

Det juridiske fakultet

Selskapsfinansierte aksjeerverv etter 1. juli 2013

Om det oppmykede forbudet i aksjeloven § 8-10 ivaretar de sentrale hensyn på begge sider av selskapsformuen.

Av Lars Fossedal

Liten masteroppgave i rettsvitenskap vår 2014

Innholdsfortegnelse

.....	1
1 INNLEDNING	5
1.1 Tema og problemstilling.....	5
1.2 Historikk og aktualitet	5
1.3 Rettskildefaktorer og metode.....	7
1.3.1 Prinsippene for tolking	7
1.3.2 Rettspraksis	7
1.3.3 Lovforarbeider.....	7
1.3.4 Direktiv 2012/30/EU	8
1.4 Terminologi	8
1.5 Fremstillingen videre	9
2 RETTSTILSTANDEN I SVERIGE OG DANMARK	9
2.1 Betydningen av andre lands rett	9
2.2 Sverige	10
2.3 Danmark	12
3 AKSJELOVEN § 8-10	13
3.1 Bistandsalternativene – «stille midler til rådighet eller gi kreditt eller stille sikkerhet» 14	
3.2 Tilknytningsvilkåret - «i forbindelse med»	16
3.3 Forholdet til aksjeloven § 8-7 tredje ledd nr. 2.....	19
3.4 Personkretsen – «tredjeperson»	20
3.5 Omfanget av ervervsbegrepet	21
3.6 Ervervsobjektet – «aksjer i selskapet eller selskapets morselskap»	21
3.7 Bistandens økonomiske ramme – «fri egenkapital»	21
3.8 Vern av selskapsinteressen I.....	22
3.8.1 «Forretningsmessige vilkår og prinsipper»	22
3.8.2 «Forretningsmessige vilkår og prinsipper» - rente.....	23

3.8.3	«Forretningsmessige vilkår og prinsipper» - garantiprovisjon	25
3.9	Vern av selskapskapitalen II – «betryggende sikkerhet»	27
3.10	«Fullt innbetalte aksjer».....	31
3.11	Styrets plikter	32
3.12	Godkjenning av generalforsamlingen	32
3.13	Dispensasjon fra aksjeloven § 8-10	33
3.13.1	Generelt om dispensasjonsadgang og unntaksforskrift	33
3.13.2	Adgang til å yte finansiell bistand til ansattes erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap	33
3.13.3	Eiendomsselskapers adgang til å stille sikkerhet ved erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap	34
3.13.4	Dispensasjon ved enkeltvedtak	38
3.14	Overtredelse av aksjeloven § 8-10	41
3.15	Aksjeloven § 8-10 sammenlignet med svensk og dansk rett	41
4.	FINANSIERINGSMULIGHETER UNDER AKSJELOVEN § 8-10	42
4.1	Sammenhengen mellom kapitlene 4-6.	42
4.2	Forhåndsvurdering av utbyttegrunnlaget	43
4.2	Noen utfordringer i tilknytning til «betryggende sikkerhet»	44
4.3	Finansiell bistand som hindring for fremtidig betjening av lån.....	48
5.	IVARTAKELSE AV LOVGIVERHENSYN BAK AKSJELOVEN § 8-10	49
5.1	Hensynet til selskapskapitalen	49
5.2	Hensynet til selskapskreditorene	49
5.3	Hensynet til aksjonærminoriteten	50
6.	EN VURDERING AV AKSJELOVEN § 8-10	51
7.	LITTERATURLISTE	54
	Norske lover og forskrifter	54
	Endringslover	54
	Norske lovforarbeider	54

Rettspraksis	55
Utenlandske lover og lovforarbeider	55
EU og EØS-dokumenter.....	55
Høringsnotater	56
Litteratur.....	56

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Temaet for avhandlingen er norske aksjeselskapers adgang til å yte finansiell bistand i forbindelse med tredjepersons erverv av aksjer i selskapet selv eller dets morselskap, ofte omtalt som «selskapsfinansierte aksjeerverv».¹ Dette reguleres i aksjeloven (heretter asl.) § 8-10.²

Emnet har fått ny aktualitet etter en lovendring sommeren 2013.³ Denne medfører at selskapsfinansiering av aksjer nå er tillatt på nærmere vilkår, i motsetning til den tidligere forbudsbestemmelsen.

I denne avhandlingen vil det bli gjort rede for innholdet i bestemmelsen slik den fremstår etter lovendringen. Foruten tolking av bestemmelsens ordlyd innebærer det en gjennomgang av lovforarbeider og litteratur i tilknytning til asl. § 8-10. Målsetningen med redegjørelsen og de etterfølgende drøftelser er å kartlegge i hvilken grad opphevelsen av det tidligere forbudet medfører utvidete muligheter til selskapsfinansiering av aksjeerverv, samt hvordan hensynet til aksjonærminoriteten og selskapskreditorene er ivaretatt.

1.2 Historikk og aktualitet

Et absolutt forbud mot selskapsfinansierte aksjeerverv i Norge ble innført i og med aksjeloven 1976 § 12-10 sjette ledd.⁴ Den opprinnelige bestemmelsen forbød finansieringsbistand fra selskapet i form av «lån» og «sikkerhetsstillelse» «med sikte på» tredjepersons erverv av aksjer i selskapet. For å fange opp bistand samtidig med og etter selve ervervet ble ordlyden endret til «i forbindelse med» ved en lovrevisjon på 1990-tallet.⁵

Da aksjeloven gjennomgikk en EØS-tilpassing i 1996, ble den daværende aksjeloven § 12-10 bragt i samsvar med EØFs annet selskapsdirektiv.⁶ Etter modell av daværende artikkel 23 i direktivet ble finansieringsalternativet «*stille midler til rådighet*» inntatt i bestemmelsen.⁷

Ved endringsdirektiv ble det i 2006 åpnet opp for at finansieringsbistand kunne finne sted.⁸

¹ Bråthen (2013) s. 204.

² Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper.

³ Lov 14. juni 2013 nr. 40.

⁴ Lov 4. juni 1976 nr. 59.

⁵ NOU 1992:29 s. 180.

⁶ Direktiv 77/91/EØF.

⁷ Ot.prp.nr.4 (1995-1996) s. 35.

⁸ 2006/68/EF.

Det gikk imidlertid noen år før Norge myket opp det absolutte forbudet i asl. § 8-10. Allerede i 2007 ble det vurdert å gjennomføre endringsdirektivet i den norske aksjelovgivningen.⁹ Justisdepartementet valgte den gang å utsette gjennomføringen, blant annet for å avvente rettsutviklingen i de øvrige nordiske landene.

Samme år ble virkeområdet til forskriften i medhold av asl./asal § 8-10 utvidet.¹⁰ Forskriften kapittel 3 regulerer de såkalte «single-purpose» eiendomsselskapenes adgang til å yte finansieringsbistand som nevnt. Forskriften vil bli nærmere behandlet nedenfor under 3.13.

Den 29. juni 2010 gav Justisdepartementet advokat Gudmund Knudsen i oppdrag å utrede spørsmålet om forenkling av aksjeloven. Formålet med utredningen var å vurdere forenklinger av loven, blant annet med sikte på å ivareta behovene til de små og mellomstore selskapene. Kapitalreglene var blant reglene som skulle vurderes.¹¹ Knudsen avga sin utredning til Justisdepartementet den 7. januar 2011. Han konkluderte der bl.a. med at finansieringsforbudet burde «*mykes opp*» i tråd med endringsdirektivet av 2006.

Med bakgrunn i «Knudsen-utredningen» og Justisdepartementets høringsbrev 13. juli 2007 fremmet Justis- og beredskapsdepartementet i 2013 en rekke forslag til endringer i aksjelovgivningen.¹² Ett av forslagene var å endre asl. § 8-10 slik at selskapsfinansierte aksjeerverv på nærmere angitte vilkår ble tillatt.¹³ På denne bakgrunn ble det vedtatt en endringslov som trådte i kraft 1. juli 2013.¹⁴

Med lovendringen ble det absolutte finansieringsforbudet fjernet. I proposisjonen beskrev Justisdepartementet endringen som «*en viss oppmykning*» av § 8-10, som fremdeles ville ivareta kreditorenes og aksjonærminoritetens interesser tilstrekkelig.¹⁵ I utgangspunktet kan det synes underlig å beskrive en overgang fra et forbud mot selskapsfinansierte aksjeerverv til at dette skal være lovlig som kun en «*oppmykning*». Spørsmålet er imidlertid hvilken praktisk mulighet det enkelte aksjeselskap har til å oppfylle vilkårene for å yte finansieringsbistand.

⁹ Justisdepartementets høringsbrev 13. juli 2007.

¹⁰ FOR-2007-11-30 nr. 1336 om unntak fra aksjeloven § 8-10 og allmennaksjeloven § 8-10.

¹¹ «Forenkling og modernisering av aksjeloven» av advokat Gudmund Knudsen.

¹² Prop. 111 L (2012-2013).

¹³ Prop. 111 L (2012-2013) s. 7.

¹⁴ Lov 14. juni 2013 nr. 40 (ikr. 1 juli 2013 iflg. res. 14 juni 2013 nr. 635).

¹⁵ Prop. 111 L (2012-2013) s. 75.

Én mulighet er at departementet valgte formuleringen som en erkjennelse av at bestemmelsen oppstiller så vidt strenge vilkår at den er vanskelig å nyttiggjøre seg av i praksis. Enkelte praktikere har likevel valgt å beskrive endringen som en «*fjerning av forbud*».¹⁶

1.3 Rettskildefaktorer og metode

1.3.1 Prinsippene for tolking

Grunnlaget for tolkingen av lovbestemmelser er bestemmelsenes ordlyd, lovforarbeider, rettspraksis, rettsoppfatninger i form av juridisk teori og reelle hensyn.

