det er likevel viktig å understreke at markedspraksis ikke kan være avgjørende alene. Markedsaktørene har ikke foranledning til å ivareta alle de relevante hensynene bak § 8-10, noe som vil reflekteres i markedspraksis. Betydningen av markedspraksis vurderes forøvrig nærmere nedenfor under gjennomgangen av de forskjellige typetilfellene.

---

<sup>38</sup> Matre (2000) s. 169.

<sup>39</sup> Se Eckhoff (2001) s. 371 flg. om forskjellige typer reelle hensyn og Truyen (2004) s. 44 for tilsvarende synspunkter ved tolkningen av reglene om myndighetsmisbruk.

I juridisk litteratur har flere av problemstillingene vært utførlig drøftet og debattert. Dette, samt hensynet til forutsigbarhet, kan trekke i retning av at juridisk litteratur bør tillegges noe vekt.

Ettersom § 8-10 bygger på et EU-direktiv, kan det være rettskildemessig interessant å se hen til hvordan andre land har implementert dette direktivet. Jeg vil komme noe tilbake til dette nedenfor. Selv om utenlandsk rett på denne måten kan få betydning for tolkningen, er det viktig å understreke at de norske reglene går noe lenger enn EU-direktivet, og at man derfor bør være noe forsiktig med å tillegge utenlandsk rett for stor vekt der de norske reglene er ment å omfatte mer enn direktivet. Argumentasjonsverdien til utenlandsk rett vil likevel være viktig, særlig der de norske forarbeidene ikke har drøftet den aktuelle problemstillingen.

## 2.5 Eventuelle kommende endringer i bestemmelsen<sup>40</sup>

Den 6. september 2006 vedtok Europaparlamentet og Rådet for den europeiske union et endringsdirektiv til annet selskapsrettsdirektiv.<sup>41</sup> Endringsdirektivet åpner for en større adgang til selskapsfinansierte aksjeerverv. Direktivet pålegger i denne forbindelse ingen plikter, kun en mulighet for medlemsstatene til å gi lempeligere regler. Justisdepartementet har sendt ut et høringsnotat i forbindelse med direktivet.<sup>42</sup> I dette notatet foreslås det at § 8-10 ikke endres, men departementet vil vurdere spørsmålet nærmere etter høringen, og etter å ha sett hvilke løsninger som velges blant annet i de andre nordiske landene.

I dansk teori er det stilt spørsmål ved om dette direktivet egentlig gjør reglene noe særlig lempeligere. Direktivet inneholder nemlig en rekke vilkår som må være oppfylt for at selskapsfinansierte aksjeerverv skal være tillatt, og en samlet vurdering av disse viser at

---

<sup>40</sup> For mer om dette, se Birkeland (2005).

<sup>41</sup> Direktiv 2006/68/EF om endringer i rådsdirektiv 77/91/EØF.

<sup>42</sup> Se <http://www.regjeringen.no/upload/JD/Vedlegg/Hoeringer/HoringEndringerAksjeloven13072007.pdf> (Høringsnotat 3. juli 2007).

vilkårene er så strenge at det er liten grunn til å tro at en eventuell endring i dansk rett på bakgrunn av endringsdirektivet vil ha stor innvirkning i praksis.<sup>43</sup>

Jeg vil ikke drøfte eventuelle implikasjoner av endringsdirektivet til annet selskapsrettsdirektiv nærmere her.

### **3 Generelt om forbudets rekkevidde**

#### **3.1 Å "stille midler til rådighet eller yte lån eller stille sikkerhet"**

Dette vilkåret fastsetter hva slags type bistand som rammes av forbudet i § 8-10. Bestemmelsen lister opp tre alternativer som alle rammes av forbudet. Det første alternativet er klart mest vidtgående. De to andre alternativene, lån og sikkerhetsstillelse, bør i lys av første alternativ hovedsakelig ses på som eksempler på hva som rammes.<sup>44</sup> Før alternativet "stille midler til rådighet" kom inn i loven, ble grensene for lån og sikkerhet debattert i juridisk litteratur. Etter lovendringen synes dette ikke like interessant eller avgjørende lenger, ettersom det er vanskelig å tenke seg lån eller sikkerhetsstillelser som ikke også vil kunne ses under synsvinkelen "stille midler til rådighet". Drøftelsen nedenfor er derfor konsentrert om dette begrepet.

Begrepet "stille midler til rådighet" rekker meget vidt, og vil etter sin ordlyd omfatte alle typer finansiell bistand, både der bistanden blir fremmedkapital for oppkjøpsselskapet og der den blir egenkapital. I tillegg vil bistand som ikke innebærer en overføring av midler kunne rammes.<sup>45</sup> Det er likevel klart at forbudet ikke er ment å ramme så vidt.<sup>46</sup> Ordlyden

---

<sup>43</sup> Andersen m.fl. (2007) s. 142 – 146.

<sup>44</sup> Eventuelt kan man se det slik at begrepet "stille midler til rådighet" må avgrenses negativt mot de andre alternativene. Hvilket synspunkt man velger vil ikke ha praktisk betydning.

<sup>45</sup> Se Matre, Norsk Lovkommentar n. 1394 og nærmere nedenfor.

må derfor i en del tilfeller tolkes innskrenkende. Nedenfor vil jeg drøfte begrepet generelt. En grundigere gjennomgang av når ordlyden må tolkes innskrenkende følger under drøftelsen av de forskjellige typetilfellene i oppgavens punkt 4.

Alternativet ”stille midler til rådighet” ble introdusert av Aksjelovgruppen fordi den kom til at ”yte lån eller stille sikkerhet” ikke fanger opp alle aktuelle former for finansiell bistand som er aktuelle ved kjøp av aksjer.<sup>47</sup> Dette ble fulgt opp i Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) hvor det gis tilslutning til begrepet, samtidig som det henvises til at dette vil bringe norsk rett i samsvar med annet selskapsrettsdirektiv art. 23, og rettstilstanden i blant annet Danmark.<sup>48</sup> Departementet uttaler at det ”kan rettes innvendinger mot en slik lovgivningsteknikk”, altså en lovgivning uten presise formuleringer, basert på en skjønsmessig norm. De finner det likevel vanskelig å gjøre det på en annen måte.<sup>49</sup> Det knyttes ikke øvrige kommentarer eller tilføyelser til begrepet ut over dette i forhold til NOU 1992:29. Formuleringen kom til slutt inn i aksjeloven 1976 ved en endringslov som trådte i kraft i 1996.<sup>50</sup> I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) drøftes ikke innholdet i begrepet i dybden, men det slås fast at ordlyden ”klart” ligger innenfor direktivets krav.<sup>51</sup> Med det antydes også at formuleringen sannsynligvis strekker seg noe lenger enn direktivets krav.

Begrepet ”finansiell bistand” ble introdusert istedenfor ”stille midler til rådighet” i forarbeidene til den nye aksjeloven. Å ”stille midler til rådighet” kom først inn i de nye aksjelovene under stortingsbehandlingen. Bakgrunnen for dette var et ønske om at lovteksten skulle stemme best mulig språklig med selskapsrettsdirektivet. Den norske teksten ble derfor endret overensstemmende med den danske, mens den fremstår som mer

---

<sup>46</sup> Dette fremgår av forarbeidene med støtte i juridisk teori. Jeg kommer tilbake til dette under drøftelsene nedenfor.

<sup>47</sup> NOU 1992:29 s. 175 og 180. LBO-utvalget ytret ønske om noe tilsvarende i NOU 1991:25 s. 70.

<sup>48</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 66.

<sup>49</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 66.

<sup>50</sup> Lov om endringer i lov av 4. juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper m.v. av 22. desember 1995 nr 80.

<sup>51</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 49.

vidtgående enn for eksempel den engelske, jf nedenfor. Noen realitetsendring var likevel ikke tilsiktet med dette.<sup>52</sup> Det kan derfor legges til grunn ved lesingen av forarbeidene at ”stille midler til rådighet” og ”finansiell bistand” skal tolkes på samme måte.

Det er samtidig liten tvil om at den norske ordlyden strekker seg lengre enn direktivet krever. Dette synet støttes av uttrykkene som er brukt i den franske, engelske og tyske direktivteksten, som alle retter seg mot forskudd. Den danske teksten er riktignok overensstemmende med den norske, men den fremstår mer som et unntak fra de øvrige språkversjonene enn regelen.<sup>53</sup> Det synes noe uklart i hvilken grad lovkonsipistene har vært klar over denne forskjellen. Eksempelvis uttales det i Ot.prp. nr. 4 (1995-1996) s. 10-11 og s. 35 at formuleringen ”stille midler til rådighet” er nødvendig for å være i overensstemmelse med direktivet. På den annen side uttales det i Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 66 at forslaget til den norske lovteksten går lenger enn direktivet krever.<sup>54</sup> Det har derfor vært hevdet at rekkevidden av bestemmelsen i tvilstilfeller bør tolkes innskrenkende i retning av forbudet i direktivet i tvilstilfeller.<sup>55</sup>

Direktivet er et minimumsdirektiv og derfor ikke til hinder for strengere nasjonale bestemmelser. Selv om det nok kan tenkes at det på forskjellige stadier i lovforarbeidet har eksistert ulike oppfatninger om rekkevidden av direktivbestemmelsen, hersker det liten tvil om at det før lovens vedtagelse var enighet om at den norske teksten gikk lengre enn direktivet krevde.<sup>56</sup> Årsaken til at man ikke drøftet dette grundigere kan derfor tenkes å være at man ønsket å oppfylle direktivets krav, noe som tidlig ble avklart at man gjorde, og at man deretter søkte å finne en norsk løsning som best mulig ivaretok de forskjellige

---

<sup>52</sup> Innst.O. nr. 80 (1996-1997) s. 12.

<sup>53</sup> Den danske teksten lyder ”stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed”, mens den engelske lyder ”advance funds, nor make loans, nor provide security”. Se Giertsen (1996) s. 45 flg. for en analyse av de forskjellige språkversjonene.

<sup>54</sup> Tilsvarende hevdes i Innst.O. nr. 80 (1996-1997) s. 12.

<sup>55</sup> Matre (2000) s. 168, Norsk Lovkommentar n. 1394.

<sup>56</sup> Innst.O. nr. 80 (1996-1997) s. 12 og Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

hensyn bak bestemmelsen for norske forhold.<sup>57</sup> Dette støttes også av at forarbeidene samlet sett ikke gir inntrykk av at man kun har hatt for øye å innføre direktivet, man har også grundig drøftet de foreslåtte formuleringer og i hvilken grad de vil fungere etter hensikten. Samtidig har nok det politiske miljøet i Norge vært mer skeptiske til den typen oppkjøp bestemmelsen er ment å ramme enn myndighetene i flertallet av de europeiske land. At bestemmelsen går noe lengre enn det man ble enige om da direktivet ble vedtatt i EU, kan altså hevdes å stemme godt med de overordnede politiske strømninger, selv om dette ikke kan tillegges særlig rettskildemessig betydning.

På denne bakgrunn synes det unaturlig å bruke forarbeidene som et argument for å tolke bestemmelsen innskrenkende på grunn av manglende samsvar med direktivteksten. Dette er selvsagt ikke nødvendigvis til hinder for en innskrenkende tolkning av bestemmelsen. At forholdet til EU-direktivet har vært gjenstand for en viss uklarhet, kan trekke i retning av at forarbeidene ikke bør tillegges for mye vekt på dette punktet.

Markedspraksis vil, som vist ovenfor, kunne ha betydning for tolkningen av bestemmelsen. Som et overordnet inntrykk synes markedspraksis å være atskillig mer liberal enn i hvert fall en streng tolkning av loven og forarbeidene skulle tilsi. Markedspraksis gjennomgår nærmere i drøftelsene av de forskjellige typetilfellene nedenfor.

Avslutningsvis nevnes at det kan stilles spørsmål ved om det i begrepet ”stille midler til rådighet” forutsettes en formuesoverføring fra målselskapet til oppkjøper.

Det er ikke rettskildemessig grunnlag for et slikt standpunkt. Det uttales i forarbeidene at dette uttrykket både er ment å ramme tilfeller der det faktisk skjer en kapitaloverføring, for eksempel gaver eller lignende, men også tilfeller der det ikke finner sted en direkte kapitaloverføring, eksempelvis der et målselskap garanterer at kjøperen ikke skal lide tap ved et eventuelt senere salg av aksjene.<sup>58</sup> Det samme fremgår også indirekte gjennom

---

<sup>57</sup> Det kan diskuteres om det er noen forhold i Norge som skulle tilsi en annen regulering enn ellers i EU, se punkt 5.

<sup>58</sup> NOU 1992:29 s. 175 og s. 180. Samme eksempel er også brukt i NOU 1996:3 s. 150.

diverse uttalelser i forarbeidene hvor det gis eksempler på situasjoner som kan rammes, blant annet refinansieringer og fusjon. Dersom man hadde ment at det skulle være et vilkår om formuesoverføring, er det unaturlig at dette ikke blir uttalt i forarbeidene, ettersom man bruker eksempler hvor det regelmessig ikke vil være noen direkte konstaterbar ulempe for målselskapet at disposisjonene blir gjennomført.

## 3.2 I "forbindelse med"

### 3.2.1 Innledning

Paragraf 8-10 oppstiller et vilkår om at bistanden fra målselskapet må være ytt "i forbindelse med" ervervet av aksjene. Det er ikke nok at målselskapet for eksempel låner ut penger til et annet selskap for senere å bli kjøpt opp av låntager dersom disse disposisjonene ikke står i sammenheng med hverandre.