1.3.2 Rettspraksis

Høyesterett har kun avklart ett spørsmål i relevant tilknytning til den nye lovbestemmelsen. Dette behandles under punkt 3.13 i tilknytning til unntaksforskriften med hjemmel i asl. § 8-10 femte ledd, vedrørende hvilke krav som stilles for at et selskap skal være å anse som et «eiendomsselskap» i lovens forstand. Underrettspraksis gir heller ingen veiledning til forståelsen av den nye bestemmelsen.

1.3.3 Lovforarbeider

Dagens asl. § 8-10 inneholder begreper som først ble introdusert i aksjeloven 1976. For enkelte deler av dagens bestemmelse vil også forarbeidene til 1976-loven ha betydning. Foruten disse har forarbeidene til asl. 1997, EØS-tilpasningen i 1995 og den nevnte endringsloven av 2013 betydning for tolkingen av dagens bestemmelse.

I 1992 avga Aksjelovgruppen ledet av Magnus Aarbakke sin utredning NOU:29. Denne ble fulgt opp i Ot.prp. nr. 36 (1993-1994). Justiskomiteen anbefalte imidlertid at Odelstinget skulle sende proposisjonen tilbake til regjeringen samtidig som regjeringen ble bedt om å legge frem forslag til de endringer som var nødvendige i lys av EØS-avtalen, og dessuten et forslag til ny aksjelov.¹⁷

Justiskomiteens innstilling om EØS-tilpasninger ble avgitt i desember 1995.¹⁸ Innstillingen bygget på Ot.prp. nr. 4 (1995-1996) og ble vedtatt som endringslov til 1976-loven.¹⁹

¹⁶ Perland og Bjerve (2013) s. 24.

¹⁷ Innst.O. nr. 45 (1994-1995).

¹⁸ Innst.O nr. 23 (1995-1996).

¹⁹ Lov 22. desember 1995 nr. 80 om endringar i lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper m.v. (EØS-tilpasning).

I 1996 avga «Selvig-utvalget» sin innstilling til ny aksjelov.²⁰ Dette ble fulgt opp i Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) og Innst.O. nr. 80 (1996-1997) og vedtatt i juni 1997. Det ble videre foretatt endringer som også vedrørte asl. § 8-10 ved endringslov i 2006.²¹ Endringsloven bygget på Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) og Innst.O nr. 12 (2006-2007).

1.3.4 Direktiv 2012/30/EU

Norge er gjennom EØS-avtalen bundet til EU-retten, om enn i noe mindre omfang enn medlemsstatene i EU. Et kjennetegn ved EU-direktivene er at de er bindende for de tilknyttede statene. Relevant for denne avhandlingen er særlig annet selskapsdirektiv, det såkalte «Kapitaldirektivet», som er bindende for norsk allmennaksjeselskapslovgivning.²² Allerede i 2006 ble det i det opprinnelige direktiv 77/91/EF åpnet opp for at medlemsstatene kunne gi adgang til selskapsfinansierte aksjeerverv.

Direktiv 2012/30/30 er en konsolidering av direktiv 77/91/EF med endringsdirektiver, og ble vedtatt i 2012.²³ Direktivets artikkel 25 inneholder regler om selskapsfinansierte aksjeerverv. Selv om direktivet kun gjelder for selskaper av ASA-typen, valgte lovgiver av hensyn til «*et oversiktlig og tilgjengelig å regelverk*» å regulere aksjeloven etter samme modell på dette punktet ved siste lovendring.²⁴

1.4 Terminologi

Jeg vil i all hovedsak benytte «selskapsfinansierte aksjeerverv» som betegnelse på at et aksjeselskap bistår økonomisk ved erverv av aksjer i selskapet eller dets morselskap. Det gjelder i forbindelse med erverv av aksjer eller ulike tegningsretter i «*selskapets morselskap*». De ulike disposisjonene «*stille midler til rådighet eller yte lån eller stille sikkerhet*» vil ofte betegnes som «bistandsalternativene» eller «finansiell bistand». Selskapet som yter finansiell bistand vil omtales som «målselskapet». Der det fremstår språklig hensiktsmessig vil jeg benytte «tilknytningsvilkåret» som synonym til «*i forbindelse med*». Bestemmelsens begrep «tredjeperson» suppleres med «bistandsmottakeren» eller «oppkjøpselskapet». Lov 14. juni 2013 nr. 40 vil i all hovedsak refereres til som «siste lovendring», eller kun «lovendringen» hvor det følger naturlig av sammenhengen.

²⁰ NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.

²¹ Lov 15. desember 2006 nr. 88 om endringer i aksjelovgivningen mv.

²² Direktiv 2012/30/EU.

²³ Bråthen (2013) s. 54.

²⁴ Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

1.5 Fremstillingen videre

I det videre vil det først bli foretatt en kort gjennomgang av rettstilstanden i de øvrige skandinaviske landene. Det vil deretter bli gjort rede for innholdet i aksjeloven § 8-10 etter siste lovendring. Under redegjørelsen, så vel som i de etterfølgende drøftelsene, vil jeg ha følgende siktemål:

For det første å vurdere om bestemmelsen balanserer de hensyn lovgiver har ment å ivareta på en tilfredsstillende måte. For det annet å kartlegge hvorvidt gjeldende rett oppstiller en hensiktsmessig terskel for selskapsfinansierte aksjeerverv. Sammenligningsgrunnlaget vil være annet selskapsdirektiv og rettstilstanden i øvrige nordiske land som det er naturlig å sammenligne seg med. Hovedformålet er imidlertid å undersøke i hvilken grad aksjeloven § 8-10 gjør det enklere å benytte målselskapets midler ved erverv av aksjer, sammenlignet med før lovendringen.

2 Rettstilstanden i Sverige og Danmark

2.1 Betydningen av andre lands rett

Det er ikke omtvistet at andre lands rett kan ha, og har, betydning for norsk rett i flere sammenhenger. Det er en festnet oppfatning i rettskildelæren at utenlandsk rett kan være relevante støtteargumenter når domstolene tar stilling til konkrete rettsspørsmål.²⁵ Rettspraksis fra andre land kan således være relevante rettskildefaktorer når norske domstoler tar stilling til rettsspørsmål hvor løsningen fremstår som uklar.

Det samme prinsippet kan gjøre seg gjeldende, på tvers av landegrenser, også i lovgivningsprosesser. Et slikt samarbeid, som Norge hatt med de øvrige nordiske land i hvert fall siden 1870-årene, har blant annet vedrørt reglene om selskaper med begrenset deltakeransvar.²⁶ Resultatet av et slikt samarbeid kan bli en enhetlig regulering av mange spørsmål. Nettopp enhetlig regulering, eller «harmonisering», var en del av begrunnelsen for utformingen av EU-retten; en ønsket å unngå at selskaper konsekvent etablerte seg i land med attraktiv men uforsvarlig selskapslovgivning.²⁷

²⁵ Nygaard (2004) s. 51.

²⁶ Bråthen (2013) s. 53.

²⁷ Bråthen (2013) s. 39.

2.2 Sverige

Sverige har hatt et absolutt forbud mot økonomisk bistand fra selskapet med sikte på at tredjeperson erverver aksjer i selskapet eller et selskap i samme konsern siden 1970-tallet.²⁸ Tilsvarende gjennomgikk også den svenske lovgivningen tilpasninger som følge av annet selskapsdirektiv da Sverige gikk inn i EU.²⁹

Ved utarbeidelsen av den någjeldende Aktiebolagslagen (2005:551) (heretter benevnt «abl.») foreslo Aktiebolagskommittén en oppmykning av det såkalte «förvärvsförbudet», for å bringe regelen i samsvar med øvrige regler for kapitalbeskyttelse.³⁰ Under høringsrunden og den påfølgende behandlingen i Justitiedepartementet ble det imidlertid besluttet å opprettholde forbudsbestemmelsen slik den var ved vedtakelsen av den nye loven.³¹

I 2009 ble «Utredningen om ett enklare aktiebolag» avgitt til Justitiedepartementet.³² Det ble da fremhevet noen sentrale årsaker til at det ikke skjedde noen oppmykning av forbudet mot ervervslån i den opprinnelige 2005-loven:

Begrunnelsen var hovedsakelig at regjeringen prinsipielt fant det problematisk å sammenblende selskapets økonomi med aksjonærenes. Dette ville medføre en fare for omgåelse av de sentrale reglene om kapitalbeskyttelse for minoritetsaksjonærer og kreditorer. Regjeringen mente derfor at dispensasjonsreglene ville gjøre det mulig å innvilge unntak fra forbudet ved «särskilda omständigheter», som generasjonsskifter og arveoppgjør. Prinsipielt var det heller ikke utelukket at det kunne dispenseres for at en utenforstående skulle bruke selskapsformuen til aksjeervert, under forutsetning av at pengeoverføringen fra selskapet gikk direkte til den som solgte aksjene.³³

I 2009-utredningen ble det foreslått å oppheve forbudsbestemmelsen i abl. 21. kap. 5 § og erstatte den med en bestemmelse etter modell av annet selskapsdirektiv:

Bestemmelsen lød opprinnelig:

«Ett aktiebolag får inte ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet för lån i syfte att gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person som avses i 1 § skall förvärva aktier i bolaget eller överordnat bolag i samma konsern».

²⁸ Andersson/Johansson/Skog (2009) s. 21:15.

²⁹ Proposition 1993/94:196 s. 129 flg.).

³⁰ SOU 1997:168 s. 87 flg.

³¹ Proposition 2004/05:85 s. 426 flg.

³² SOU 2009:34.

³³ SOU: 2009:34 s. 243-244.

Utredningens forslag lød:

«Endast under de förutsättningar som anges i andra och tredje styckena får ett privat aktiebolag ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet för lån i syfte att gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person fysisk eller juridisk person som avses i 1 § ska förvärva aktier i bolaget eller överordnat bolag i samma koncern».

Förskott, lån eller säkerhet enligt första stycket får lämnas endast om det därefter finns full täckning för det bundna kapitalet (...). Även om det inte fins något hinder enligt andra stycket får penninglån lämnas endast i den mån det framstår som försvarligt med hänsyn til

1. de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet, och

2. bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt (...)».

Det var liten grunn til å opprettholde et forbud som enkelt kunne omgås lovlig ved såkalt etterfølgende refinansiering.³⁴ Dette synspunktet ble støttet av svensk rettsteori, hvor det har vært uttalt:

*«Förvärvslånetförbudet tar, som ovan har framgått, sikte på förestående aktieförvärv. Det hindra rinte att bolaget lämnar ett penninglån till en aktieköpare sedan förvärvet har fullföljts».*³⁵

Med dette ble det siktet til at det etter abl. 21 kap. § 6 på nærmere vilkår kan ytes lån fra selskapet til aksjonærer. Da SOU 2009:34 ble behandlet i Justitiedepartementets proposisjon til Lagrådet, ble det imidlertid besluttet ikke å gå videre med den nevnte endringen. I tilknytning til denne ble det uttalt at *«[U]tredningens forslag om utökade möjligheter til (...) förvärvslån (...) kommer att behandlas i ett annat sammanhang».*

Bakgrunnen for at Sverige hittil ikke har valgt å gå videre med forslagene til nye regler om selskapsfinansiering av aksjeerverv, må være at høringsuttalelsene til SOU 2009:34 var svært kritiske til forslaget. Dette skyldtes i hovedsak svekkelse av kreditorvernet.

³⁴ SOU 2009:34 s. 248.

³⁵ Andersson/Johansson/Skog (2009) s. 21:17.

2.3 Danmark

Inntil 1. mars 2010 oppstilte den danske aktieselskabsloven § 115 annet ledd et forbud mot å stille midler til rådighet, yte lån eller stille sikkerhet i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet. I den nye selskabsloven § 206 er utgangspunktet etter første ledd at selskapsfinansiering stadig er forbudt:

«Et kapitalsselskab må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yte lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets morselskab, jf. dog stk. 2 (...).

Imidlertid gjøres det vidtgående unntak i bestemmelsens annet ledd:

«Hvis betingelserne i stk. 3 og §§ 207-209 om generalforsamlingens godkendelse, krav til beslutningens forsvarlighed, det centrale ledelsesorgans redegjørelse og sædvanlige markedsvilkår er oppfyldt, kan et kapitalsselskab dog direkte eller indirekte stille midler til rådighet, yde lån eller stille sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab».

Bestemmelsens annet ledd er språklig svært lik den danske språkversjonen av annet selskapsdirektiv. Dette vil berøres nærmere nedenfor under punkt 3.9. I denne sammenheng skal kun nevnes at hovedforskjellen på selskabsloven § 206 og asl. § 8-10 er at den danske bestemmelsen kun taler om «sædvanlige markedsvilkår», mens den norske bestemmelsen i tillegg oppstiller et krav om «betryggende sikkerhet».

Forslaget til lovendringen ble lagt frem i utredningen «Modernisering af selskabsretten». Det ble der foreslått å åpne opp for aksjeselskapers selvfinansiering, i tråd med siste endring i annet selskapsdirektiv. Utvalget oppsummer, etter en drøftelse opp mot den siste endringen i Kapitaldirektivet, at «*det efter udvalgets oppfattelse vil være til gagn for dansk erhvervsliv at udnytte 2. selskapsdirektivs selvfinansierings valgmulighed, der muliggør finansiering*».³⁶

I tilknytning til den foreslåtte bestemmelsens evne til å ivareta øvrige interesser, ble det uttalt at «*[lovendringen] antages ikke at ville medføre en øget risiko for kreditorene, i det de pågældende reserver, dvs. ferie (sic) reserver, efter den gældende retstilstand i øvrigt ville kunne udloddes som udbytte (...)*».

I dansk rettsteori har endringen av reglene om selskapsfinansiering av aksjeerverv blitt møtt med optimisme. Erik Werlauff har i sin redegjørelse for den nye bestemmelsen uttalt følgende:

³⁶ Modernisering af selskabsretten s. 1022.

«Disse betingelser for, at selvfinansierende aktie-hhv. anparts-køb er lovlige, er næppe vanskelige at oppfylde i praksis, og det vil derfor antagelig i mange tilfælde snarere blive den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv, der kommer til at finansiere sin overtagelse (...).»³⁷

Som nevnt ovenfor under punkt 2.2 har det i Sverige vært nevnt at det finnes liten mening i å opprettholde et forbud som enkelt kan omgås ved etterfølgende refinansiering av oppkjøpslån med bistand fra selskapets formue. I dansk rettsteori har det vært uttalt at det vil se «smukkere ud» å benytte selskapsformuen ved selve ervervet enn om det skjer en tapping av selskapsformuen i forbindelse med en senere refinansiering.³⁸ Det ble i denne sammenheng vist til et eksempel på det sistnevnte, i forbindelse med at et kapitalfond kjøpte det danske Teleselskapet TDC i 2005. Det må antas at denne og andre saker hvor det har forekommet refinansiering til ugunst for selskapet har virket inn på den danske beslutningen om å endre selskapslovens regler om selskapsfinansierte aksjeerwerb.

Da kapitalfondet kjøpte TDC var det ikke adgang til å nyttiggjøre seg av selskapsformuen i forbindelse med selve ervervet. I stedet ble oppkjøpet finansiert dels ved egenkapitalfinansiering, og dels ved en stor andel dyre lån som skulle innfris kort tid etter ervervet. På tidspunktet for overtakelsen av aksjene hadde TDC en kontantbeholdning på om lag DKK 8,8 mrd. Kort tid etter dette ble det besluttet å betale ut DKK 43,5 mrd. i ekstraordinært utbytte. Mellomlegget på om lag DKK 35 mrd. måtte derfor lånefinansieres med sikkerhet i selskapet. Dette medførte blant annet at selskapet fikk en meget høy gjeldsandel, med etterfølgende nedgradering i kredittverdigheten.³⁹

Dersom den nye selskapsloven § 206 hadde vært gjeldende på tidspunktet for ervervet i TDC, ville kapitalfondet kunnet bruke midlene i selskapet til å finansiere ervervet. Resultatet av dette ville vært at TDC hadde hatt et tilgodehavende overfor morselskapet, og dermed hatt egenkapitalen og en bedre kredittrating i behold. Kapitalfondet ville dessuten spart penger ved selve ervervet, ved å slippe dyr, kortsiktig lånefinansiering.

3 Aksjeloven § 8-10

I kapittel 3 vil det bli gjort rede for innholdet i asl. § 8-10 etter siste lovendring. Ettersom mye av innholdet er videreført fra den tidligere absolutte forbudsbestemmelsen, vil det være relevant

³⁷ Werlauff (2009) s. 295.

³⁸ Werlauff (2009) s. 295-296.

³⁹ http://pure.au.dk/portal/files/53798859/Finansiering_af_management_buyout.pdf, s. 43-45. Sist besøkt 2. april.

å se hen til tidligere lovforarbeider og juridisk teori. Mange sider av bestemmelsen er berørt i Nærings- og fiskeridepartementets praksis ved søknader om dispensasjon fra bestemmelsen. I tillegg til redegjørelsen for departementets unntakspraksis i 3.1 vil to av departementets dispensasjonsvedtak trekkes inn i punkt 3.2 og punkt 3.8.2. Dette fordi dispensasjonspraksisen oppleves som velegnet til å belyse innholdet i henholdsvis tilknytningsvilkåret «*i forbindelse med*» og kravet til at selskapsfinansieringsdisposisjoner skal ivareta målselskapets interesse.

3.1 Bistandsalternativene – «stille midler til rådighet eller gi kreditt eller stille sikkerhet»

Regelen i asl. § 8-10 om selskapsfinansierte aksjeervert oppstiller tre alternative bistandsformer. Disse angir rekkevidden av bestemmelsen; hvilke av målselskapets disposisjoner som omfattes av reguleringen. Ingen av begrepene er definert i loven. Både kreditt og sikkerhetsstillelse omfattes rent språklig av det mer vidtgående begrepet «stille midler til rådighet».

Begrepet ble første gang inntatt ved endring i aksjeloven 1976 § 12-10 sjette ledd.⁴⁰ Bakgrunnen for endringen var annet selskapsdirektiv artikkel 23.⁴¹ I forbindelse med arbeidet påpekte lovgiver at endringen ville bringe bestemmelsen i samsvar med dansk rett, hvilket samtidig medførte at minimumsdirektivet ville bli overskredet.⁴² Dette skyldes at den danske oversettelsen «*stille midler til rådighet*» går lenger enn den engelske språkversjonen «*advance funds*».

«Å *stille midler til rådighet*» er ikke positivt avklart verken i aksjeloven eller i lovforarbeidene. Følgelig er en negativ tilnærming nødvendig for å avdekke begrepets innhold. I Aksjelovutvalgets utkast til aksjeloven 1997 fastslås det at legale utdelinger av selskapets midler ikke skal omfattes av uttrykket.⁴³ Dette ble fulgt opp i odelstingsproposisjonen, hvor det het at «*legale utdelinger av selskapets midler i form av utbytte, konsernbidrag eller utbetaling ved kapitalnedsetting*» ikke var omfattet av begrepet «*finansiell bistand*».⁴⁴

⁴⁰ Lov 22. desember 1995 om endringa i lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper m.v. (EØS-tilpasning).