Som en presisering av problemstillingen hitsettes følgende fra forarbeidene:

*"Vurderingstemaet må særlig være hvorvidt det foreligger disposisjoner som er foretatt i sammenheng, og med sikte på å etablere en situasjon som i lys av formålene med bestemmelsen her ikke kan anses ønskelig. Tilfeller som ikke rammes av bestemmelsen, vil være der det ikke foreligger noen slik sammenheng, men i stedet enkeltstående disposisjoner som hver for seg er forretningsmessig begrunnet."*<sup>59</sup>

Begrepet "sammenheng" kan deles opp i tidsmessig og saklig sammenheng. Både den tidsmessige og den saklige sammenhengen må være til stede som vilkår for å anvende § 8-10. Vilkårene er likevel i stor grad komplementære.<sup>60</sup> Det vil si at veldig nær sammenheng,

---

<sup>59</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 155.

<sup>60</sup> Det kan hevdes at tidsmomentet må ses på som en del av vurderingen av hvorvidt den saklige sammenhengen foreligger, istedenfor som et eget vilkår. Dette blir etter min mening bare et spørsmål om systematikk så lenge man anerkjenner at de i stor grad henger sammen og derfor vil kunne utfylle hverandre.



enten i tid eller sak, vil føre til at terskelen for det andre vilkåret kan reduseres, eventuelt økes, der sammenhengen er fjern.<sup>61</sup>

Videre henger de to vilkårene sammen ved at jo lenger tid som er gått mellom ervervet av aksjene og den omtvistede disposisjonen, desto svakere vil den saklige sammenhengen fremstå.<sup>62</sup> Dette kan både begrunnes med at disposisjonene rent objektivt sett ikke står i samme nære sammenheng, men også med at sannsynligheten for at en gitt disposisjon vil gjennomføres blir mindre jo lenger tid som går. Selv om disposisjonen er planlagt helt fra ervervet av aksjene, vil altså den saklige sammenhengen svekkes med tiden.

### 3.2.2 Tidsmessig sammenheng

Lovteksten sier ingenting spesifikt om den tidsmessige sammenhengen mellom ervervet av aksjene og den finansielle bistanden, selv om det er klart at i alle fall en viss tidsmessig sammenheng må kreves.<sup>63</sup> Det nærmeste man kommer en presisering av dette i forarbeidene er i innstillingen fra Aksjelovutvalget.<sup>64</sup> På grunn av behovet for en ”klar regel”, foreslo utvalget en yttergrense på to år. Før utløpet av denne fristen var det meningen at vurderingen skulle foretas som i dag. Dette ble imidlertid ikke vedtatt i det videre lovarbeidet.<sup>65</sup>

I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48 uttales det i tilknytning til den foreslåtte toårsfristen at ”[e]tter departementets syn er det ikke påkrevet med et generelt forbud mot refinansiering mv i en bestemt periode etter aksjeervervet”. Uttalelsen kan tyde på at departementet misforsto forslaget, og trodde det var ment å gjelde et absolutt forbud innenfor toårsfristen mens utvalgets forslag gikk ut på en ”yttergrense” på to år. Det

---

<sup>61</sup> Se blant annet Kaasen (2000) s. 280 og Giertsen (1996) s. 81.

<sup>62</sup> Slik også Matre (2000) s. 174.

<sup>63</sup> Jf NOU 1992:29 s. 180 om forbindelseskravet: ”I dette ligger et krav om en viss saklig og tidsmessig sammenheng mellom ervervet og den disposisjon som foretas fra selskapets side.”

<sup>64</sup> NOU 1996:3 s. 151.

<sup>65</sup> For øvrig henvises det til NOU 1991:25 s. 96-97 (utkast til § 5D i verdipapirhandelloven) som ”et visst forbilde”. Det var her foreslått en frist frem til første reviderte regnskap. Den ble også kommentert i Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 66, men ble ansett å stå i nær sammenheng med andre bestemmelser i verdipapirhandelloven og egnet seg etter departementets syn ikke som en generell regel.

er imidlertid lite sannsynlig at departementet misforsto forslaget på et så sentralt punkt. Mest sannsynlig er uttalelsen bare upresis og ikke uttrykk for en misforståelse.

I Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 46-48 diskuteres toårsforslaget til Aksjelovutvalget. Enkelte høringsinstanser henviser til at dette vil være alt for lang tid, og foreslår istedenfor ingen begrensning, eller en frist frem til første reviderte regnskap. Departementets vurdering er at en slik frist ikke vil være nødvendig. Istedenfor henvises det til at hovedformålet med å utstrekke forbudet i § 8-10 til også å gjelde etterfølgende finansiell bistand er å ramme omgørelser av "det primære målet for forbudet: Å hindre finansiering som *direkte tar sikte på* erverv av aksjer".<sup>66</sup> Dette standpunktet støttes også av flere uttalelser samme sted.<sup>67</sup> Så lenge bestemmelsen lyder "i forbindelse med ervervet", er dette etter departementets oppfatning en god nok grensedragnings. Departementet henviser videre til at det må foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfellet og at formålet også må være av vesentlig betydning.<sup>68</sup>

Departementet tar altså uttrykkelig avstand fra en absolutt toårsregel og henviser istedenfor til en mer skjønnsmessig grense. Samtidig er departementet svært tilbakeholdne med å uttale noe om hvordan denne grensen bør trekkes. Den klareste føringen er det nevnte siktemålet om at formålet med å ramme etterfølgende bistand er å ramme omgørelser av det opprinnelige forbudet. Dette bør derfor tillegges stor vekt ved fastleggingen av grensen.

Det bør også legges til at selv om departementet uttrykkelig tok avstand fra en tidsbestemt regel, kan den foreslåtte toårsregelen kanskje tjene som en grov rettesnor for den skjønnsmessige vurderingen. Uttalelsene i forarbeidene tyder på at departementet ikke nødvendigvis var uenig i lengden på fristen som sådan. Toårsfristen ble fraveket fordi det

---

<sup>66</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>67</sup> Jf Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48 hvor det uttales at man må "legge vekt på behovet for å hindre omgørelser. Et forbud vil være til liten hjelp dersom et selskap ved enkle tiltak vil kunne etablere ordninger som går klar av forbudet, men som har de samme negative konsekvenser som de ordninger man har villet forby."

<sup>68</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

ikke ble ansett hensiktsmessig å ha en absolutt ”siste frist”, for ikke å avskjære muligheten for å ramme enkelte disposisjoner også etter to år. Forslaget kan likevel sies å gi uttrykk for at de fleste disposisjoner vil gå klar av forbudet etter en toårsperiode. Videre vil mangelen på klare føringer og andre rettskildefaktorer, som for eksempel rettspraksis, kunne føre til at markedspraksis vil måtte tillegges vekt når den nærmere grensen skal trekkes, jf også ovenfor i punkt 2.4.3. Ved disposisjoner av denne typen kan det være avgjørende med forutsigbarhet. Partene har gjerne innrettet seg i den tro at disposisjonen vil bli akseptert, og det vil kunne få store økonomiske og administrative konsekvenser dersom dette senere viser seg å være feil. Når det heller ikke finnes noen mulighet til å innhente forhåndsuttalelser fra myndighetene om spørsmålet, blir partenes rettmessige behov for forutsigbarhet enda mer fremtredende.<sup>69</sup> Dersom forhåndsuttalelser kunne vært innhentet (eksempelvis som i skattesaker), kunne dette ivarettatt behovet for forutsigbarhet til en viss grad.

Jeg vil omtale markedspraksis nærmere i forbindelse med drøftelsene av de forskjellige typetilfellene nedenfor.

### 3.2.3 Saklig sammenheng

Før lovendringen i 1996 lød bestemmelsen ”med sikte på”, hvilket sammenfaller bedre med den engelske direktivteksten (”with a view to”), og den danske (”med henblik på”). Dette ble av Aksjelovgruppen antatt å være for snevert og det ble derfor foreslått byttet ut med ”i forbindelse med” uten at kravet til saklig sammenheng presiseres i særlig grad.<sup>70</sup> Dette synspunktet følges opp ”under en viss tvil” i Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 66.

Formuleringen blir så nærmere drøftet av departementet i forbindelse med ny aksjelov.<sup>71</sup> Departementet uttaler at formuleringen ”innebærer en tilfredsstillende grensedragning”, og

---

<sup>69</sup> Spørsmål til Justisdepartementets lovavdeling vil i dag mest trolig bli avvist som spørsmål om konkrete saker.

<sup>70</sup> NOU 1992:29 s. 180.

<sup>71</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997). Derimot er drøftelsen nærmest ikke-eksisterende i Ot.prp. nr. 4 (1995-1996).

videre at dette medfører at man konkret må vurdere om aksjeerhvervet og den finansielle bistanden skjer i sammenheng, eller om det er tale om helt atskilte disposisjoner.<sup>72</sup>

Som nevnt ovenfor, ble det også uttalt i forarbeidene at begrunnelsen for å utvide ordlyden i § 8-10 til å omfatte også etterfølgende bistand var å ramme omgåelser av det primære forbudet fordi de samme hensyn gjør seg gjeldende.<sup>73</sup> Uttalelsene i forarbeidene tyder derfor på at etterfølgende bistand er utenfor kjerneområdet til § 8-10, hvilket kan tilsi en noe mer forsiktig bruk av bestemmelsen på disse tilfellene. Med andre ord bør man stille noe sterkere krav til den saklige sammenhengen ved etterfølgende finansiell bistand, enn for disposisjoner som foretas før eller samtidig med ervervet.

Når det gjelder den nærmere grensedragningen, vektlegger departementet ”behovet for ikke å hindre ordinære disposisjoner som har en naturlig forretningsmessig begrunnelse”.<sup>74</sup> Dette tyder på at hvorvidt den aktuelle disposisjonen har en forretningsmessig begrunnelse må stå sentralt i vurderingen av om den rammes av § 8-10.

Det uttales videre i forarbeidene at *formålet* med den finansielle bistanden er av ”vesentlig betydning”.<sup>75</sup> Spørsmålet er hvordan formålet skal vurderes. Skal man ta utgangspunkt i beslutningstagernes subjektive oppfatning, eller er det snakk om en mer objektivisert norm?

Dersom formålet beviselig ikke var å finansiere ervervet, vil det forhold at det rent faktisk var med å bidra til ervervet ikke nødvendigvis være avgjørende. Et eksempel på dette er at målselskapet yter lån til oppkjøpselskapet i den hensikt å finansiere driften av oppkjøpselskapet, samtidig som dette faktisk bidrar til at oppkjøpselskapet settes i stand til å betjene oppkjøpsgjelden, se nærmere punkt 4.3.3 nedenfor. Dette betyr ikke

---

<sup>72</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>73</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>74</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48, og tilsvarende i Innst.O. nr. 80 (1996-1997) s. 12.

<sup>75</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

nødvendigvis at det må bevises hva selskapets beslutningstagere faktisk tenkte om disposisjonen. For å kunne håndheve forbudet effektivt, må det være nok at de objektive kjensgjerninger peker i retning av at formålet var å bidra til å finansiere erverv av aksjer i målselskapet. Det skal altså foretas en objektivisert vurdering selv om beslutningstagernes subjektive formål er utgangspunktet.<sup>76</sup>

Paragraf 8-10 forbyr målselskapet å stille midler til rådighet for oppkjøper. Det kan derfor hevdes at det er *målselskapet* som vurderingen av formålet må knyttes til. Det oppstilles ikke et krav om at målselskapets beslutningstagere må være involvert i transaksjonen, kun at det dreier seg om målselskapets midler. I tillegg vil det ofte være slik at det er de samme personene som sitter i styrene i både oppkjøpsselskapet og målselskapet etter at oppkjøpet er gjennomført. Dette betyr at også oppkjøpsselskapet kan forbryte seg mot forbudet, og at oppkjøpsselskapets formål må vurderes.<sup>77</sup> Det er da også oppkjøpsselskapet som vanligvis vil ha et formål om å benytte målselskapets midler i oppkjøpsfinansieringen. Men også målselskapets ledelse kan ha slike intensjoner. Det er ikke uvanlig at ledelsen i målselskapet får bonuser eller andre incentiver for å bidra til å gjennomføre transaksjonen. Dette medfører at også de kan ha en fordel av oppkjøpet, og dermed et selvstendig motiv for at målselskapet skal bidra til finansieringen av transaksjonen.

#### 3.2.4 Skatterettens gjennomskjæringslære<sup>78</sup>

Beskrivelsen av tilknytningskravet i Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 155 (sitert ovenfor) er veldig lik gjennomskjæringslæren i skatteretten. Denne læren kan derfor være relevant ved

---

<sup>76</sup> Matre i Norsk Lovkommentar n. 1397 kan synes uenig i dette: "Formålet med transaksjonen hos beslutningstaker i selskapet er antagelig ikke avgjørende. Transaksjonen må vurderes ut fra hvordan den objektivt sett fremstår." Forskjellen er ikke nødvendigvis så stor. Det er uansett enighet om at det er en objektivisert vurdering som må legges til grunn. Det eneste det muligens er noe uenighet om er om beslutningstagernes subjektive formål er det prinsipielle utgangspunktet eller ikke. Dette får sannsynligvis liten eller ingen betydning i praksis.

<sup>77</sup> Slik også Andersen m.fl. (2007) s. 33-34 for dansk retts vedkommende. Også den danske Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har anført dette, jf uttalelse av 2. februar 2001.

<sup>78</sup> Behandlingen av dette temaet er inspirert av Zimmer (2005) s. 58 flg.

tolkningen av tilknytningskravet.<sup>79</sup> Jeg vil kort beskrive denne, med vekt på det som kan ha overføringsverdi ved tolkingen av § 8-10.