⁴¹ Ot.prp.nr. 4 (1995-1996) s. 35.

⁴² Innst.O.nr.80 (1996-1997) s. 12.

⁴³ NOU 1996:3 s. 150.

⁴⁴ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 155.

Til tross for uttalelsene i lovforarbeidene hersket det i noe tid uenighet i juridisk teori om hvorvidt legale utdelinger av midler likevel var omfattet av bestemmelsen.⁴⁵ Debatten må imidlertid anses endelig avklart etter at lovforarbeidene til endringsloven av 2006 tiltrådte det innholdet som ble tillagt begrepet i forarbeidene til aksjeloven 1997.⁴⁶ Legale utdelinger er følgelig ikke underlagt begrensningene i asl. § 8-10.

Formuleringen «gi kreditt» asl. § 8-10 kom inn i loven i forbindelse med siste lovendring. Kreditt var tidligere kun nevnt i bestemmelsens overskrift, jf. formuleringen «[k]reditt til erverv av aksjer mv». Den tidligere lovteksten brukte begrepet «yte lån». Den språklige endringen er ikke problematisert verken i Knudsen-utredningen eller i proposisjonen, og det legges derfor til grunn at det ikke er tilsiktet noen realitetsendring. Følgelig er den tidligere forståelse av «yte lån» relevant også for bestemmelsens nåværende innhold.

I alminnelig dagligtale forbindes uttrykket «gi kreditt» hovedsakelig med låneytelser i form av penger, men i lys av det tidligere begrepet «yte lån» må forståelsen være adskillig mer omfattende. Et lån kan foruten i form av penger også ytes i form av utlån av fysiske gjenstander eller eiendommer. Det må derfor tas stilling til om utlån av ethvert formuesgode – uavhengig av verdi – med sikte på senere tilbakelevering, må omfattes av begrepet «gi kreditt».

Det kan tenkes forskjellige former for kreditter og sikkerhetsstillelser i forbindelse med et aksjeselskaps medvirkning til at en tredjeperson erverver aksjer i selskapet. Det har blitt uttalt i tilknytning til den tidligere forståelsen av bestemmelsen – som siste lovendring altså ikke rokket ved – at alternativene «yte lån» og «stille sikkerhet» er *«to ikke uttømmende eksempler på disposisjoner som rammes av forbudet»* mot å «stille midler til rådighet».⁴⁷ Det er dermed ikke nødvendig å trekke noe skarpt skille mellom de to disposisjonene, fordi det ved tvil om rubriseringen uansett vil være tale om en disposisjon som omfattes av samlebetegnelsen «stille midler til rådighet».

⁴⁵ Matre (2000) s. 171, hvor det ble hevdet at forbudet mot å stille midler til rådighet også omfattet såkalte «utbyttefinansierte aksjeerverv». Bråthen (2000), s. 411 og Giertsen (2000), s. 18-23 mente imidlertid at bestemmelsen skulle tolkes innskrenkende, slik at utbyttefinansiering og andre legale utdelinger ikke var omfattet av forbudet. Matre (2001), s. 116 gav senere uttrykk for at han ikke var uenig i utgangspunktet til Bråthen, men presiserte at hans tolkning av forarbeidene var at de ikke prinsipielt utelukket at domstolene hadde hjemmel til å gripe inn overfor utbyttefinansierte aksjeerverv i noen tilfeller.

⁴⁶ Ot.prp.nr. 55 (2005-2006) s. 68-69.

⁴⁷ Giertsen (2002), s. 19.

Begrepets kjerne er pengelån, uavhengig av om det utbetales til kjøper eller selger.⁴⁸ Derimot omfattes ikke vederlagsfri bruk av løsøre, fast eiendom eller andre av selskapets eiendeler.⁴⁹

Risikoen for målselskapet er langt mindre ved brukslån av gjenstander enn ved pengelån, fordi selskapet i førstnevnte tilfelle vil ha «*separatistrett*»⁵⁰ ved brukerens konkurs.⁵¹ I juridisk teori har forholdet mellom lovlige konsernlån etter asl. § 8-7 tredje ledd nr. 2 og selskapsfinansierte aksjeerverv etter asl. § 8-10 vært problematisert. Den rådende oppfatning har vært at formålet med en lånedisposisjon må trekkes inn som del av vurderingen dersom det er tvil om hvilken bestemmelse forholdet skal subsumeres under.⁵²

Dersom selskapets aksjer selges på kreditt, vil dette også være omfattet av begrensningene i någjeldende asl. § 8-10.⁵³ Selskapet har etter asl. § 9-2 på nærmere vilkår rett til å erverve egne aksjer på annen måte enn ved tegning, og står derfor fritt til å selge disse på kreditt til kjøperen.

I begrepet «*stille sikkerhet*» ligger det at det stilles midler til rådighet som garanti for en forpliktelse. Dette kan skje enten ved at målselskapet garanterer for forpliktelsens oppfyllelse i form av et kausjonsansvar eller lignende, eller ved at forpliktelsen sikres ved pantsettelse av en eiendel.⁵⁴

I juridisk teori er det tatt til orde for at negative pantsettelseserklæringer ikke omfattes av det likelydende begrepet i asl. § 8-7.⁵⁵ Systembetragtninger tilsier da at det samme må legges til grunn for forståelsen av asl. § 8-10. Dette er også i samsvar med juridisk teori under aksjelovent 1976 § 12-10 etter lov 22. desember 1995 nr. 80.⁵⁶ En negativ pantsettelseserklæring medfører ingen faktisk pantsettelse, men kun en forpliktelse overfor långiveren om ikke å stille pant for lån fra andre långivere heller.

3.2 Tilknyningsvilkåret - «i forbindelse med»

Asl. § 8-10 angir at det kreves en viss tilknytning mellom den finansielle bistanden og tredjepersons erverv av aksjer. Bestemmelsens ordlyd er at bistanden må skje «*i forbindelse*

⁴⁸ Giertsen (2002) s. 19.

⁴⁹ Giertsen (2002) s. 19.

⁵⁰ Om begrepet «*separatistrett*», se Andenæs (2009), s. 155. Se også Børresen (2007), s. 171 hvor det oppstilles at en konkurskreditor har separatistkrav på eiendeler som debitor aldri har eid, men kun lånt.

⁵¹ Giertsen (2002) s. 18.

⁵² Sjøfjell (2008) s. 120.

⁵³ Giertsen (2002) s. 20.

⁵⁴ Giertsen (1996) s. 108.

⁵⁵ Andenes (2006) s. 475.

⁵⁶ Giertsen (1996) s. 74.

med [ervert]». Dette gir en indikasjon på at de to disposisjonene må stå i en viss sammenheng med hverandre. Hvilken saklig eller tidsmessig sammenheng som kreves mellom ervertet og bistanden lar seg imidlertid ikke utlede av ordlyden.

Verken Knudsen-utredningen eller Prop. 111 L drøftet tilknytningsvilkåret «i forbindelse med» ved utarbeidelsen av den seneste endringsloven. I aksjeloven 1976 § 12-10 var tilknytningsvilkåret «*ved ervert*», hvilket ble endret i forbindelse med lovrevisjonen tidlig på 1990-tallet.⁵⁷ Aksjelovgruppens begrunnelse for å endre ordlyden var at den dagjeldende bestemmelsen kun rammet bistand med sikte på ervert av aksjer. En slik rettstilstand gjorde det prinsipielt mulig å omgå forbudet mot selskapsfinansiering ved kun å endre tidspunktet for selskapets disposisjon. Eksempelvis forbød ikke den opprinnelige 1976-loven målselskapets bistand ved en etterfølgende refinansiering av oppkjøpslånet.

Justis- og politidepartementet var enige i at Aksjelovgruppens forslag var hensiktsmessig, tross dets tvil om hvordan bestemmelsen skulle praktiseres.⁵⁸ I dette arbeidet konkluderte departementet med at forslaget gikk lenger enn ordlyden i annet selskapsdirektiv artikkel 23.⁵⁹ Departementet nøyde seg med å konstatere at formuleringen tilsynelatende var i samsvar med dansk rett. Endringen ble inntatt i forbindelse med EØS-tilpasningen i 1995, med virkning fra 1. januar 1996.⁶⁰ I juridisk teori har det vært uttalt at «*målet om å ramme unngåelse*» var bakgrunnen for at departementet valgte en videre formulering enn hva som fulgte av Kapitaldirektivet.⁶¹

Ved utarbeidelsen av 1997-loven ble det vurdert hvorvidt det skulle settes en konkret grense for når en etterfølgende disposisjon ikke lenger kunne rammes av regelen. Aksjelovutvalget mente at det var behov for «*en klar regel som fastsetter en siste frist*» for hva som kunne regnes som i forbindelse med ervertet.⁶²

Departementet tiltrådte ikke Aksjelovgruppens anbefaling på dette punkt. I odelstingsproposisjonen ble det gitt uttrykk for at formuleringen «*i forbindelse med ervertet*» i seg selv var tilstrekkelig presist, slik at det ble foreslått å fjerne presiseringen «*enten bistanden skjer før, samtidig med eller etter ervertet*».⁶³ Det ble videre uttalt at det i hvert enkelt tilfelle

⁵⁷ NOU 1992:29 del II pkt. 13.4 s. 180.

⁵⁸ Ot.prp.nr.36 (1993-1994) kap. VI pkt. 4.4 s. 66.

⁵⁹ Den engelske og danske ordlyden er henholdsvis «with a view to» og «med henblikk på».

⁶⁰ Ot.prp.nr.4 (1995-1996) s. 35.

⁶¹ Sjøfjell (2008) s. 123.

⁶² NOU 1996:3 s. 151.

⁶³ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 48.

må foretas en konkret vurdering for å kartlegge om det er en sammenheng mellom ervervet av aksjer og målselskapets finansielle bistand. Dette ble ansett som en mer hensiktsmessig løsning enn å sette en tidsbestemt grense for hvilke etterfølgende disposisjoner som kunne stå i sammenheng med det opprinnelige ervervet.

I departementets merknader til bestemmelsen ble det uttalt om tilknytningsvilkårets vurderingstema:

«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.»⁶⁴

Bestemmelsen ble vedtatt og trådte i kraft 1. januar 1999. Formuleringen har siden stått uendret, og i forarbeidene til siste lovendring fremgår det intet som indikerer noen tilsiktet endring i forståelsen av begrepet.

Av det som er sagt ovenfor, kan det slutes at disposisjoner fra selskapets side aldri kan kategoriseres som «i forbindelse med» ervervet uten at det foretas en konkret vurdering. I denne sammenheng er det uten betydning at vurderingskriteriene er hentet fra forarbeidene til det som i 1997 var en forbudsbestemmelse. Dette sistnevnte fordrer en nærmere utdyping:

Etter den opprinnelige bestemmelsen var det forbudt for selskapet å yte finansiell bistand «i forbindelse med» erverv av aksjer med videre i selskapet. Dersom en slik disposisjon faktisk var knyttet til ervervet, ville den vært ugyldig. Etter bestemmelsen slik den er i dag, vil det samme faktum medføre at disposisjonen først kan erklæres ugyldig dersom den ikke oppfyller vilkårene for lovlig finansiell bistand. Denne vurderingen skal altså ifølge forarbeidene avdekke hvorvidt en disposisjon fra selskapets side er foretatt med sikte på å etablere en situasjon som strider mot formålene med bestemmelsen. Motstykket er disposisjoner som riktignok medvirker til aksjefinansieringen, men som ikke er gjort med sikte på den; de enkelte disposisjoner har en selvstendig, forretningsmessig begrunnelse.

Til tross for at Justis- og politidepartementet avviste Aksjelovsutvalgets forslag til en absolutt toårsgrense, har Nærings- og fiskeridepartementet ved behandling av søknader om dispensasjon

⁶⁴ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 155.

fra asl. § 8-10 vurdert tidsmomentet mellom aksjeerhvervet og den senere søknaden om refinansiering med målselskapets midler.⁶⁵

Søkeren Optibo AS søkte i september 2013 om refinansiering av bankgaranti i forbindelse med erverv av aksjer i Gravidalsfeltet AS i mars 2012. Det var følgelig omtrent 16 måneder mellom ervervet og søknaden. Foruten «formålet med refinansieringen» vurderte departementet også tidsaspektet mellom aksjeerhvervet og refinansieringen. Bakgrunnen for vurderingen av tidsmomentet var å kartlegge hvorvidt disposisjonene sto i sammenheng med eller var uavhengige av hverandre. Under henvisning til den foreslåtte (men forkastete) toårsfristen uttaler departementet at [p]å denne bakgrunn mener departementet at tidsaspektet taler for at sikkerhetsstillelsen skjer «i forbindelse med ervervet».

Etter departementets skjønn tilsa tidsaspektet, i likhet med det oppgitte formålet med refinansieringen, at det var sammenheng mellom ervervet og refinansieringen.

I begrunnelsen for at departementet vektla tidsmomentet, ble det uttalt følgende:

«Selv om det ikke ble satt en generell toårgrense i loven, har departementet i sin dispensasjonspraksis tolket bestemmelsen og dens forarbeider slik at to år likevel kan være en indikasjon på tidsaspektet i vurderingen av refinansieringens tilknytning til ervervet».

Slik jeg forstår de nevnte lovforarbeidene har lovgiver ment at «i forbindelse med» er tilstrekkelig presist til å foreta en vurdering av den saklige tilknytningen mellom disposisjonene. Det kan vanskelig sees at en vurdering av tidsmomentet gir bidrag til dette i seg selv, og at dette reelt sett er overflødig for å avdekke hvorvidt tilknytningsvilkåret er oppfylt.

For at asl. § 8-10 første ledd skal komme til anvendelse må en tredjeperson erverve «aksjer eller rett til erverv av aksjer». Bestemmelsens virkeområde berøres følgelig ikke ved et såkalt «innmatkjøp», hvor hele eller deler av målselskapets virksomhet erverves uten at aksjene skifter eier.

3.3 Forholdet til aksjeloven § 8-7 tredje ledd nr. 2

Etter asl. § 8-7 om kreditt til aksjeeiere mv. kan selskapet gi kreditt eller stiller sikkerhet for en aksjeeier (...) innenfor utbytterammen etter § 8-1. Også her skal det stilles betryggende sikkerhet for selskapets krav.

Et unntak fra «forbudet» i første ledd, det vil si beløpsbegrensningen og kravet til sikkerhet, oppstilles i bestemmelsens tredje ledd nr. 2. Her fremgår det at kreditt eller sikkerhet til fordel for morselskapet eller et annet selskap i samme konsern, er unntatt fra forbudet i første ledd.

⁶⁵ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkelt saker/Gravidalsfeltet-AS1.html?id=753665>. Saksnummer 13/3169-7.

Dersom bestemmelsen leses isolert, ville det i så fall bety at aksjonærer som har overtatt aksjene i et morselskap med et formuende datterselskap, kunne nyttiggjøre seg av datterselskapets formue til en etterfølgende refinansiering av det opprinnelige oppkjøpslånet.

Dette er imidlertid en situasjon som åpenbart vil omfattes av tilknytningsvilkåret «i forbindelse med (...) erverv (...)» jf. § 8-10 første ledd, og følgelig underlagt de samme krav med hensyn til utbytterammen og kravet om betryggende sikkerhet.

3.4 Personkretsen – «tredjeperson»

I gjeldende asl. § 8-10 er det inntatt en presisering i lovteksten som ikke var uttrykt under den tidligere forbudsbestemmelsen: Bestemmelsen regulerer «*tredjepersons*» erverv av aksjer i selskapet eller dets morselskap. Bakgrunnen for at dette ble presisert i ordlyden, var at Finansnæringens Fellesorganisasjon under høringsrunden problematiserte forholdet mellom § 8-10 og lovens kapittel 9.⁶⁶ Departementet utdypet da at det la til grunn at § 8-10 kun gjelder ved «*andre rettssubjekters*» erverv av aksjer i selskapet, hvilket ikke umuliggjør selskapets egenerverv av aksjer etter § 9-2. Etter sistnevnte bestemmelse kan selskapet på nærmere vilkår erverve aksjer på andre måter enn tegning. Ett av vilkårene der retter seg mot aksjer ervervet «for selskapets regning». Dersom § 8-10 skulle få anvendelse også på selskapets egenerverv av aksjer, ville § 9-2 vært uanvendelig. Departementet slo fast at den valgte utformingen av § 8-10 var i tråd med Kapitaldirektivet samt det som nå er vedtatt som § 206 i den danske selskabsloven.

Formuleringen «*andre rettssubjekter*» må innebære at bestemmelsen omfatter både fysiske og juridiske personers erverv av aksjer i selskapet. Det kan vanskelig sees gode grunner for å utelukke fysiske personer fra å motta finansieringsbistand fra selskapet. Dette fordi fysiske personer i utgangspunktet hefter personlig og ubegrenset for sine forpliktelser, i motsetning til de fleste juridiske personer hvor det personlige ansvaret som hovedregel er begrenset.

De etterfølgende vilkår i bestemmelsen om blant annet «*betryggende sikkerhet*» vil uansett ikke differensiere etter om erververen er en fysisk eller juridisk person, all den tid selskapets behov for sikkerhet for sin fordring ikke er relativ til dette.

Det kan følgelig konkluderes med at «tredjeperson» er en hvilken som helst fysisk eller juridisk person som ikke er selskapet selv.

⁶⁶ Prop. 111 L (2012-2013) s. 116.

3.5 Omfanget av ervervsbegrepet

Selskapets finansielle bistand til tredjeperson kan ytes i forbindelse med «*ervert eller rett til ervert av aksjer (...)*». Bestemmelsens ordlyd må forstås dithen at finansieringsbistand kan ytes til innbetaling av aksjekapital ved stiftelse, eller ved ervert i annenhåndsmarkedet. I merknaden til § 8-10 i forarbeidene utdyper Justisdepartementet begge spørsmålene.⁶⁷

Med «*ervert av aksjer*» skal ifølge departementet forstås også «*tegning av aksjer*», i tillegg til ervert av aksjer selskapet selv eier. Ettersom tegning av aksjer i seg selv ikke innebærer noen utbetaling som kan nødvendiggjøre finansieringsbistand, må det her ha vært siktet til at selskapet kan yte finansiell bistand ved innbetalingen selskapet har krav på når tredjeperson tegner aksjer i selskapet.

Det vil stille seg annerledes dersom det ervertes en tegningsrett, ettersom en slik rettighet ikke forutsetter at selve tegningen skjer umiddelbart etterpå. Dersom tredjemann ervert en rett til å tegne aksjer kan denne være betinget av at han svarer et vederlag overfor selskapet. Etter asl. § 8-10 første ledd kan selskapet yte finansieringsbistand også til dette vederlaget.