Problemstillingen ved gjennomskjæring på skatterettens område er å finne grensen mellom lovlig skatteplanlegging og ulovlig omgåelse av skattereglene. Det er sikker rett at det kan gripes inn mot enkelte typer disposisjoner som fremtrer som omgåelser av skattereglene. Dette er basert på en ulovfestet omgåelsesnorm som har vokst frem gjennom langvarig rettspraksis.

Som et grunnvilkår for slik gjennomskjæring er det i skatteretten vanlig å kreve at disposisjonen(e) hovedsakelig må være skattemessig motivert.<sup>80</sup> I tillegg må det foretas en helhetsvurdering hvor blant annet disposisjonens såkalte egenverdi står sentralt. Med egenverdi menes ”i hvilken grad rettsforholdet har vesentlige andre formål og virkninger for skattyteren enn de skatterettslige”.<sup>81</sup> Både positive og negative virkninger skal tillegges vekt.<sup>82</sup> Det stilles ikke store krav til egenverdien, og som et generelt utgangspunkt vil disposisjonen stå seg der egenverdien ikke er uvesentlig.<sup>83</sup>

Det andre sentrale momentet i gjennomskjæringslæren er graden av strid med lovgivers formål. Det må her vurderes i hvilken grad den aktuelle disposisjonen strider mot de bærende hensyn bak den aktuelle skattebestemmelsen. Begge disse momentene (egenverdi og graden av strid med lovgivers formål) har sin parallell i vurderingen som må foretas etter § 8-10. Graden av strid med lovgivers formål, og i hvilken grad hensynene bak bestemmelsen er ivaretatt, er i stor grad bare ulike merkelapper på det samme. På samme måte er egenverdi og forretningsmessig begrunnelse også to betegnelser på det samme.

---

<sup>79</sup> Norsk Lovkommentar n. 1397 og Matre (2000) s. 174.

<sup>80</sup> I Rt. 2002 s. 456 (Hydro Canada) på s. 465 uttales det at det er ”et grunnvilkår for gjennomskjæring at det hovedsakelige formål med bestemmelsen er å spare skatt”.

<sup>81</sup> Zimmer (2005) s. 62.

<sup>82</sup> Se for eksempel Rt. 2002 s. 456 på s. 467.

<sup>83</sup> Zimmer (2005) s. 63.

Det sentrale både i forbindelse med § 8-10 og skatterettens omgåelsesnorm er å ramme disposisjoner som strider mot lovgivers intensjoner og som ikke kan begrunnes med forretningsmessige hensyn. I skatteretten stilles det som nevnt ikke veldig store krav til egenverdien eller den forretningsmessige begrunnelsen. Dersom dette kan ha en overføringsverdi til § 8-10, vil det trekke i retning av at man heller ikke her bør stille store krav til den forretningsmessige begrunnelsen for at disposisjonen skal gå klar av forbudet. Imidlertid er det en viktig rettskildemessig forskjell på de to områdene. Skatterettens omgåelsesnorm er ulovfestet, mens situasjonen i forbindelse med § 8-10 er at forbudet er lovfestet, og at denne lovbestemmelsen i enkelte tilfeller må tolkes innskrenkende. Dette gir forbudet i § 8-10 en sterkere rettskildemessig forankring. Det kan derfor hevdes at det er mindre betenkelig, i hvert fall i forhold til legalitetsprinsippet, å la en disposisjon rammes av forbudet i § 8-10 enn at en disposisjon foretatt for å spare skatt skal rammes av den ulovfestede omgåelsesnormen. Dette kan føre til at vurderingen må bli noe annerledes. Når man på skatterettens område legger til grunn at det kreves en beskjeden egenverdi, har derfor ikke dette nødvendigvis noen stor overføringsverdi til § 8-10.

Når det gjelder spørsmålet om formålet med disposisjonen må vurderes objektivt eller subjektivt, kan følgende eksempel fra skatterettspraksis være klargjørende:

I Rt. 2006 s. 1232 (Telenor) uttaler Høyesterett om dette temaet at den er uenig i statens anførsel om en objektiv vurdering. I forhold til vurderingen av formålet ”er det avgjørende hva skattyteren må antas å ha lagt vekt på”.<sup>84</sup> Samtidig uttaler retten at man ikke uten videre kan legge skattyters oppgitte begrunnelse til grunn, men at man må foreta en ”samlet vurdering av de opplysninger som foreligger i saken”. Det vil være en presumsjon for at skattyter har hatt skattebesparelse som viktigste formål der dette er ”den dominerende virkning av disposisjonen”.<sup>85</sup>

---

<sup>84</sup> Rt. 2006 s. 1232 punkt 50.

<sup>85</sup> Rt. 2006 s. 1232 punkt 51.

Disse uttalelsene samsvarer godt med det som er hevdet ovenfor om det samme temaet i forbindelse med § 8-10. Utgangspunktet er en subjektiv vurdering, men særlig av bevismessige hensyn må man se på de objektive kjensgjerninger. På dette området vil hensynene bak vurderingen være ganske like. Hovedformålet er å ramme illojale og planlagte disposisjoner, ikke de disposisjonene som mer eller mindre tilfeldig har som sidevirkning at de er i strid med lovgivers intensjoner på området. Disse uttalelsene i rettspraksis kan derfor hevdes å kunne tillegges vekt også ved vurderingen av formålet etter § 8-10.

### 3.2.5 På hvilket tidspunkt skal formålet vurderes?

Fordi formålet med disposisjonen er et sentralt moment i vurderingen som skal foretas etter § 8-10, blir det viktig å fastlegge på hvilket tidspunkt formålet med den finansielle bistanden skal vurderes. Rent skjematisk kan det tenkes i hvert fall tre tidspunkter å vurdere formålet i forhold til:

- 1) Ved ervervet av aksjene i målselskapet.
- 2) Ved en disposisjon fra målselskapet etter ervervet av aksjene.
- 3) På et senere tidspunkt.

Ad 1)

Hvilket formål som foreligger på tidspunktet for ervervet av aksjene, er klart relevant. Hvis formålet allerede på dette tidspunktet er å finansiere ervervet med midler eller bistand fra målselskapet, vil det tale for å se eventuelle etterfølgende disposisjoner som ledd i en større plan, og derfor utført i forbindelse med ervervet. For eksempel der en oppkjøper allerede før ervervet av aksjene planlegger å betjene oppkjøpslånet gjennom opptak av lån fra målselskapet.

Ad 2)

På ervervstidspunktet kan oppkjøper vurdere situasjonen slik at oppkjøpsgjelden kan betjenes på lovlig måte for eksempel ved utbytter fra målselskapet. Deretter viser det seg at oppkjøpers antagelser omkring målselskapets utbyttekapasitet ikke holder til betjening av



oppkjøpslånet og at oppkøper derfor foretar disposisjoner, for eksempel opptar lån fra målselskapet, i den hensikt å nedbetale oppkjøpsgjelden. Formålet om finansiell bistand fra målselskapet har da ikke vært til stede ved ervervet av aksjene, men gjør seg gjeldende før eller under gjennomføringen av den etterfølgende disposisjonen. Etter ordlyden i § 8-10 er det ikke et nødvendig vilkår at formålet var til stede ved aksjeervervet. Det er *forbindelsen* mellom disposisjonene som må vurderes. Man vil derfor kunne rammes også der formålet ikke var til stede ved ervervet av aksjene, men ved den etterfølgende disposisjonen, dersom det kan påvises en tilstrekkelig forbindelse mellom disposisjonene og oppkjøpet. Den nødvendige sammenhengen vil imidlertid kunne være vanskelig å påvise i slike tilfeller. Det må da finnes særlige faktorer som gjør det naturlig å betegne disposisjonene som foretatt ”i forbindelse” med hverandre. Uansett vil sammenhengen mellom ervervet av aksjene og den etterfølgende disposisjonen fremstå svakere jo lengre tid det går siden ervervstidspunktet. Dette taler for at vurderingen gjennomgående må resultere i at det ikke konstateres brudd på § 8-10 i disse situasjonene.

Dette synspunktet støttes i dansk teori av Werlauff, som for konsernlåns vedkommende skiller mellom de *lovlige* tilfeller, ”hvor konsernlån ikke er planlagt på forhånd og dermed ikke indgår i en helhed i forbindelse med overtagelsen”, og de *ulovlige* tilfellene ”hvor en sådan helhedsbetragtning kan anlægges”.<sup>86</sup>

Ad 3)

Et eksempel på at formålet oppstår på et senere tidspunkt kan være der oppkjøpsselskapet først erverver aksjene i målselskapet, og deretter tar opp et lån fra målselskapet for å finansiere for eksempel drift av oppkjøpsselskapet. På et senere tidspunkt viser det seg at oppkjøpsselskapet trenger de allerede gitte lånene til betjening av oppkjøpsgjelden og bruker dem til dette. Det er etter mitt skjønn svært tvilsomt om dette kan rammes. Den saklige sammenhengen vil her være enda svakere enn i foregående tilfelle. Den tidsmessige sammenhengen vil også regelmessig være enda mer fjern. Det kan videre være kunstig å

---

<sup>86</sup> Werlauff (2006) s. 293

hevde at målselskapet handler i strid med § 8-10 dersom det ikke har hatt noen innflytelse på den endrede situasjonen. Overtredelse av forbudet i § 8-10 kan medføre personlig erstatnings- og/eller straffansvar for ledelsen i målselskapet.<sup>87</sup> Dette gjør det enda mer betenkelig å la slike tilfeller rammes på grunn av forhold utenfor disse personenes kontroll. Eventuelt kan det tenkes at oppkjøpselskapet kan rammes av § 8-10 ved at det bidrar til at målselskapet taper seg selv. Denne betraktningmåten blir imidlertid svært indirekte, og den saklige og tidsmessige sammenhengen vil her være svak. Jeg mener derfor at disse tilfellene ikke bør rammes.

Så vidt meg bekjent finnes ikke rettspraksis fra Høyesterett som direkte tar stilling til spørsmålet om når formålet skal vurderes. I en dom fra Hålogaland lagmannsrett, avsagt i 2003, berører retten spørsmålet.<sup>88</sup> Saken dreide seg blant annet om et lån som ble ytt fra et målselskap til oppkjøper cirka ett år etter ervervet. Lånet ble benyttet til å innfri oppkjøpsgjelden i sin helhet og et av spørsmålene i saken var om dette lånet ble ytt i strid med § 8-10. Retten kom til at lånet ikke var ytt i strid med § 8-10 ettersom det ikke ble funnet å være ytt i forbindelse med erverv av aksjer.

Det var på det rene at det ikke forelå noe formål om å finansiere ervervet av aksjene med det omtvistede lånet på ervervstidspunktet. Da lånet ble ytt, mente styret i oppkjøper at det skulle kunne betjene lånet ved ordinære utbytter fra målselskapet. Det fremheves i dommen at dette også ble støttet av selskapets revisor.

Lagmannsretten fant at det ikke var holdepunkter for at det ved aksjesalget var planer om å finansiere kjøpet ved det omstridte lånet. Videre uttales det av lagmannsretten at innfrielsen kom som en "tilfeldig følge, [...] uten sammenheng med det som hadde skjedd tidligere". På bakgrunn av disse uttalelsene kan det se ut som om lagmannsretten la til grunn at formålet må vurderes allerede ved aksjesalget, eventuelt ved den omtvistede disposisjonen. Det er i hvert fall ingen holdepunkter for at lagmannsretten legger til grunn at formålet kan

---

<sup>87</sup> Jf §§ 17-1 og 19-1 og § 8-11 annet ledd jf § 3-7.

<sup>88</sup> LH-2003-13242. I den såkalte Thrane-saken omtalt ovenfor vil spørsmålet også sannsynligvis bli berørt.

vurderes senere enn det sistnevnte tidspunkt, altså når midlene fra den omtvistede disposisjonen brukes til betjening av oppkjøpslånet.

Denne dommen kan derfor tas til inntekt for synspunktene ovenfor om når formålet skal vurderes. Imidlertid er den rettskildemessige betydningen av dommen noe begrenset. For det første dreier det seg om en underrettsdom, og for det annet drøfter ikke retten problemstillingen grundig og direkte.

### 3.2.6 Oppsummering

Som en oppsummering kan det sies at for at disposisjoner foretatt etter ervervet skal anses å ha en tilstrekkelig saklig sammenheng, må de fremtre som en mer eller mindre sammenhengende operasjon med aksjeervertet. I vurderingen av dette vil formålet tillegges stor vekt. Formålet må vanligvis vurderes på tidspunktet for ervervet av aksjene i målselskapet. Vurderingen av formålet med disposisjonen må ta utgangspunkt i en subjektiv vurdering, men må likevel bygge på objektive kjensgjerninger. Videre vil et viktig moment være hvorvidt en disposisjon kan anses å være forretningsmessig begrunnet, og om målselskapet ville vært i stand til å betjene oppkjøpsgjelden uten bistanden.. Terskelen for å anse en disposisjon som forretningsmessig begrunnet vil sannsynligvis være lav, jf særlig forarbeidene uttalelser om å ikke hindre ordinære disposisjoner.

### 3.3 Ledelsens plikt til å fremme selskapets interesser

Styret og administrasjonen i et selskap har en generell plikt til å fremme selskapets interesser i sitt virke. En drøftelse av dette faller utenfor oppgavens tema. Jeg vil likevel kommentere dette helt kort, ettersom det kan være avgjørende for et målselskaps adgang til å yte finansiell bistand til oppkjøperen.

Ledelsens plikt til å forfølge selskapsinteressen er lovfestet i generalklausulen i § 6-28. Det er med andre ord et grunnleggende vilkår at eventuelle avtaler mellom målselskapet og oppkjøper om for eksempel lån, fusjoner, refinansieringer eller annet, blir inngått i målselskapets interesse. Det er i denne forbindelse verdt å merke seg at dette er et personlig ansvar for ledelsen, og ansvaret kan ikke fraskrives ved instruks fra den som for

eksempel har valgt et styremedlem. Ledelsen må altså foreta en selvstendig vurdering av hva som fremmer selskapsinteressen. I tillegg plikter ledelsen å følge selskapets vedtekter. Det vil i drøftelsene nedenfor legges til grunn at de ovennevnte reglene følges, selv om det i praksis nok ofte syndes mot dette.

## **4 Forskjellige typer tilfeller av etterfølgende finansiell bistand**

### **4.1 Innledning**

Nedenfor drøftes utvalgte tilfeller av etterfølgende finansiell bistand i forhold til forbudet i § 8-10. For disse tilfellene gjelder generelt at transaksjonstypen som sådan ikke nødvendigvis er i strid med § 8-10, men at det vil bero på en helhetsvurdering om en gitt transaksjon rammes. Drøftelsene konsentreres derfor om hvor grensen må trekkes, og hvilke faktorer som er viktige i vurderingen.

Det har ikke vært en målsetning å lage en uttømmende liste over alle tenkelige tilfeller, men kun å drøfte et utvalg praktiske tilfeller som kan belyse forskjellige sider av problemstillingene rundt § 8-10.

### **4.2 Avgrensninger**

#### **4.2.1 Utbyttefinansiering**

I hvilken grad oppkjøp kan finansieres gjennom å ta ut ellers lovlige utbytter fra målselskapet var tidligere omdiskutert.<sup>89</sup> Etter uttalelser i Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) s. 68 og 69 med henvisninger, samt Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007, er det nå sikker rett at lovlige utbytter fra målselskapet ikke rammes av bestemmelsen i § 8-10. Det

---

<sup>89</sup> Se blant annet Matre (2000) og (2001) og Bråthen (2000) og (2001).

samme gjelder også for konsernbidrag og utdelinger ved kapitalnedsettelse.<sup>90</sup> Dette vil derfor ikke behandles nærmere.

#### 4.2.2 Rene eiendomsselskaper

Når det gjelder erverv av aksjeselskaper som kun eier fast eiendom, stiller det seg litt annerledes enn for andre typer selskaper. Det har etter hvert utviklet seg en fast dispensasjonspraksis med hjemmel i § 8-10 (2) for de ”rene” eiendomsselskapene, det vil si selskaper som kun har som oppgave å eie eiendommer, og som ikke har ansatte eller andre vesentlige kreditorer. For slike selskaper vil ikke hensynene bak § 8-10 kunne begrunne et forbud. I skrivende stund jobber derfor Nærings- og handelsdepartementet med en forskrift som vil gi et generelt unntak fra forbudet i § 8-10 for disse selskapene.<sup>91</sup> Det avgrenses derfor mot denne typen selskaper.

#### 4.3 Lån fra målselskapet

##### 4.3.1 Innledning

Situasjonen nedenfor er at målselskapet yter et lån til oppkjøperen. Dersom lånet blir ytt rett etter oppkjøpet som et ledd i en forhåndsplanlagt betjening av oppkjøpslånet, er det ikke tvilsomt at dette rammes av § 8-10. Både ordlyd, forarbeider og markedspraksis tilsier en slik vurdering, jf den generelle gjennomgangen ovenfor.

Slike lån vil etter omstendighetene også kunne rammes av forbudet mot lån til nærstående i § 8-7. Det er imidlertid gjort unntak for dette i bestemmelsens tredje ledd for konsernforhold, jf § 8-7 andre ledd sammenholdt med konserndefinisjonen i § 1-3.

##### 4.3.2 Når rammes lån fra målselskapet av § 8-10?

Problemstillingen blir hvorvidt målselskapet kan yte lån til nedbetaling av oppkjøpsgjelden en viss tid etter oppkjøpet, og eventuelt hvor lang tid som må ha gått?

---

<sup>90</sup> Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007.

<sup>91</sup> Se <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/Horinger/Horingsdokumenter/2007/Forslag-til-ny-forskrift-om-eiendomssels.html?id=475882> (Høringsnotat 11. juli 2007).

Rent generelt kan det sies at den saklige sammenhengen mellom lånet og oppkjøpet, særlig på grunn av formålet med lånet, i disse tilfellene vanligvis vil være så klar og fremtredende at tiden nok må strekkes langt.

Som nevnt ovenfor foreslo Aksjelovutvalget en absolutt toårgrense for at etterfølgende finansiell bistand skulle kunne rammes av forbudet.<sup>92</sup> Forslaget ble ikke gjennomført under henvisning til at det var mer tilfredsstillende med en skjønnsmessig grense, sannsynligvis fordi man så at det kunne finnes tilfeller hvor en absolutt toårgrense ikke var lang nok.<sup>93</sup> Lån fra målselskapet til oppkjøpselskapet kan være uheldig også etter utløpet av en slik toårsfrist, og i strid med hensynene bak § 8-10 og dermed kjernen i begrunnelsen for at etterfølgende finansiell bistand rammes. I tillegg er det for lånetilfellene mindre omfattende særregler som ivaretar selskapskapitalen på samme måte som ved for eksempel fusjoner og utbytteutdelinger. Det vil sannsynligvis være enklere å omgå reglene om aksjeeierlån enn reglene om for eksempel fusjoner og utbytte, særlig på grunn av mindre omfattende og mindre tidkrevende prosessuelle bestemmelser.<sup>94</sup>

Når den saklige sammenhengen er så fremtredende, vil forbudet ha liten realitet dersom man tillater at målselskapet foretar slike disposisjoner innen for korte frister. Den konkrete tidsfristen må vurderes skjønnsmessig i hvert enkelt tilfelle, men jeg vil anta at man kan ende opp med en relativt lang frist, særlig dersom disposisjonene fremtrer som forhåndsplanlagte eller som ledd i en større plan. Dersom disposisjonen ikke er planlagt i forkant, men for eksempel skyldes en dårlig utvikling i målselskapet (og derved redusert utbyttekapasitet), vil den saklige sammenhengen være langt svakere. Vurderingen må da bli tilsvarende mindre streng, jf punkt 3.2.5 ovenfor, og et kortere tidsrom må kunne

---

<sup>92</sup> NOU 1996:3 s. 151.

<sup>93</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 48.

<sup>94</sup> Et tilsvarende syn er også kommet til uttrykk i dansk teori, jf Werlauff (2006) s 296 som drøfter dette og konkluderer med at ”den samlede konklusion [må bli] at koncernlån mv. i nær tilknytning til aktieovertagelse er uttryk for en *ulovlig selvfinansiering*”.

aksepteres. Mange forhold i målselskap og oppkjøpsselskap kan dessuten ha forandret seg i tidsrommet mellom aksjeervertet og det etterfølgende lånet. Slike endrede forhold må i enkelte tilfeller kunne tillegges betydning i den konkrete vurderingen dersom de medfører at den saklige sammenhengen blir svakere. I tillegg kan det ved vurderingen av tidsfristen som nevnt også være av betydning om det foreligger et revidert regnskap.

Videre må den forretningsmessige begrunnelsen for lånet tillegges betydning. Jo bedre og mer selvstendig begrunnelsen er, desto mindre grunn er det til å ramme disposisjonen. At betjening av oppkjøpsgjelden er et av flere formål med disposisjonen fratår ikke nødvendigvis disposisjonen dens eventuelle forretningsmessige begrunnelse.

Holdningen i markedspraksis synes å være gjennomgående skeptisk til denne typen lånearrangementer i sin rene form. Det er samtidig slik at markedsaktørene synes å være enige om at dersom låneopptaket skjer så vidt lenge som to år etter ervertet av aksjene, vil sammenhengen mellom aksjeervertet og lånet typisk være så svak at § 8-10 neppe vil komme til anvendelse.

Andre regler om aksjeeierlån, jf § 8-7 og generalklausulene, gir beskyttelse for kreditorene og minoritetsaksjeeierne. Man kan på samme måte som ved fusjon (se nedenfor punkt i 4.4.4), derfor spørre om § 8-10 er overflødig og ikke rammer lånetilfellene.<sup>95</sup> Spørsmålet må etter mitt skjønn besvares benektende. For det første vil lånetilfellene være nærmere kjernen i bestemmelsen enn fusjon. Det finnes heller ikke andre rettskildemessige holdepunkter for en slik konklusjon. Det er også slik at reglene om aksjeeierlån gir kreditorer, minoritetsaksjeeiere og ansatte dårligere beskyttelse enn for eksempel fusjonsreglene, jf nedenfor. Videre vil som nevnt § 8-7 gi dårlig beskyttelse for kreditorene i konserntilfellene, jf § 8-7 tredje ledd. Jeg mener likevel at det ovenstående kan begrunne en forsiktig anvendelse av § 8-10 på etterfølgende lån, det vil si at man tolker

---

<sup>95</sup> Giertsen (1996) s. 196-197 drøfter dette de lege ferenda.

bestemmelsen innskrenkende dersom man i det konkrete tilfellet finner at de øvrige reglene om aksjeeierlån gir god nok beskyttelse av kreditorer og eventuelle minoritetsaksjeeiere.

Som vist ovenfor er det en rekke transaksjoner som ikke omfattes av § 8-10 selv om de omfattes av ordlyden. Det dreier seg blant annet om kapitalnedsettelse, utbytte og andre lovlige utdelinger, samt en del transaksjoner foretatt av eiendomsselskaper.

Dette kan hevdes å vise at der de uheldige virkningene av § 8-10 har vist seg har den blitt tolket innskrenkende.<sup>96</sup> Dette kan være et tungtveiende argument for å tolke § 8-10 innskrenkende der forbudet står i veien for forretningsmessige disposisjoner som er ønskelige i næringslivet. Lån fra målselskapet kan stå i en slik stilling, men dette vil måtte vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle.

#### 4.3.3 Lån gitt i en annen hensikt enn å betjene oppkjøpsgjelden

Det kan stilles spørsmål ved om et lån som blir gitt fra målselskapet til oppkjøpselskapet i en annen hensikt enn å betjene oppkjøpsgjelden rammes av § 8-10.

Bestemmelsens ordlyd ”stille midler til rådighet” er såpass vid at en naturlig språklig forståelse av ordlyden fanger opp de fleste typer bistand, både indirekte og direkte. Dette vil også gjelde for disse situasjonene. Imidlertid vil ikke forbindelsesvilkåret i § 8-10 nødvendigvis være oppfylt, typisk fordi den saklige sammenhengen mellom disposisjonene kan være for fjern.

Som vist ovenfor er formålet med disposisjonen et sentralt moment i vurderingen av om forbindelsesvilkåret er oppfylt. Dette trekker i retning av at lån ytt av andre grunner enn å bidra til betjening av oppkjøpsgjelden ikke bør rammes. På den annen side er penger en generisk ytelse, og det vil være umulig å skille mellom penger som går til for eksempel driftsfinansiering og penger som går til betjening av oppkjøpsgjeld. Samtidig vil et slikt lån uansett kunne hevdes å frigjøre midler for oppkjøpselskapet og derfor indirekte bidra til å

---

<sup>96</sup> Jf den kommende forskriften om rene eiendomsselskaper, forarbeidenes uttalelser om lovlige utdelinger, samt Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007.



betjene oppkjøpsgjelden. Det kan derfor hevdes at det har mindre betydning hva formålet med lånet er, så lenge det rent faktisk bidrar til å lette betjeningen av oppkjøpsgjelden. Formålet er likevel bare et av mange momenter i denne vurderingen, og ikke nødvendigvis av like stor betydning i enhver sammenheng. Et annet viktig moment er hvorvidt disposisjonen kan sies å være forretningsmessig begrunnet. Dette kan selvsagt variere, men lånene som er beskrevet ovenfor vil ikke alltid ha en tungtveiende forretningsmessig begrunnelse. Dersom den forretningsmessige begrunnelsen er svak, vil det trekke i retning av å kreve at det går lengre tid mellom ervervet av aksjene og lånet enn ellers.

Det kan også tenkes tilfeller hvor oppkjøpsselskapet er i en slik situasjon at lånet fra målselskapet er helt nødvendig for å kunne betjene oppkjøpsgjelden. For eksempel der den løpende driftsfinansieringen i oppkjøpsselskapet er så dyr at midler som skulle gått til å betjene oppkjøpslånet ikke strekker til uten at målselskapet bidrar med et lån til driften. I slike tilfeller vil den saklige sammenhengen med oppkjøpslånet kunne være relativt sterk, selv om målselskapets hensikt ikke var å direkte bidra til å betjene oppkjøpsgjelden. Som nevnt ovenfor er penger en generisk ytelse, og det kan fremstå overdrevent formalistisk å kun se hen til det formelle formålet når det rent faktisk bidrar til nedbetaling av oppkjøpsgjelden. Dette vil som nevnt ovenfor ikke nødvendigvis være avgjørende, men det kan være et moment som trekker i retning av at disposisjonen rammes. På den annen side vil målselskapet typisk kunne ha en selvstendig og berettiget interesse i at oppkjøper ikke misligholder sine låneforpliktelser.<sup>97</sup>

Hvis lånet derimot ikke fremtrer som nødvendig for oppkjøperens evne til å betjene oppkjøpsgjelden, vil dette stille seg annerledes. Det er da få faktorer som trekker i retning av å ramme disposisjonen, og det skal derfor mye til for at den rammes av § 8-10. Jeg antar derfor at slike lån vanligvis ikke vil rammes av § 8-10. Det kan uansett ikke kreves at det går lang tid i disse tilfellene.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> Se også punkt 4.5.5 nedenfor om kryssmislighold.