3.6 Ervervsobjektet – «*aksjer i selskapet eller selskapets morselskap*»

Etter aksjeloven 1976 og frem til 2006 inneholdt loven et absolutt forbud mot finansiell bistand fra selskapet ved/i forbindelse med ervert av «*aksjer i selskapet, eller av aksjer eller andeler i et annet selskap i samme konsern*». Ved utarbeidelse av en endringslov i 2006 ble det foreslått å gjøre flere endringer i bestemmelsen.⁶⁸

For det første ble det foreslått å endre § 8-10 slik at forbudet ikke lenger skulle omhandle finansieringsbistand ved ervert av aksjer i selskapets datterselskaper og søsterselskaper. Departementet fikk bred støtte i høringsrunden for at slik bistand var mindre problematiske enn hva som var tilfelle oppover i konsernet. I lys av dette foreslo departementet også å oppheve forbudet mot bistand ved ervert av andeler.

3.7 Bistandens økonomiske ramme – «*fri egenkapital*»

Den øvre ramme for selskapets bistand er etter § 8-10 tilsvarende utbyttegrunnlaget etter § 8-1. Dette refereres ofte til som selskapets «*frie egenkapital*».

Utbytterammen er de balanseførte nettoeiendeler fratrukket aksjekapital og bundne fond, den samlede pålydende verdien av egne aksjer og kreditt og sikkerhetsstillelse fra før balansedagen.

⁶⁷ Prop. 111 L (2012-2013) s. 116.

⁶⁸ Ot.prp.nr 55 (2005-2006) s. 68-70.

I tillegg må selskapet etter utdelingen må ha en forsvarlig egenkapital og likviditet etter § 8-1 fjerde ledd sammenholdt med § 3-4.

Etter siste lovendring gir § 8-2 a første ledd hjemmel til å beslutte ekstraordinær utdeling av utbytte på grunnlag av en mellombalanse.

3.8 Vern av selskapsinteressen I

3.8.1 «Forretningsmessige vilkår og prinsipper»

Selskapets bistand skal ytes på «*vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper*». Rent språklig synes dette å oppstille et krav om at den som mottar bistanden, skal yte et vederlag som samsvarer med alminnelig praksis blant næringsdrivende.

Det følger av forarbeidene til siste lovendring at vilkåret er tatt med i bestemmelsen for å verne aksjonærminoriteten.⁶⁹ Videre uttales det i merknaden til bestemmelsen at vilkåret skal forstås på samme måte som det identiske vilkåret i asl. § 3-9 om transaksjoner mellom selskap i samme konsern.⁷⁰ Det henvises der til Selvigs-utvalgets utredning om samme bestemmelse:

«I dette ligger et krav om at det skal være likevekt i kontraktsforholdet når det gjelder partenes ytelse og vilkår ellers. Det som fremstår som en forretningsmessig transaksjon mellom konsernselskaper, skal ikke innebære en ensidig overføring fra ett selskapet til et annet som ikke er forretningsmessig begrunnet».

Ettersom vilkåret om forretningsmessige vilkår og prinsipper i asl. § 8-10 kun har vært gjeldende rett siden sommeren 2013, har spørsmålet ennå ikke blitt prøvd av domstolene. Høyesterett har lenge antatt at det er en nær sammenheng mellom asl. § 3-9 og skattelovens internprisingsbestemmelse i § 13-1.⁷¹ I en avgjørelse under skatteloven 1911 ble det uttalt at transaksjoner i strid med asl. § 3-9 kan medføre at ligningen fastsettes skjønnsmessig etter skatteloven § 53.⁷² Tilsvarende er det uttalt i juridisk teori at skatteloven § 13-1 gir uttrykk for det såkalte «armlengdeprinsippet», og at det samme prinsippet kommer til uttrykk i asl. § 3-9.⁷³

I armlengdeprinsippet ligger det at to nærstående aktører skal avtale samme pris for en tjeneste seg imellom som to uavhengige parter ville gjort under de samme omstendighetene. Det ligger imidlertid ulike hensyn bak den skatterettslige respektive den selskapsrettslige regelen. Mens

⁶⁹ Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

⁷⁰ Prop. 111 L (2012-2013) s. 116.

⁷¹ Synspunktet gjengitt fra Nedrelid (2011) s. 353.

⁷² Rt. 2000 s. 1473 s. 1480.

⁷³ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 80.

skatteloven § 13-1 er et virkemiddel for å beskatte riktig rettssubjekt på korrekte vilkår, er asl. § 3-9 en bestemmelse til vern for selskapets kreditorer og minoritetsaksjonærer.

Det kan derfor ikke konkluderes med at løsningen blir identisk selv om i utgangspunktet like disposisjoner vurderes opp mot de to ulike regelsettene.⁷⁴

I juridisk teori har det vært anført at en konsernintern transaksjon i henhold til armlengdeprinsippet i skatteloven ofte vil være lovlig etter asl. § 3-9.⁷⁵

3.8.2 «Forretningsmessige vilkår og prinsipper» - rente

Kravet om at selskapets bistand skal ytes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper, innebærer at selskapet skal kompenseres for den risiko finansieringsbistanden medfører. Dersom målselskapet yter kreditt skal det derfor motta godtgjørelse i form av renter. På samme måte skal målselskapet avkreve garantiprovisjon dersom det har stilt en sikkerhet.

Ved selskapsfinansierte aksjeerverv vil vilkåret om forretningsmessige vilkår og prinsipper således være oppfylt dersom rentebetingelsene tilsvarer det to ikke-konsernbundne selskaper presumptivt ville avtalt.⁷⁶ Det kan imidlertid ikke legges til grunn som en generell norm at konserninterne lån *alltid* skal rentebelastes. I det følgende vil det gjøres rede for noen momenter i vurderingen av hvorvidt det *skal* eller *ikke skal* betales renter på et konserninternt lån. Det vil imidlertid føre for langt i denne sammenheng å gi en fullstendig redegjørelse for hvordan rentesatsen konkret fastsettes.

Høyesterett godtok i 2007 at Statoil ASA ikke renteberegnet sine lån til et datterselskap, blant annet begrunnet med at morselskapet hadde en forretningsmessig interesse i avkastningen på datterselskapets drift.⁷⁷ Domstolen foretok en vurdering opp mot armlengdeprinsippet, men konkluderte i Statoil ASAs favør etter å ha konstatert at datterselskapet ikke hadde evne til å betjene et rentebærende lån. Følgelig ville det ikke vært mulig for datterselskapet å oppta lån hos en ekstern långiver. Retten uttalte i tilknytning til det siste at *«når dette er tilfellet, er bestemmelsen om rentefrihet ikke et resultat av interessefelleskapet mellom Statoil ASA og Statoil Angola, men forretningsmessig begrunnet»*. Videre heter det at *«når Statoil Angola har behov for lån utover det selskapet har finansiell evne til å forrente, skyldes det ikke*

⁷⁴ Sannum (2008) s. 16.

⁷⁵ Bråthen (2009) s.121.

⁷⁶ Nedrelid (2011) s. 346.

⁷⁷ Rt. 2007 s. 1025 premiss 43-45.

interessefellesskap, men at selskapets egenkapital ikke er tilstrekkelig i forhold til selskapets aktivitet» (mine understrekninger).

Dersom dette overføres til et selskapsfinansiert aksjeerwerb etter asl. § 8-10, kan det problematiseres hvorvidt Høyesterett ville anerkjent den samme argumentasjonen:

For det første kan spørres hvorvidt målselskapet som bistandsyter får sine forretningsmessige interesser ivaretatt ved rentefritt å yte et lån til den tredjeperson som har ervervet aksjer i selskapet. Dette kan ikke besvares generelt, men Nærings- og fiskeridepartementet har ved behandling av søknad om dispensasjon fra asl. § 8-10 før lovendringen kommet med noen uttalelser som kan tjene som et utgangspunkt for vurderingen:⁷⁸

Saken gjaldt Støttfjord Holding AS' søknad om dispensasjon fra forbudet i asl. § 8-10, for å kunne benytte et fiskefartøy tilhørende Brødrene Bakken AS som sikkerhet for lån til erwerb av aksjer i sistnevnte selskap. I forbindelse med et generasjonsskifte skulle 100 % av aksjene i målselskapet overdras til kjøperselskapet. Følgelig ville det etter ervervet ikke være potensielt skadelidende minoritetsaksjonærer. Transaksjonen skulle finne sted på kommersielle vilkår med forretningsmessig begrunnelse.

Departementet uttalte at det var *«lagt vekt på at transaksjonen sikrer videre drift av familieselskapet (...)*». Det ble henvist til at departementet også tidligere hadde gitt dispensasjon fra reglene i asl. § 8-10 i lignende saker. Det ble også vektlagt at målselskapet hadde solid økonomi, samt at hensynet til selskapets kreditorer var *«tilfredsstillende ivaretatt»* ettersom den dominerende kreditoren hadde akseptert selskapets gjeldsgrad.

I juridisk teori oppstilles flere eksempler på disposisjoner hvor eierskifter vil være i målselskapets interesse:⁷⁹ Det er der anført at målselskapets behov for *«nødvendig kompetanse, kapital etc.»* kunne tale for at dispensasjon fra det tidligere absolutte forbudet skulle gis. Dette vil gjelde tilsvarende under dagens rettsstilling, ettersom det er nødvendig å få dispensasjon dersom disposisjonen ikke oppfyller vilkårene for lovlig selskapsfinansiering i asl. § 8-10 første ledd.

Eksemplene ovenfor omhandler aksjeerwerb hvor det er i målselskapets interesse å få inn nye eiere for å styrke selskapets kompetanse eller økonomi. Dette er en annen problemstilling enn i Statoil ASA-saken. Kjernen i Høyesteretts argumentasjon der er imidlertid at også hensynet

⁷⁸ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/brodrene-bakken-as.html?id=710819>. Brødrene Bakken AS. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 11/391-4/CEB.