<sup>98</sup> Se Wistoft (2006) s. 565 for en kort drøftelse av dette for dansk retts vedkommende.

## 4.4 Fusjon mellom oppkjøpsselskap og målselskap

### 4.4.1 Innledning

Situasjonen er her at oppkjøpsselskapet etter oppkjøpet fusjonerer med målselskapet. Dette vil medføre at oppkjøpsselskapet etter fusjonen får full tilgang til målselskapets midler, og dermed også adgang til å betjene oppkjøpsgjelden med målselskapets kontantstrøm mv. En slik fusjon vil også innebære at oppkjøpsselskapets långivere vil ha mulighet til å inndrive sine krav fra hele det fusjonerte selskapet.

En naturlig språklig forståelse av ”stille midler til rådighet” vil derfor medføre at etterfølgende fusjoner kan rammes. På den annen side må en fusjon følge særlige regler i aksjelovgivningen som blant annet har til hensikt å beskytte kreditorer, minoritetsaksjeeiere og ansatte. Det kan derfor hevdes at § 8-10 er overflødig i slike situasjoner og ikke bør komme til anvendelse i det hele tatt. På bakgrunn av forarbeider og juridisk litteratur, synes det likevel naturlig å anta at fusjon ikke automatisk går klar av § 8-10, se nærmere nedenfor.

### 4.4.2 Kontantvederlag ved fusjon

Et eventuelt kontantvederlag ved fusjon, jf § 13-2 (1) nr 2, må behandles annerledes enn selve fusjonen. Ordlyden i § 8-10 dekker etter en naturlig språklig forståelse også kontantvederlaget dersom dette benyttes til å kjøpe aksjer i det fusjonerte selskapet.<sup>99</sup> Det overtakende selskap kan da sies å ha stilt ”midler til rådighet”. Imidlertid vil et slikt kontantvederlag stå i samme stilling som andre lovlige utdelinger, som for eksempel utbytte. Paragraf 8-10 må derfor tolkes innskrenkende slik at disse disposisjonene ikke rammes. Et slikt synspunkt støttes av en samstemmig teori, samt Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007.<sup>100</sup>

---

<sup>99</sup> Slik også Giertsen (1999) s. 119 og Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007.

<sup>100</sup> Se for eksempel Giertsen (1999) s. 119, som i forbindelse med drøftelsen av kontantvederlag i forhold til § 8-10 mener det er ”åpenbart at fusjons- og fisjonsreglene er spesialregler som går foran dette forbudet” samt Aarbakke m.fl. (2004) s. 629 som også hevder at utbetalinger i forbindelse med fusjon og fisjon ikke omfattes.

#### 4.4.3 Om fusjonsreglene<sup>101</sup>

For å kunne drøfte nærmere i hvilken grad § 8-10 rammer etterfølgende fusjoner, vil jeg først gi en kort oversikt over fusjonsreglene med særlig vekt på hvilke interesser disse skal ivareta.

Regler om fusjon er gitt i aksjeloven kapittel 13. Et grunnleggende trekk ved fusjonsreglene er at de bygger på et kontinuitetsprinsipp, det vil si at en fusjon rettslig sett er å betrakte som en videreføring av de fusjonerende selskapene. Dette får betydning blant annet ved at aksjeeiere ikke har rett til innløsning, og at kreditorene i utgangspunktet ikke har rett til å kreve sine fordringer innfridd på grunn av fusjonen. Reglene om fusjon er derfor lagt opp slik at hensynet til minoritetsaksjeeiere, kreditorer og ansatte søkes ivaretatt på andre måter.

Når det gjelder minoritetsaksjeeierne, ivaretas disse til en viss grad ved at det kreves en generalforsamlingsbeslutning med 2/3 flertall for å gjennomføre en fusjon, jf § 13-3 (2). For å gi aksjeeierne et best mulig beslutningsgrunnlag, skal de respektive selskaperes styrever utarbeide en fusjonsplan, jf § 13-3 (1) med videre henvisninger til §§ 13-6 til 13-8, og denne fusjonsplanen skal det videre redegjøres for etter reglene i §§ 13-9 og 13-10. Fusjonsdokumentasjonen skal så sendes til aksjeeierne minst to uker før generalforsamlingen hvor fusjonen skal behandles, jf § 13-12.<sup>102</sup> I tillegg til de ovennevnte bestemmelsene kommer de alminnelige reglene om myndighetsmisbruk, jf §§ 5-21 og 6-28. Samlet sett skal disse reglene søke å ivareta minoritetsaksjeeieres interesser ved fusjon.

Hensynet til kreditorene er i hovedsak søkt ivaretatt gjennom reglene i §§ 13-14 til 13-16.<sup>103</sup> Disse reglene pålegger de fusjonerende selskapene å varsle om fusjonen, og gir

---

<sup>101</sup> For mer om fusjonsreglene, se Giertsen (1999).

<sup>102</sup> En måned for allmennaksjeselskaper, jf allmennaksjeloven § 13-12.

<sup>103</sup> Paragrafene 13-14 til 13-16 kan ses på som prosessuelle regler, mens regler om ivaretagelse av selskapskapitalen er de viktigste materielle reglene som vedrører kreditorene.

kreditorene rett til å komme med innsigelser innen en tidsfrist, hvorefter selskapet enten må innfri kravet eller stille ”betryggende sikkerhet”, jf § 13-14. Kreditorene har likevel ingen mulighet til å stanse en fusjon dersom disse vilkårene er oppfylt. Til beskyttelse for kreditorene kommer også de alminnelige regler om beskyttelse av selskapskapitalen, jf for eksempel reglene om utdelinger fra selskapet.

Fusjonsreglene søker også å ivareta arbeidstakernes interesser ved at de skal få tilgang til dokumentasjonen, samt at de har en viss rett til drøftelser, jf § 13-11, jf arbeidsmiljøloven § 16-5.

#### 4.4.4 Kommer § 8-10 til anvendelse i fusjonstilfellene?

Drøftelsen i dette avsnittet er uavhengig av hvilket selskap som er overtakende og overdragende selskap. Det kan hevdes at det bør sondres mellom tilfellene, men dette er ikke nødvendig.<sup>104</sup> Ordlyden rammer etter en naturlig språklig forståelse både der målselskapet er overtakende selskap, og der det er overdragende selskap. For begge tilfellene blir spørsmålet om ordlyden skal tolkes innskrenkende.

Problemstillingen blir, sett i lys av de ovennevnte reglene om fusjon, om § 8-10 rammer etterfølgende fusjoner, og eventuelt i hvilken grad?

Det kan hevdes at det ikke er *selve* fusjonen som rammes av forbudet i § 8-10, men de eventuelle etterfølgende disposisjoner hvor det opprinnelige målselskapets midler blir brukt. Et slikt standpunkt vil imidlertid by på store praktiske vanskeligheter, da midlene i de opprinnelige selskapene ofte vil være fullstendig sammenblandet etter fusjonen. For at det eventuelle forbudet i § 8-10 mot etterfølgende fusjoner skal kunne fungere mest mulig effektivt bør det derfor omfatte selve fusjonen og ikke bare de etterfølgende disposisjoner.

En annen sak er at etterfølgende disposisjoner selvsagt kan ha bevismessig betydning, særlig når det gjelder å klarlegge formålet med fusjonen.

---

<sup>104</sup> Giertsen (1996) s. 167 flg. sonderer mellom tilfellene, men kommer til samme konklusjon for begge.

Aksjelovgruppen drøftet ikke etterfølgende fusjon i forhold til § 8-10 utover at den fastslo at spørsmålet vanskelig kan besvares generelt, og at ”de nærmere retningslinjer for bedømmelsen av slike tilfeller bør utformes gjennom praksis.”<sup>105</sup> Den siterte uttalelsen synes å forutsette at fusjoner i prinsippet *kan* rammes og at det er ”de nærmere retningslinjer” for dette som skal utformes gjennom praksis. Noe tilsvarende uttales også i Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) på side 155, hvor fusjon er et av de tilfellene som nevnes som eksempler på når det må foretas en konkret vurdering av ”om overføringen naturlig kan karakteriseres som *finansiell bistand* som skjer *i forbindelse med* erverv av aksjer mv.”

Når det gjelder såkalte lovlige utdelinger, rammes disse som nevnt ikke av § 8-10. Det kan stilles spørsmål ved hvorfor disse utdelingene eventuelt skal behandles forskjellig fra fusjoner. Det dreier seg i alle tilfellene om områder hvor aksjeloven har særreguleringer som man har funnet ivaretar de relevante hensynene godt nok. Imidlertid er det en viktig forskjell mellom fusjonsreglene og de andre utdelingsreglene ved at det ikke stilles krav til selskapskapitalen ved fusjoner. For eksempel gjelder det for utbytte og kapitalnedsettelse et generelt forsiktighetsprinsipp, og for kapitalnedsettelse gjelder i tillegg et krav til gjenværende bunden egenkapital.<sup>106</sup>

Giertsen (1996) s 167 flg. hevder at etterfølgende fusjoner ikke rammes såfremt aksjelovens regler er fulgt. Dette synet var kjent da aksjelovene ble vedtatt i 1997, men er ikke kommentert i forarbeidene. Det kan synes merkelig at forarbeidene ikke tar stilling til Giertsens syn dersom det var meningen å innta det motsatte standpunkt. På den annen side utgjorde drøftelsen av § 8-10 bare en liten del av forarbeidene, og forarbeidene måtte ta stilling til en rekke kompliserte problemstillinger. At man ikke kunne drøfte særsynspunkter i teorien i forhold til ethvert spørsmål virker da naturlig. I tillegg kommer

---

<sup>105</sup> NOU 1992:29 s. 180.

<sup>106</sup> Det gjelder riktignok et generelt krav til forsvarlig egenkapital, jf § 3-4, men dette vil ikke nødvendigvis ivareta selskapskapitalen like godt som et kategorisk forbud. Kravet til forsvarlig egenkapital er skjønnsmessig, og av denne grunn vanskeligere å håndheve.

at i hvert fall deler av forarbeidene visstnok ble til under stort tidspress. Det er derfor vanskelig å utlede argumenter i noen retning på grunnlag av forarbeidenes manglende drøftelse av Giertsens syn.<sup>107</sup>

I tillegg kommer at dersom en etterfølgende fusjon ikke skulle kunne rammes av § 8-10, vil forbudet i mange tilfeller nærmest kunne bli illusorisk. Mange oppkjøp foretas av såkalte ”special purpose companies”, hvis eneste formål er å erverve aksjer i målselskapet. En etterfølgende fusjon vil som nevnt gi oppkjøper umiddelbar tilgang til målselskapets kontantstrøm og vil derfor fort kunne bli den regulære fremgangsmåte ved denne typen transaksjoner.

Basert på uttalelsene i forarbeidene, samt bestemmelsens ordlyd, konkluderes det med at en etterfølgende fusjon som beskrevet ovenfor vil *kunne* rammes.<sup>108</sup> Det blir derfor nødvendig å foreta den nærmere grensedragningen.

Som vist ovenfor, vil fusjonsreglene i sin alminnelighet kombinert med øvrige bestemmelser i aksjelovgivningen i stor grad ivareta de bærende hensynene bak § 8-10.<sup>109</sup> Det bør imidlertid tas enkelte forbehold. For det første forutsetter fusjonsreglene at kreditorene følger med på kreditorvarslene og forholder seg til dem på en aktiv måte, for ikke å miste sine rettigheter etter § 13-14. I praksis er det nok slik at kreditorer ikke alltid følger så nøye med som loven forutsetter. I så fall vil enkeltkreditorer rent faktisk ikke være så godt ivaretatt som lovteksten tilsier. Det kan også tenkes kreditorer som ikke vet at de er kreditorer på det aktuelle tidspunktet. For eksempel kan dette tenkes i forbindelse med selskaper som driver forurensende virksomhet, og hvor det først i etterkant viser seg at dette gir grunnlag for erstatningsutbetalinger.

---

<sup>107</sup> Bråthen (2000) s. 398 er av motsatt oppfatning og mener det ”er nærliggende å anse dette som tilslutning til Giertsens syn”.

<sup>108</sup> Denne konklusjonen støttes også av Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007.

<sup>109</sup> Særlig generalklausulene i §§ 5-21 og 6-28, samt likhetsprinsippet.

Videre er det et spørsmål om minoritetsaksjeeiernes rettigheter er godt nok ivaretatt gjennom fusjonsreglene. En majoritetsaksjeeier som får igjennom en fusjon, kan hevdes å ha blitt særbegunstiget i og med at vedkommende i realiteten har fått muligheten til å lånefinansiere sitt aksjekjøp i motsetning til de andre aksjeeierne.<sup>110</sup>

Denne typen situasjoner kan imidlertid avhjelpes gjennom generalklausulene i §§ 5-21 og 6-28. Det blir da et spørsmål om det er mest hensiktsmessig å la § 8-10 komme til anvendelse i disse situasjonene, eller om man skal henvise til de alminnelige reglene.

I dommen i Rt. 1995 s. 1026 oppsto det en tilsvarende problemstilling. Denne saken dreide seg om et familieaksjeselskap som leide ut lokaler på gunstige vilkår til en forretning som var eid av en aksjeeier i selskapet. Problemstillingen i saken var blant annet om gaveregelen i Aksjeloven 1976 § 12-9 annet ledd eller reglene om misbruk i lovens §§ 8-14 og 9-16 kom til anvendelse på leiekontrakten slik at denne måtte bortfalle eller revideres. Det uttales i dommen, under henvisning til at rettsvirkningene for de forskjellige regelsettene ville bli like, at det "kan også være grunn til ikke å gi gavebestemmelsen et for vidt virkeområde", og videre at "[g]rensetilfellene bør bedømmes etter misbruksreglene i aksjeloven § 8-14 og § 9-16".<sup>111</sup>

Saken dreide seg altså ikke om fusjonstilfellene, men dommen kan likevel leses slik at den gir generell støtte til at generalklausuler bør brukes i stedet for spesialbestemmelser i grensetilfellene. Dette har også en viss støtte i teorien.<sup>112</sup> Man bør likevel være varsom med å tillegge dommen for mye vekt ettersom den dreier seg om et helt annet område. Uttalelsene er også knyttet til de konkrete omtvistede bestemmelsene, og det gis ingen generelle kommentarer om bruken av generalklausuler i forhold til andre spesialbestemmelser.

---

<sup>110</sup> Dette var delvis noe av kritikken mot fusjonen mellom RGI og Aker på slutten av 1990-tallet.

<sup>111</sup> Tilsvarende någjeldende aksjelov §§ 5-21 og 6-28.

<sup>112</sup> Giertsen (1996) s. 33.

På den annen side er det ikke grunn til å tro at forholdet mellom generalklausuler og spesielle bestemmelser skal være forskjellig på de to områdene. Det blir en helt tilsvarende problemstilling i forhold til § 8-10, hvor spørsmålet blir om § 8-10 eller generalklausulene er det mest egnede redskapet til å ivareta minoritetsaksjeeiere. Dommen bør derfor etter mitt skjønn kunne tillegges en viss vekt også i forhold til denne problemstillingen. Dette støtter synet om at § 8-10 er overflødig i tilfeller hvor andre regler i utgangspunktet ivaretar hensynene bak § 8-10 best.

Det kan også argumenteres *mot* at § 8-10 må vike for generalklausuler. Paragraf 8-10 ble vedtatt blant annet for å effektivisere andre aksjeselskapsrettslige skranker. I et slikt perspektiv kan det hevdes at § 8-10 må gå foran generalklausulene på bestemmelsens område for å virke etter sin hensikt. Paragraf 8-10 gir på sitt kjerneområde anvisning på en håndfast og konkret vurdering, i motsetning til generalklausulenes mer skjønnsmessige vurderinger, og kan derfor effektivisere bestemmelsene på sitt spesielle område.

Som nevnt ovenfor i punkt 4.3.2 er det en rekke transaksjoner som ikke rammes av forbudet i § 8-10 selv om de omfattes av ordlyden. Dette kan på samme måte for fusjonstilfellene som for lån hevdes å vise at der § 8-10 har hatt uheldige virkninger, har bestemmelsen blitt tolket innskrenkende. Dette kan også her være et tungtveiende argument for å tolke § 8-10 innskrenkende der den står i veien for forretningsmessige disposisjoner som ellers ville vært ønskelige. Fusjoner mellom målselskapet og oppkjøpselskapet kan ha en god forretningsmessig begrunnelse. Dersom dette er tilfelle vil det trekke i retning av å tolke bestemmelsen innskrenkende for slike fusjoners vedkommende.

På bakgrunn av gjennomgangen ovenfor synes det mest naturlig å anta at § 8-10 kan ramme fusjoner mellom målselskap og oppkjøpselskap hvor det er minoritetsaksjeeiere i målselskapet. Likevel slik at det skal mye til for at slike tilfeller rammes.

De ovennevnte synspunktene vil derimot ikke gjøre seg gjeldende på samme måte der det ikke er minoritetsaksjeeiere.



Spørsmålet blir derfor om en etterfølgende fusjon hvor målselskapet kun har én aksjeeier i utgangspunktet ikke rammes.<sup>113</sup> Dette blir imidlertid noe forhastet. For det første kan som vist hensynet til kreditorene tale imot en slik fusjon. Videre er det ikke et sikkert rettskildemessig grunnlag for en så vidt innskrenkende tolkning av ordlyden selv om de nevnte interesser kan hevdes å være ivaretatt rimelig godt på andre måter.

Det kan likevel antas at dersom hensynene bak § 8-10 i hovedsak er ivaretatt, noe de ofte vil være i slike tilfeller, vil det være grunn til å anvende forbudet i § 8-10 med stor grad av forsiktighet og det bør kreves en særlig sterk grad av sammenheng mellom disposisjonene, både saklig og tidsmessig.<sup>114</sup> Det er i denne forbindelse særlig grunn til å legge vekt på formålet med fusjonen. Der det for eksempel opprettes et selskap som har som sin eneste oppgave å erverve aksjer i målselskapet som så fusjonerer med målselskapet, vil det vanskelig kunne hevdes at formålet var noe annet enn å betjene oppkjøpsgjelden. Dersom oppkjøpselskapet derimot er et operativt selskap, eller i hvert fall har en viss virksomhet fra tidligere, vil man lettere kunne anse fusjonen som forretningsmessig begrunnet.

I dansk teori er det antatt at etterfølgende fusjoner ikke er i strid med det tilsvarende danske forbudet.<sup>115</sup> Dette er begrunnet med at de bærende hensynene bak selvfinansieringsforbudet er like godt ivaretatt gjennom fusjonsreglene. Det antas videre at kapitalbeskyttelsesreglene er *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbudet.<sup>116</sup>

---

<sup>113</sup> I dansk teori er det argumentert for at selvfinansieringsforbudet ikke bør gjelde for noen typer disposisjoner i det hele tatt der oppkjøpselskapet erverver 100 % av aksjene, jf Andersen m.fl. (2007) s. 141, men dette er kun en de lege ferenda betraktning.

<sup>114</sup> Giertsen (2002) s. 23 mener at fusjon ikke omfattes fordi de "aksjeselskapsrettslige reglene om fusjon ivaretar [...] de interesser finansieringsforbudet bygger på". (Drøftelsen gjelder aksjeloven 1976, men det antas at konklusjonen ville blitt den samme også for nåværende aksjelov.)

<sup>115</sup> Werlauff (2006) s. 289.

<sup>116</sup> Werlauff (2006) s. 290, og Werlauff (2006) i UfR, særlig på s. 370.

Det kan også spørres om fusjonstilfellene kan rammes av omgåelsesbetraktninger. Det blir etter min mening imidlertid ikke helt treffende. Situasjonen er snarere den at ordlyden i § 8-10 taler for at etterfølgende fusjoner kan rammes, men at det kan argumenteres for en innskrenkende tolkning av ordlyden blant annet basert på hensynene bak bestemmelsen. Dette skiller seg fra typiske omgåelsestilfeller, hvor situasjonen er den at ordlyden ikke rammer tilfellene, men at hensynene bak bestemmelsen tilsier at tilfellene bør rammes.

#### 4.4.5 Oppsummering

Både ordlyden i § 8-10 og forarbeidene trekker i retning av at etterfølgende fusjon kan rammes av bestemmelsen. I vurderingen av om transaksjonen rammes av forbudet i § 8-10 bør man se på flere faktorer. Både den tidsmessige og den saklige sammenhengen mellom oppkjøpet og fusjonen, formålet med fusjonen (herunder hvorvidt oppkjøpselskapet uten fusjonen ville vært i stand til å betjene oppkjøpsgjelden), og den forretningsmessige begrunnelsen bør tas i betraktning. Særlig der det finnes en forretningsmessig begrunnelse utover å nedbetale oppkjøpsgjelden er det grunn til å utvise stor varsomhet med å la disposisjonen rammes av forbudet i § 8-10. Som vist ovenfor vil kreditorer og minoritetsaksjeeiere i stor grad være ivaretatt gjennom fusjonsreglene, men likevel slik at dette vil variere noe avhengig av situasjonen. Man bør derfor i de konkrete tilfellene se på i hvilken grad interessene til kreditorer og minoritetsaksjeeiere er ivaretatt gjennom fusjonsreglene eller andre steder i aksjelovgivningen. Ettersom disse interessene regelmessig vil være godt ivaretatt må § 8-10 antas å ha et svært snevert virkeområde i forhold til etterfølgende fusjoner.

### 4.5 Refinansiering og kobling mellom oppkjøpslån og andre lån

#### 4.5.1 Innledning

Det forutsettes her at oppkjøperen har tatt opp et oppkjøpslån. Lånet blir senere enten refinansiert sammen med resten av konserngjelden, eller så blir oppkjøpslånet og andre lån, herunder lån til målselskapet, koblet sammen. Nedenfor vil jeg først drøfte refinansieringssituasjonen, deretter forskjellige måter å koble oppkjøpslån og andre lån på.

#### 4.5.2 Refinansiering

Problemstillingen er i hvilken grad målselskapet kan delta i en refinansiering av oppkjøpsgjelden, ved for eksempel å stille sikkerheter, garantier eller lignende. For både oppkjøperen og målselskapet kan det være ønskelig at målselskapet medvirker til refinansiering av oppkjøpslånet på denne måten. Eksempelvis kan både oppkjøpsselskapet og målselskapet gjennom dette oppnå bedre lånebetingelser. Vanligvis vil oppkjøpslån være relativt dyre og ha relativt kort løpetid.<sup>117</sup> Denne problemstillingen vil derfor være praktisk viktig.

Dersom målselskapet stiller sikkerheter, garantier eller lignende ved en isolert refinansiering av oppkjøpslånet relativt kort tid etter oppkjøpet, kan dette fort være i strid med § 8-10. Det stilles da midler til rådighet for oppkjøpsselskapet, og forbindelsesvilkåret vil også kunne være oppfylt. Dette vil derfor ha store likheter med lån. I tillegg vil slike disposisjoner ikke nødvendigvis være i målselskapets interesse. Denne form for medvirkning til refinansiering fra målselskapet bør derfor i stor grad vurderes på samme måte som lånetilfellene, jf drøftelsen ovenfor i punkt 4.3. Det er imidlertid en viktig forskjell mellom å stille likviditet til rådighet (lån) og bare å stille sikkerhet. Dette kan begrunne en noe lempeligere behandling av disse tilfellene enn lånetilfellene.

En refinansiering av *hele konserngjelden* inkludert oppkjøpsgjelden vil kunne gi muligheter for hele konsernet til å oppnå bedre lånebetingelser. Dette gjelder særlig hvor refinansieringen innebærer at også målselskapet stiller sikkerheter og/eller garantier. Lånet vil da være bedre sikret med den konsekvens at renter og andre betingelser blir gunstigere. Dette vil imidlertid også medføre at målselskapet kan hevdes å ha stilt ”midler til rådighet” for oppkjøpsselskapets erverv av aksjer i målselskapet ettersom også oppkjøpsgjelden refinansieres.

---

<sup>117</sup> Ofte såkalte ”bridge loans”, som bare er ment som en midlertidig finansiering. ”For an acquirer, a bridge loan is expensive short-term financing meant to fill the gap until other, cheaper debt can be raised” jf Wasserstein (2000) s. 681.

Ordlyden i § 8-10 taler for at slike refinansieringer kan rammes. Begrepet ”midler” er så omfattende at det er naturlig etter en rent språklig fortolkning å inkludere også denne typen refinansieringer. Ettersom oppkjøpsselskapet får bedre lånebetingelser gjennom målselskapets sikkerhetsstillelse, kan det også hevdes at den nødvendige sammenhengen (jf ”i forbindelse med”) mellom aksjeerhvervet og midlene som stilles til rådighet vil kunne være til stede.

I forarbeidene er det også klart forutsatt at refinansieringer *kan* rammes dersom arrangementet innebærer at det stilles ”midler til rådighet”, jf følgende uttalelse: ”Blant annet vil bestemmelsen kunne ramme en refinansiering som gjennomføres etter ervervet, og som innebærer at det oppkjøpte selskapet stiller midler til rådighet for den nye eieren”.<sup>118</sup>

Når forarbeidene taler om at en slik disposisjon vil ”kunne ramme[s]”, må det bety at ikke alle refinansieringer vil rammes, men at det er behov for en nærmere grensedragning. At refinansieringer *kan* rammes støttes også av Matre (2000) s. 174: ”Refinansiering av ervervslån vil kunne rammes dersom formålet har en *nokså direkte* tilknytning til det opprinnelige ervervet” (min utheving).

Det er derfor naturlig å anta at ikke alle refinansieringer vil rammes selv om ordlyden isolert sett kan gi grunnlag for dette.

Problemstillingen blir derfor å finne retningslinjer for hvilke former for refinansiering som rammes, og hvilke som ikke omfattes av forbudet i § 8-10.

Hvorvidt en refinansiering rammes av § 8-10, må bero på en konkret skjønnsmessig helhetsvurdering. Viktige faktorer i denne sammenhengen vil typisk være tidsaspektet, saklig sammenheng, formål, herunder oppkjøpsselskapets kapasitet til å betjene

---

<sup>118</sup> NOU 1992:29 s. 180. Refinansiering nevnes også som eksempel på s. 175.

oppkjøpsgjelden uten bedrede vilkår og/eller medvirkning fra målselskapet, långivernes eventuelle forutsetninger om refinansiering, samt i hvilken grad refinansieringen er forretningsmessig gunstig for konsernet som helhet og målselskapet isolert sett. Videre vil det være av stor betydning om refinansieringen er forsvarlig i forhold til øvrige kreditorer og eventuelle minoritetsaksjeeiere.