⁷⁹ Giertsen (1996) s. 140.

til det bistandsytende selskapet skal være ivaretatt ved rentefrie, konserninterne låneytelse. Dette synspunktet må på nærmere vilkår være anvendelig også i saker hvor et *oppkjøpslån* ytes rentefritt mellom målselskapet og dets nye morselskap.

Videre kan det spørres om domstolene vil godta at en fysisk eller juridisk person som i forbindelse med lånefinansert aksjeerverv samtidig påberoper seg ikke å ha evne til å betale renter på ervervslånet. Problemstillingen er ikke berørt i fremstillingen det ble henvist til ovenfor.⁸⁰ Min oppfatning er likevel at synspunktet om at aksjeervervet medfører tilførsel av «*nødvendig kompetanse*» kan få gjennomslag også i et slikt tilfelle. Det kan tenkes at aksjeerververen har kompetanse som er viktig for målselskapet, uten at han samtidig er i en særlig god økonomisk situasjon.

I forlengelsen av dette kan det spørres om hvordan bistandsmottakeren skal kunne stille betryggende sikkerhet for pengelånet, så vel som å betjene de løpende avdragene, dersom hans økonomiske situasjon ikke tillater et rentebelastet lån. Til dette kan det innvendes at det er prinsipielt fullt mulig at aksjeerververen tross (forbigående) dårlig likviditet har eiendeler av betydelig verdi, og at disse kan oppfylle kravet til betryggende sikkerhet for målselskapets lån. Motsatt vil det ikke være tilstrekkelig at bistandsmottakeren har «*solid økonomi*» i øyeblikket, ettersom det er utsiktene til *fremtidig* tilbakebetaling som er det relevante.⁸¹

Min antakelse er at målselskapet kan bli hørt med at det må sees bort fra armlengdeprinsippet på samme måte som i Statoil-saken, dersom det påvises momenter som klart taler for at det likevel vil være i selskapets interesse å yte et rentefritt lån.

Så langt har det vært tatt stilling til bistandsmottakerens motytelse til kreditter stilt av målselskapet i forbindelse med et aksjeerverv. I det videre skal det tas stilling til hva som er den adekvate motytelsen dersom målselskapet i stedet stiller sikkerhet for bistandsmottakerens eksterne lån.

3.8.3 «Forretningsmessige vilkår og prinsipper» - garantiprovisjon

En garanti innebærer at en tredjemann gir en kreditor sikkerhet for at debitors forpliktelser blir oppfylt som avtalt. Etter asl. § 8-10 skal også målselskapets sikkerhetsstillelser skje på forretningsmessige vilkår og prinsipper. Tilsvarende som nevnt ovenfor i kapittel 3.8.2 om renter på lån, skal også en sikkerhetsstiller normalt ha vederlag for sin disposisjon. Dette i form

⁸⁰ Giertsen (1996) s. 140.

⁸¹ Bråthen (2013) s. 203.

av garantiprovisjon fra bistandsmottakeren.⁸² Videre vil prinsippet fra Statoil ASA-saken om selskapets interesse i disposisjonen gjøre seg gjeldende også for sikkerhetsstillelser.⁸³

At et målselskap stiller sikkerhet for tredjepersons erverv av aksjer i selskapet eller dets morselskap kan ha flere årsaker. Det kan det være en forutsetning for overhodet å få lån fra eksempelvis en bank.⁸⁴ Det kan også tenkes at tredjepersonen kunne lånt penger selv uten sikkerhet fra målselskapet eller andre, men at han gjennom sikkerhetsstillelsen får bedre rentevilkår.

Det henvises i denne sammenheng til det som ble sagt under punkt 3.8.2 om armlengdeprinsippet og fastsettelse av rentebetingelser i konsernforhold. Det samme vil være tilfelle når verdien av en sikkerhetsstillelse skal fastsettes; en konsernintern sikkerhetsstillelse skal som hovedregel prises tilsvarende «*det vederlaget uavhengige parter ville avtalt under ellers like forhold*».⁸⁵

Innenfor rammene av en redegjørelse for innholdet i asl. § 8-10 vil det i vår sammenheng føre for langt å gi en fullstendig redegjørelse for de ulike metodene for verdsettelse av garantiprovisjoner. Jeg vil derfor nøye meg med å gjengi noen sentrale momenter som har betydning for hvorvidt målselskapet må kreve vederlag for sikkerhetsstillelse, dernest verdien av en slik garanti og en kort gjennomgang av praksis for slik verdisetting i Norge.

For at det skal foreligge en vederlagspliktig garantiytelse, må det antakelig kreves at garantien medfører en fordel for mottakeren.⁸⁶ Hvor innvilgelse av lån er betinget av at det stilles sikkerhet, eller at sikkerheten medfører bedre lånevilkår, er fordelsvilkåret utvilsomt oppfylt. Det har vært anført i juridisk teori at det samme prinsippet som i Statoil ASA-saken gjengitt ovenfor i 3.8.2, kan gjøre seg gjeldende også for garantistillelser etter asl. § 8-10.⁸⁷ Med dette menes det at det kan unnlates å kreve vederlag for sikkerhetsstillelse dersom det er i låntakerselskapets interesse. Det antas imidlertid uprisede sikkerhetsstillelser kun kan skje for «*morselskapsgarantier som ikke kan tilbys i markedet*».⁸⁸

⁸² Langseth (2012) s. 159.

⁸³ Langseth (2012) s. 168.

⁸⁴ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 79.

⁸⁵ Langseth (2012) s. 159 jf. Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 82.

⁸⁶ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 80.

⁸⁷ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 81.

⁸⁸ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 81.

På denne bakgrunn kan det vanskelig sees at vilkåret «forretningsmessige vilkår og prinsipper» kan oppfylles uten at målselskapet mottar garantiprovisjon som vederlag for sikkerhetsstillelsen.

Et sentralt moment ved verdifastsettelsen vil være hvilken risiko målselskapet løper, både med hensyn til lånebeløpet og bistandsmottakerens evne til å betjene lånet. Det har vært hevdet i juridisk teori at ikke bare bistandsmottakerens økonomi vil påvirke størrelsen på garantiprovisjonen, men også sikkerhetsstillerens.⁸⁹

Dette vil være relevant ved en såkalt «yield approach», hvor en låntaker med dårlig kredittrating gjennom en garanti fra en høyere ratet sikkerhetsstiller får tilgang til sistnevntes rentebetingelser. I et slikt tilfelle vil verdien for låntakeren tilsvare rentebesparelsen.⁹⁰ Dersom sikkerhetsstilleren har garantert for et beløp selskapet ikke kan betale, vil provisjonen måtte regnes ut av det maksimale beløp selskapet «*realistisk sett kan innfri*».⁹¹

Det foreligger i begrenset grad eksempler på hvordan praksisen for dette er blant norske aktører, men Klagenemnda for oljeskatt la i 1995 til grunn at ordinære finansinstitusjoner tar 0,20 – 3,00 % av det garanterte beløpet som provisjon.⁹²

Det lar seg vanskelig oppstille noen generell norm for verdifastsettelse, all den tid både lånebeløp og låntakerens betalingsevne vil variere med den enkelte transaksjon.⁹³ Et generelt utgangspunkt kan kanskje være 1,00 %, men det kan nok forekomme større variasjoner enn hva som er gjengitt fra Klagenemnda for oljeskatt ovenfor. Bråthen har påpekt at «*garantiprovisjonens størrelse [nok må] sees i sammenheng med at det dreier seg om et konsern der vilkårene ikke nødvendigvis må tilfredsstille en «millimetermålestokk*».⁹⁴

3.9 Vern av selskapskapitalen II – «betryggende sikkerhet»

Det siste vilkåret for lovlig bistand i forbindelse med tredjepersons erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap, er at det skal stilles «*betryggende sikkerhet for kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøkning*».

⁸⁹ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 83.

⁹⁰ Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 84.

⁹¹ Langseth (2012) s. 169.

⁹² Andreassen/Furøy/Hansen (2013) s. 86.

⁹³ Odd Moe i en samtale i anledning oppgaven den 6. februar 2014. Han er advokat/partner ved Advokatfirmaet Steenstrup Stordrange DAs kontor i Oslo.

⁹⁴ Bråthen (red.) (2011) s. 58.

Bestemmelsens ordlyd angir at selskapet som kreditor må ha betryggende sikkerhet for å få tilbakebetalt midlene tredjeperson låner eller på annen måte kunne tilbake søke midler fra debitor. «Betryggende» i lovens forstand er et strengt vilkår. Ettersom asl. § 8-10 inntil sommeren 2013 var en forbudsbestemmelse, er vilkåret naturlig nok nytt i og med lovendringen. Forarbeidene til bestemmelsen gir ingen veiledning til den nærmere forståelse av innholdet i vilkåret.

Formuleringen «betryggende sikkerhet (...)» finnes imidlertid i asl. § 8-7 første ledd om kreditt til aksjeeiere. Til tross for at de samme hensyn som § 8-10 skal verne ikke gjør seg gjeldende med samme styrke i tilfeller omfattet av § 8-7, tilsier systembetraktninger at lik ordlyd i to ulike kapitalverneregler bør tolkes likt. Forståelsen av § 8-7 vil derfor være relevant for å avdekke hvilket innhold lovgiver har tilsiktet i kravet om betryggende sikkerhet i § 8-10.