Markedspraksis når det gjelder refinansieringer er litt varierende. Hovedsynspunktet er at en refinansiering uansett ikke rammes når det er gått minst to år siden oppkjøpet, men de fleste markedsaktører synes å operere med kortere tidsgrenser, trolig helt ned mot seks måneder for enkelte. Videre blir det i markedspraksis lagt stor vekt på om det foreligger et revidert regnskap etter oppkjøpet før refinansieringen gjennomføres. Dersom dette er tilfelle, anses det mindre betenkelig å foreta disposisjonen. Kreditorer og andre interessenter vil da ha hatt mulighet til å sette seg bedre inn i selskapets finansielle stilling. Dette er for øvrig i tråd med synspunkter fra forarbeidene.<sup>119</sup>

For lån og sikkerhetsstillelse til aksjeeiere gjelder som nevnt egne regler som skal ivareta kreditorer og minoritetsaksjeeiere, jf § 8-7. Dersom oppkjøpsselskapet ikke erverver nok aksjer til at målselskapet omfattes av konserndefinisjonen, jf § 1-3, vil § 8-7 ivareta interessene til kreditorene og minoritetsaksjeeierne på en god måte. Lån og sikkerhetsstillelser kan da bare gis innenfor rammen av det som kan utdeles som utbytte, og bare når betryggende sikkerhet for tilbakebetaling stilles, jf § 8-7 (1). Dette er annerledes i konserntilfellene, jf § 8-7 (3). I slike tilfeller vil verken eventuelle minoritetsaksjeeiere eller kreditorene ha det samme vernet, og det kan derfor hevdes at det er større grunn til å anvende § 8-10 i disse tilfellene. Det bør likevel bemerkes at de generelle reglene om myndighetsmisbruk kan ivareta minoritetsaksjeeiernes interesser i stor grad.

---

<sup>119</sup> NOU 1991:25 s. 69-70. Det uttales på side 70 i forbindelse med forslaget til forbud mot selskapsfinansierte aksjeerverv for børsnoterte selskaper at etter fremleggelsen av første reviderte regnskap ”bør majoritetsaksjonærenes disposisjonsfrihet bestemmes av aksjelovens alminnelige regler”.

Dersom det ikke er minoritetsaksjeeiere i målselskapet, er det bare eventuelle kreditorinteresser som kan rammes. Hvis refinansieringen fremtrer som rimelig forsvarlig, bør § 8-10 etter mitt syn brukes med stor varsomhet. Forbudet bør også ha et svært snevert virkeområde ved siden av generalklausulene i slike tilfeller. I teorien er det argumentert for at ordlyden i § 8-10 bør begrenses slik at forbudet ikke rammer refinansieringstilfellene.<sup>120</sup>

Som en generell konklusjon antas det at § 8-10 har et forholdsvis snevert virkeområde ved siden av de andre bestemmelsene om aksjeeierlån, utbytte og generalklausulene i forbindelse med denne typen refinansieringer. Det må likevel foretas en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle for å avgjøre om disse bestemmelsene ivaretar minoritetsaksjeeiere og kreditorinteressene godt nok. Det bør da særlig legges vekt på tiden som har gått, derunder om et revidert regnskap foreligger på tidspunktet for refinansieringen, samt ses hen til hvilken effekt vilkårene i refinansieringen vil ha for målselskapet.

#### 4.5.3 Negative pantsettelseserklæringer

Hvis målselskapet etter oppkjøpet stiller pant og/eller garanterer for oppkjøpsgjelden vil dette som nevnt i stor grad måtte vurderes på samme måte som ved lån fra målselskapet til oppkjøpselskapet. Som påpekt ovenfor, er det likevel en viss forskjell på å stille likviditet direkte til rådighet, og å stille sikkerhet. Dette kan derfor begrunne en noe lempeligere behandling av disse tilfellene.

En vanlig betingelse i låneavtaler er også det motsatte tilfellet; nemlig at avtalen inneholder en betingelse om at låntager *ikke* skal pantsette sine eiendeler til andre enn eventuelt långiver, altså en negativ pantsettelseserklæring.

Situasjonen er her at oppkjøperen refinansierer sin oppkjøpsgjeld og inkluderer målselskapet ved at det må avgi en negativ pantsettelseserklæring. På denne måten oppnår

---

<sup>120</sup> Jf Giertsen (1996) s. 196-197. Det understrekes at dette er en de lege ferenda drøftelse, og at det ikke argumenteres for at refinansieringer ikke rammes etter gjeldende rett.

långiverne beskyttelse mot at andre kreditorer lenger nede i konsernet får pantesikkerhet for sine krav.

Problemstillingen blir om målselskapet med en slik erklæring kan sies å ha stilt ”midler til rådighet” for oppkjøperen.

En negativ pantsettelseserklæring innebærer riktignok en innskrenkning av målselskapets handlefrihet, men den skiller seg likevel klart fra en typisk sikkerhetsstillelse. Målselskapet påtar seg ikke en aktiv forpliktelse, det forplikter seg kun til å unnlate å gjøre noe.

Målselskapet pådrar seg heller ikke noe ansvar dersom oppkjøpslånet blir misligholdt, slik som ved en aktiv sikkerhetsstillelse. Det blir da noe anstrengt å hevde at dette må likestilles med ”å stille midler til rådighet” for oppkjøper. I juridisk teori er det da også antatt at negative pantsettelseserklæringer ikke rammes av § 8-10.<sup>121</sup>

En negativ pantsettelseserklæring er for øvrig ikke prinsipielt annerledes enn der hvor målselskapet påtar seg andre negative forpliktelser. Eksempelvis kan dette være forpliktelser til å ikke ta opp ytterligere gjeld, ikke selge eiendeler eller ikke foreta oppkjøp. Det har ikke vært omdiskutert at § 8-10 ikke rammer slike tilfeller. Likheten med disse tilfellene taler derfor for at heller ikke negative pantsettelseserklæringer rammes.

En negativ pantsettelseserklæring fra målselskapets side rammes derfor etter mitt skjønn ikke av § 8-10.

#### 4.5.4 ”Financial covenants”<sup>122</sup>

Nedenfor er situasjonen at man ”kobler sammen” oppkjøpslånet og målselskapets gjeld ved å inkludere såkalte ”financial covenants” i låneavtalen med målselskapet som knytter seg

---

<sup>121</sup> Giertsen (2002) s. 20. Det samme synes å gjelde for dansk retts vedkommende, jf Wistoft (2006) s. 11.

<sup>122</sup> ”Financial covenants” vil her brukes i betydningen forpliktelser for låntager i en låneavtale til å møte nærmere definerte finansielle nøkkeltall. Typiske slike betingelser kan være betingelser knyttet til egenkapitalandel, kontantstrøm, gjeldsgrad osv.

til hele konsernet. Ofte vil nemlig samme långiver yte både oppkjøpslån og direkte lån til målselskapet, for eksempel gjennom en refinansiering av den eksisterende gjelden i dette.<sup>123</sup> Ved å innføre ”financial covenants” som knytter seg til konsernet som helhet i låneavtalen med målselskapet, vil oppfyllelsen av lånevilkårene i lånet til målselskapet bli knyttet sammen med hvordan konsernet som helhet oppfyller disse kravene. Disse kravene kan igjen utformes slik at det er avgjørende for oppfyllelsen av disse at oppkjøpsgjelden betjenes og at oppkjøpsselskapet drives med tilfredsstillende resultater. Målselskapet vil på denne måten kunne få en selvstendig interesse i at oppkjøpsselskapet ikke er i mislighold, og kan derfor også få behov for å foreta ulike disposisjoner overfor oppkjøpsselskapet.

Problemstillingen blir om denne typen arrangementer vil være i strid med forbudet mot etterfølgende finansiell bistand i § 8-10.

Denne problemstillingen kan sammenlignes med spørsmålet om negative pantsettelseserklæringer rammes av § 8-10, jf ovenfor. Det er i begge tilfellene snakk om negative eller passive forpliktelser for målselskapet. Likheten med disse tilfellene kan derfor tale for at heller ikke ”financial covenants” rammes.

Det vil kunne være stor forskjell på hvor inngripende de forskjellige betingelsene er. Det kan tenkes alt fra enkeltstående, helt uproblematisk betingelser, til arrangementer som binder selskapet i så stor grad at betingelsene i realiteten styrer driften av målselskapet og disposisjoner foretatt av det.

Alle typer ”financial covenants” vil uansett ikke omfattes av ordlyden ”stille midler til rådighet”. Forarbeidene diskuterer ikke problemstillingen. Hvorvidt arrangementet rammes må derfor bero på en konkret vurdering av betingelsene i det enkelte tilfellet. Det antas at man grovt sett kan tenke seg en skala med de minst inngripende betingelsene på den ene

---

<sup>123</sup> Det kan også avtales ”financial covenants” bare mellom oppkjøpsselskapet og långiver. Selv om disse inneholder betingelser som også inkluderer målselskapet, bør dette ikke anses å være i strid med § 8-10, da målselskapet ved dette klart nok ikke kan sies å ha stilt ”midler til rådighet”.



siden og de mest inngripende betingelsene på den andre siden. Et sted på denne skalaen vil arrangementet kunne tenkes å rammes av § 8-10, fordi det innebærer at målselskapet reelt sett kan sies å ha stilt midler til rådighet. Hvor på skalaen dette er, er det imidlertid vanskelig å si noe generelt om. Sannsynligvis skal det svært mye til for at § 8-10 skal ramme tilfellene, dersom de kan rammes overhodet.

Markedspraksis har vært noe varierende når det gjelder disse tilfellene. Det synes likevel som om man har beveget seg i retning av en mer liberal praksis, og at den gjennomgående oppfatningen per i dag er at slike betingelser ikke er i strid med forbudet i § 8-10.

Konklusjonen må derfor bli at denne typen arrangementer som den klare hovedregel ikke rammes av § 8-10. Det kan muligens tenkes "financial covenants" som påvirker målselskapet i så stor grad at § 8-10 vil kunne ramme arrangementet, men dette blir sannsynligvis mest teoretisk. Det bør særlig vektlegges at det dreier seg om passive forpliktelser for målselskapet og at det er stor likhet mellom disse tilfellene, negative pantsettelseserklæringer og andre negative eller passive forpliktelser.

Dersom ellers lovlige betingelser i låneavtalen fører til at målselskapet foretar disposisjoner som kan være i strid med § 8-10 for å unngå mislighold, for eksempel ved å yte etterfølgende lån til oppkjøper, må dette vurderes for seg. Det er da ikke betingelsene i låneavtalen som eventuelt er ulovlige, men den etterfølgende disposisjonen.

#### 4.5.5 Kryssmislighold, "cross-default"

Situasjonen er her at man kobler oppkjøpslånet og lån direkte til målselskapet ved å inkludere bestemmelser om kryssmislighold eller såkalte "cross-default" - klausuler. Slike klausuler er svært vanlige i praksis, og går gjerne ut på at alle former for mislighold av oppkjøpslånet også medfører at det direkte lånet til målselskapet er å anse som misligholdt. Årsaken til disse klausulenes utbredelse er at långiverne ikke ønsker å stå tilbake for eventuelle særkreditorer i målselskapet dersom oppkjøpslånet misligholdes. Det er oftest målselskapet kontantstrømmen stammer fra, og en slik klausul kan derfor ha stor verdi i praksis for långiver.

Det forutsettes her at kryssmisligholdsklausulen går begge veier, eller bare slik at mislighold i oppkjøpsselskapet også medfører mislighold i målselskapet. Dersom klausulen er utformet slik at mislighold av målselskapets gjeld også fører til mislighold i forhold til oppkjøpsselskapets oppkjøpsgjeld, er ikke dette problematisk ettersom dette åpenbart ikke kan sies å innebære noen form for finansiell bistand fra målselskapet. Motstykket til at en slik klausul inntas i låneavtalene er at det blir mulig for långiver å tilby gunstigere betingelser. Det kan derfor være i målselskapets interesse å gå med på slike betingelser. En kryssmisligholdsklausul vil samtidig gi målselskapet en selvstendig interesse i at oppkjøpslånet ikke misligholdes, og målselskapet kan for eksempel få et selvstendig behov for å intervensjonsbetale, låne til oppkjøpsselskapet eller foreta andre disposisjoner som gjør at oppkjøpsselskapet unngår et eventuelt mislighold. Dette vil kunne ha store likheter med punkt 4.5.4, se derfor også drøftelsen der.

Det presiseres for øvrig at årsaken til det eventuelle misligholdet kan være av betydning. Dersom årsaken er at grunnlagsberegningene i forbindelse med oppkjøpet viser seg å slå feil, for eksempel på grunn av endrede markedsforhold, vil det være større grunn til å tillate for eksempel en etterfølgende intervensjonsbetaling enn dersom dette har vært planlagt helt fra tidspunktet for ervervet av aksjene. Se for øvrig punkt 3.2.5 ovenfor.

I markedspraksis er det som nevnt ovenfor vanlig at långiver for oppkjøpslånet også refinansierer driftsfinansieringen i målselskapet (og eventuelt oppkjøpsselskapet). For långiver vil dette innebære bedre sikkerhet, og som nevnt færre muligheter for konkurrerende kreditorer i målselskapet. Videre vil ofte grunnen til at oppkjøpslånet blir misligholdt være at målselskapet ikke genererer den forventede kontantstrømmen og derfor ikke kan bidra med de forventede midler til oppkjøpsselskapet, for eksempel gjennom utbytter. Det er altså ofte en nær sammenheng mellom hvordan målselskapet går økonomisk og mulighetene for oppkjøpsselskapet til å betjene oppkjøpsgjelden. Når samme långiver finansierer både målselskap og oppkjøpsselskap som beskrevet ovenfor, er kryssmisligholdsklausuler som går begge veier standard markedspraksis. At dette er så

innarbeidet i markedet må tillegges betydning ved vurderingen av om et bestemt arrangement er i strid med § 8-10.

Som en oppsummering må altså spørsmålet om slike disposisjoner er i strid med § 8-10 løses på grunnlag av en konkret skjønnsmessig helhetsvurdering. I denne vurderingen er det særlig grunn til å legge vekt på den eventuelle forretningsmessige begrunnelsen for arrangementet, samt hvor inngripende en kryssmisligholdsklausul er for målselskapet i det enkelte tilfellet. Etter mitt skjønn er det grunn til å tro at kryssmisligholdsklausuler som den klare hovedregel vil gå klar av § 8-10.

## 4.6 "Fisjonsmodellen"

### 4.6.1 Innledning

En fisjon innebærer at et selskap deles opp i to eller flere selskaper. Dette kan teknisk sett gjøres på flere måter i henhold til aksjelovene kapittel 14. Fisjonsreglene bygger, på samme måte som fusjonsreglene (jf punkt 4.4.3 ovenfor), på et kontinuitetsprinsipp. En fisjon må som hovedregel foreslås av styret i det overdragende selskap og vedtas på generalforsamling med flertall som for vedtektsendringer.<sup>124</sup>

Situasjonen nedenfor er at målselskapet etter oppkjøpet fisjoneres, slik at en del av målselskapet overføres til et heleid datterselskap av oppkjøpsselskapet. Oppkjøpsselskapet sitter da igjen med to datterselskaper, hvorav det ene eier den delen som ble utfisjonert fra det opprinnelige målselskapet. Deretter selges aksjene i det utfisjonerte selskapet, og salgsprovenyet benyttes til å tilbakebetale oppkjøpsgjelden som ble tatt opp i forbindelse med oppkjøpet av målselskapet. Problemstillingen blir om denne transaksjonen rammes av § 8-10.

---

<sup>124</sup> For mer om fisjon se Andenæs (2006) kapittel 43.

#### 4.6.2 Rammes "fisjonsmodellen" av § 8-10?

Ordlyden i § 8-10, "stille midler til rådighet [...] i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet" synes ikke å ramme transaksjonen, i hvert fall ikke direkte. Det er ikke målselskapet i seg selv som stiller midlene til rådighet, det er et selvstendig selskap som bidrar med midlene etter en fisjon. På den annen side kan det hevdes at det å "stille midler til rådighet" vil omfatte selve fisjonen, dersom denne er innrettet med tanke på senere salg og tilbakebetaling av oppkjøpsgjelden med salgsprovenyet. Det kan således hevdes at det blir overdrevent formalistisk å kun se hen til situasjonen på tilbakebetalingstidspunktet (hvor det er to forskjellige selskaper rent formelt), og at man heller må se på både fisjonen, salget og bruken av salgsprovenyet under ett.

Hvorvidt ordlyden rammer forholdet synes etter det ovenstående å være noe uklart. Meg bekjent finnes det ikke noen relevant rettspraksis vedrørende dette, og det er heller ikke nevnt i forarbeidene.

Kreditorenes interesser vil være behørig ivaretatt gjennom reglene om sekundært solidaransvar mellom de fisjonerende selskaper, jf § 14-11 (3), samt reglene om kreditorvarsel med videre, jf § 14-7, jf §§ 13-13 til 13-15. Når det gjelder de samfunnsmessige hensyn, derunder hensynet til arbeidstakerne, vil dette måtte vurderes konkret avhengig av virksomheten. Uansett er disse hensyn underordnede. Disse reglene taler for at "fisjonsmodellen" ikke rammes av § 8-10.

I tillegg er det et tungtveiende argument i samme retning at oppkjøpselskapet ikke vil komme nærmere "målselskapets kasse" gjennom dette arrangementet. Dette er en stor forskjell fra fusjonstilfellene drøftet ovenfor i punkt 4.4.

Videre kan en fisjon i forhold til § 8-10 på mange måter sammenlignes med at målselskapet selger eiendeler. Realiteten er at målselskapet kvitter seg med deler av virksomheten. Det er ingen tvil om at § 8-10 ikke er til hinder for at et målselskap selger eiendeler og så bruker salgsprovenyet til utbytteutbetalinger til oppkjøpselskapet, forutsatt at disse

utdelingene skjer på lovlig måte, jf punkt 4.2.1 ovenfor. Denne likheten med salg av eiendeler kan trekke i retning av at ”fisjonsmodellen” ikke bør rammes av § 8-10.

”Fisjonsmodellen” er benyttet i praksis, og det har så vidt meg bekjent aldri vært stilt spørsmål ved om denne typen transaksjon rammes.

Basert på det ovenstående konkluderes det med at den såkalte ”fisjonsmodellen” ikke vil rammes av § 8-10. Dette er særlig begrunnet i at hensynene bak § 8-10 synes godt ivaretatt gjennom reglene om fisjon, samt at oppkjøpselskapet ikke får noen nærmere tilgang til målselskapets midler ved et slikt arrangement.

## **5 Avsluttende bemerkninger**

Forbudet i § 8-10 er etter sin ordlyd svært vidtrekkende. Hovedbegrunnelsen for å ramme etterfølgende finansiell bistand er å hindre omgåelser. Som oppgaven har vist må bestemmelsen i en del tilfeller tolkes innskrenkende. Dette kan skape mer uklarhet enn nødvendig, og derved blant annet øke kostnadene ved selskapsoppkjøp.

Videre vil § 8-10 anvendt på etterfølgende transaksjoner også kunne ramme legitime, godt begrunnede, forretningsmessige disposisjoner. I den grad dette skjer er det selvsagt uheldig.

En del av tilfellene som rammes kunne, slik jeg ser det, vært bedre ivaretatt dersom de utelukkende ble vurdert etter de mer skjønnsmessige, og mindre kategoriske, generalklausuler. Grensetilfellene bør derfor i størst mulig grad overlates til generalklausuler.

Det kan stilles spørsmålsteget ved om det finnes et særnorsk behov for å ha strengere regler i Norge enn i andre EU-land. Dette er situasjonen i dag, uten at begrunnelsen for dette

fremkommer av forarbeidene.<sup>125</sup> I Danmark, som så vidt meg bekjent er det EU-landet som praktiserer den tilsvarende regelen likest Norge, har teorien gjennomgående vært svært kritisk til den tilsvarende bestemmelsen.<sup>126</sup>

EU-direktivet som danner basis både for den norske og den danske regelen er også svært omdiskutert i EU, og det pågår en utvikling i retning av å liberalisere denne. Dette bør også kunne begrunne en tilsvarende endring av reglene i Norge for å unngå et regelsett som i enda større grad er særnorsk med de ekstra ulemper det medfører for norsk næringsliv.

Rettspraksis er som nevnt svært sparsom. Det kan tenkes at det er fordi forbudet er kjent og etterleves. Dette virker imidlertid lite realistisk, særlig fordi reglene er så uklare og kompliserte. En mer realistisk tilnærming er sannsynligvis at det foretas en del disposisjoner som er i strid med forbudet, særlig i mindre selskaper uten juridisk ekspertise, men at dette ikke blir satt på spissen fordi de berørte ikke får vite om de rettsstridige forholdene, eller fordi det ikke oppstår noen problemer så lenge målselskapet går bra. I tillegg er det grunn til å tro at det ofte vil være mer naturlig å anvende andre, tilgrensende regler som verner om kreditorene eller minoritetsaksjeeierne i en del tilfeller. Dette kan være en indikator på at de nåværende reglene ikke fungerer etter sin hensikt.

Det er liten grunn til å tro at en lempning av § 8-10 vil skade hensynet til samfunnet og arbeidstakere. Aksjelovene er uansett en lite hensiktsmessig ramme for regulering av disse hensynene. Disse kan mer hensiktsmessig ivaretas gjennom annen lovgivning, for eksempel konsesjonslover eller arbeidsmiljøloven.

---

<sup>125</sup> Giertsen (1996) s. 195.

<sup>126</sup> Jf for eksempel Werlauff (2006) s. 285.

## 6 Litteraturliste

Andersen m.fl. Lennart Lynge Andersen (red.), Anders Nyboe Andersen, Morten Melander. Fra Boss til Leveraged buyouts – En kapitalmarkedsretslig analyse. København 2007.

Andenæs, Mads Henry. Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Oslo 2006.

Birkeland, Kari. EU Kommissjonens forslag til forenkling av annet selskapsdirektiv. I: Tidsskrift for Forretningsjus 2005 nr. 4 s. 516 flg.

Boe, Erik. Juridisk tenkning og rettskildelære. Oslo 1993.

Bråthen, Tore. Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte. I: Lov og Rett 2000 s. 387-411.

Bråthen, Tore. Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte – duplikk til Hugo P. Matre. I: Lov og Rett 2001 s. 116-118.

Eckhoff, Torstein. Rettskildelære. Oslo 2001.

Giertsen, Johan. Selskapsfinansierte aksjeerverv. Bergen 1996.

Giertsen, Johan. Fusjon og fisjon. Bergen 1999.

Giertsen, Johan. Selskapsfinansierte aksjeerverv. Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10. I: Revisjon og Regnskap 2002 nr 6 s. 18-23.

Kaasen, Inge. Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10, om utdelinger og forholdet til EØS-retten. I: Tidsskrift for Forretningsjus 2000 nr 3 s. 278 flg.

Matre, Hugo P. Utbyttefinansierte aksjeerverv. I: Lov og Rett 2000 s. 165-174.

Matre, Hugo P. Utbyttefinansierte aksjeerverv – replikk til Tore Bråthen. I: Lov og Rett 2001 s. 113-116

Matre, Hugo P. Norsk Lovkommentar.

Truyen, Filip. Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie av asl./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper. Bergen 2004.

Wasserstein, Bruce. Big Deal. Mergers and acquisitions in the Digital Age. New York 2000.

Werlauff, Erik. Selskabsret. København 2006, 6. udgave.

Werlauff, Erik. Selvfinansieringsforbud contra lex specialis. I: Ugeskrift for Retsvæsen (UfR) 2006/4 s. 365-370.

Wistoft, Morten. Rækkevidden For Lovlig Selvfinansiering i Aktietransaktioner. Specialeafhandling. I: Retsvidenskabeligt Tidsskrift 2006, Afhandling nr. 2.

Zimmer, Frederik. Lærebok i skatterett. Oslo 2005, 5. utgave.

Aarbakke m fl. Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre. Aksjeloven og allmennaksjeloven. Kommentartutgave. Oslo 2004, 2. utgave.



## **7 Øvrige kildehenvisninger**

### **Lover**

Lov om aksjeselskaper av 4. juni 1976 nr 59 (Aksjeloven 1976)

Lov om endringer i lov av 4. juni 1976 om aksjeselskaper mv. av 22. desember 1955 nr 80 (EØS-tilpasningsloven)

Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 45 (Aksjeloven)

Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 45 (Allmennaksjeloven)

Lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern mv. av 17. juni 2005 nr 62 (Arbeidsmiljøloven)

### **Forarbeider**

NOU 1991:25 Lånefinansierte selskapsoppkjøp

NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning

Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper

Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)

Ot.prp. nr. 4 (1995-1996) Om lov om endringer i lov 4. juni 1976 nr 59 om aksjeselskaper mv. (EØS-tilpasning)

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper

Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) Om lov om endringer i aksjelovgivningen mv.

Innst.O. nr. 80 (1996-1997) Innstilling frå justiskomiteen om aksjeselskap (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskap (allmennaksjeloven), og endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgivning m.m.

### **Etterarbeider**

Aksjeloven §§ 6-11 og 8-10 og selskapsloven § 3-17. Lovavdelingens tolkningsuttalelse av 12.3.2007

Høringsnotat Justis- og Politidepartementet av 3. juli 2007. "Oppfølging av Europaparlaments- og Rådskonferensdirektiv 2006/68/EF om endringer i Rådskonferensdirektiv 77/91/EØF når det gjelder stiftelse av allmennaksjeselskaper og sikring og endring av deres kapital – forslag om endringer i allmennaksjeloven og aksjeloven og ny forskrift" (Høringsnotat 3. juli 2007)

Høringsnotat Nærings- og Handelsdepartementet av 11. juli 2007. "Forslag til ny forskrift om eiendomsselskapers adgang til å stille sikkerhet og forslag til endringer i forskrift 18. desember 1998 nr. 1333 om aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers adgang til å yte finansiell bistand til ansattes erverv av aksjer" (Høringsnotat 11. juli 2007)

### **EU og EØS-dokumenter**

Annet rådskonferensdirektiv av 13. desember 1976 77/91 EØF om samordninger av de garantier som kreves i medlemsstatene av selskaper som definert i traktatens art 58 annet ledd for å verne selskapsdeltakernes og tredjemanns interesser når det gjelder stiftelsen av åpne selskaper og sikring og endring av deres kapital, med det formål å gjøre slike garantier likeverdige. (Kapitaldirektivet/Annet selskapsrettsdirektiv)

Direktiv 2006/68/EF av 6. september 2006 om endringer i rådskonferensdirektiv 77/91/EØF når det gjelder stiftelse av allmennaksjeselskaper og sikring og endring av deres kapital.

**Domsregister**

Rt. 1995 s. 1026

Rt. 2002 s. 456

Rt. 2006 s. 1232

LH-2003-13242