I forarbeidene til § 8-7 fremgår det at vurderingen av hvorvidt en sikkerhet er betryggende skal skje «*på det tidspunkt disposisjonen foretas*», og at sikkerheten må fremstå «*som tilstrekkelig til å sikre et framtidig krav på tilbakebetaling eller tilbakesøking*».⁹⁵ At forholdene endrer seg i negativ retning etter disposisjonen er ikke av betydning for disposisjonens gyldighet. Videre fremgår det at det ikke er tilstrekkelig at sikkerheten på disposisjonstidspunktet tilsvarer selskapets ytelse, all den tid det er utsiktene i fremtiden som er det relevante for selskapets krav på tilbakebetaling eller tilbakesøking. At en sikkerhet som var betryggende på tidspunktet for finansieringsbistanden senere forringes, er uten betydning for gyldigheten av finansieringsbistanden.⁹⁶ Det kan eksempelvis tenkes at et selskap har ytt et lån til en aksjonær, hvor aksjonæren har stilt sin fritidseiendom som betryggende sikkerhet for selskapets krav på tilbakebetaling. Dersom det senere bygges en motorvei i nærhet til eiendommen, som medfører at eiendommens verdi reduseres, medfører verdireduksjonen således ikke at finansieringsbistanden har skjedd på ugyldige vilkår.

Det må etter dette legges til grunn at det ved selskapsfinansiering av aksjeerverv etter asl. § 8-10 må foretas en vurdering av hvorvidt selskapets sikring for eget krav vil være tilstrekkelig i fremtiden. De nevnte forarbeidene til § 8-7 sier imidlertid intet om hvilke momenter som inngår i en slik forhåndsvurdering av sikkerheten. «Betryggende» må i denne sammenheng anses som en vag angivelse av hvilke kvalitative og kvantitative krav som stilles for at sikkerhetskravet skal være oppfylt.

⁹⁵ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 46.

⁹⁶ Ot.prp.nr.23 (1996-1997) s. 46.

Utforming av generalklausuler, rettslige standarder eller andre vagt utformede bestemmelser, innebærer at lovgiver gir anvisning på konkrete vurderinger av det enkelte tilfellet. Dette må også gjelde for vilkåret «betryggende sikkerhet» i § 8-10. Et sentralt holdepunkt vil uansett være de bakenforliggende hensyn lovgiver tilsiktet å beskytte gjennom kravet til sikkerhet.

I forarbeidene til lovendringen i 2013 uttalte Justisdepartementet at de interesser som den tidligere § 8-10 vernet, også ville være ivaretatt gjennom den foreslåtte endringsordlyden. I den forbindelse ble det uttalt at kravet om betryggende sikkerhet var «*et viktig element i lovforslaget*»⁹⁷ Etter departementets syn ville et krav om betryggende sikkerhet gjøre bestemmelsen mindre betenkelig for interessene til selskapskreditorene og andre aksjonærer.

Formuleringen «betryggende sikkerhet» ble foreslått inntatt i asl. § 8-10 ved utformingen av lovforslaget i Knudsen-utredningen.⁹⁸ I redegjørelsen for endringen som ble foreslått overfor Justisdepartementet, påpeker Knudsen at bakgrunnen for et ønske om endringer i asl. § 8-10 blant annet skyldes oppmykningen i annet selskapsdirektiv. Det oppgis imidlertid ingen nærmere bakgrunn for hvorfor utrederen gikk inn for å innta sikkerhetskravet som et selvstendig vilkår i den foreslåtte bestemmelsen.

Da utredningen ble behandlet av Justisdepartementet ble det foretatt en gjennomgang av hvilke sikringskrav som oppstilles gjennom annet selskapsdirektiv.⁹⁹ Forut for høringsrunden fremhevet departementet at direktivet krever «*blant annet at bistanden skal være på vanlige markedsvilkår*». Forskjellen mellom denne formuleringen og formuleringen i Knudsen-utredningen ble ikke kommentert. Dette til tross for at Knudsens forslag til endring av § 8-10 nevnte *både* vilkåret om forretningsmessige vilkår og prinsipper *og* kravet til betryggende sikkerhet.

I forbindelse med høringen ble det hevdet av flere av høringsinstansene at kravet for det første var strengere enn artikkel 25 i annet selskapsdirektiv, og for det annet at det ville medføre en innskrenkning i bestemmelsens anvendelsesområde.¹⁰⁰

Finansnæringens Fellesorganisasjon (FNO) og Finansieringsselskapenes Forening mente begge at vilkåret om betryggende sikkerhet «*vil være det avgjørende hinder for et betydelig omfang av disposisjoner fra målselskapet for bistand til finansiering av aksjer i målselskapet*». De var imidlertid ikke kritiske til at det ble oppstilt et strengt krav om sikkerhet.

⁹⁷ Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

⁹⁸ «Forenkling og modernisering av aksjeloven» av advokat Gudmund Knudsen, s. 152.

⁹⁹ Prop. 111 L (2012-2013) s. 71.

¹⁰⁰ Prop. 111 L (2012-2013) s. 73.

Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) var skeptiske til kravet om betryggende sikkerhet, og påpekte at kravet verken fulgte av Kapitaldirektivet eller var begrunnet i Knudsen-utredningen i særlig omfang. I sin oppsummering uttalte NHO at «[det] generelle kravet som er foreslått i utredningen vil langt på vei undergrave den oppmykningen som for øvrig er foreslått». Det samme standpunkt inntok Norges Autoriserte Regnskapsføreres Forening, og mente at § 8-10 måtte mykes opp tilsvarende § 9-2 om retten til erverv av egne aksjer.

Handelshøyskolen BI mente at § 8-10 burde fått en utforming som «gjenspeiler den fleksibiliteten som annet selskapsdirektiv tillater».

Da Justisdepartementet kommenterte høringsuttalelsen til NHO, kom lovgiver inn på realitetsforskjellen mellom Kapitaldirektivets artikkel 25 og betryggende sikkerhet-kravet:

*«Departementet har vanskelig for å se at det i praksis vil være særlig forskjell på lovforslaget og direktivets løsning i og med at direktivet krever at bistanden skal skje på markedsvilkår, og da «særlig med hensyn til» renter og sikkerhetsstillelse. Etter departementets syn er det en fordel at vilkåret om sikkerhetsstillelse kommer klart til uttrykk i loven».*¹⁰¹

Kapitaldirektivet foreligger i flere oversettelser. Foruten den engelske vil jeg nedenfor også gjengi den danske ordlyden, etter som den tidligere nevnte endringen i den danske selskabsloven §§ 206 og 209 bygger på den danske språkversjonen av direktivet.

I den engelske versjonen heter det at finansiell bistand fra målselskapet skal:

*«[T]ake place (...) at fair market conditions, especially with regard to security provided to the interest recieved by the company and with regard to security provided to the company for the loans and advances referred to (...)»*¹⁰²

Etter den danske versjonen skal:

*«[t]ransaktionerne (...) finde sted på bestyrelsens eller direktionens ansvar på rimelige markedsbetingelser, især hvad angår renter, som selskapet modtager, og sikkerhetsstillelse for lån og midler, det stiller til rådighed (...)»*¹⁰³

¹⁰¹ Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

¹⁰² Directive 2012/30/EU Article 25, second paragraph.

¹⁰³ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2012/30/20 af 25. oktober 2012, Artikel 25 stk. 2.

Som nevnt hevdet Justisdepartementet ved endringen av § 8-10 at det hadde vanskelig for å se at den praktiske forskjellen mellom ordlyden i direktivet og ordlyden i den norske bestemmelsen.

Det lar seg lese ut av de respektive språkversjonene at det oppstilles et krav om at finansieringsbistand skal ytes på «rimelige markedsbetingelser», særlig med hensyn til de renter selskapet mottar og sikkerhetsstillelse for lån og midler som stilles til rådighet. Det følger imidlertid ikke noe krav til at sikkerheten for selskapets krav på tilbakebetaling eller tilbakesøkning skal være «betryggende». I forlengelsen av dette må det spørres hvorvidt det er «markedsmessig» at en sikkerhet alltid skal være betryggende. Dette lar seg vanskelig besvare generelt, all den tid det i et finansieringsmarked knapt finnes grenser for ulike eiendeler, verdipapirer mv. som kan tjene som sikkerhet for et lån. Normalsituasjonen er selvsagt at en låneyder vil kreve den grad av sikkerhet han mener er tilstrekkelig til å sikre kravet sitt, men det kan også tenkes at det ytes forholdsvis store lån med beskjedne sikkerhet.

På bakgrunn av det som er sagt ovenfor er det tvilsomt om «betryggende sikkerhet» er et selvfølgelig element i alminnelige «forretningsmessige vilkår». Det kan derfor vanskelig sees på som kun en presisering eller utdypning av direktivbestemmelsens vilkår, men derimot en betydelig kvalitativ skjerping av kravet. Hvilket utslag dette får for regelens anvendelighet, vil drøftes mer utførlig nedenfor i kapittel 4.

Avslutningsvis kan det nevnes at det synes merkelig at lovgiver har oppstilt strengere vilkår enn det som følger av Kapitaldirektivet, særlig i lys av at eksempelvis Danmark har fulgt terskelen i direktivet. Dette vil forfølges nærmere i punkt 3.15.

3.10 «Fullt innbetalte aksjer»

Videre kan det kun ytes bistand til «*ervert av aksjer som er fullt innbetalt*».

I asl. § 2-11 oppstilles det at selskapets krav på innskudd ved aksjetegning ikke kan forfalle seinere enn det tidspunktet selskapet meldes til Foretaksregisteret. Dette medfører at ervert av annenhåndsaksjer alltid vil oppfylle kravet om at aksjene skal være fullt innbetalt. Som nevnt ovenfor under 3.5 omfatter begrepet «ervert» også tegning av aksjer. Selskapet kan således yte finansieringsbistand også til tredjeperson som erverver en tegningsrett til allerede innbetalte aksjer.

3.11 Styrets plikter

I asl. § 8-10 annet til fjerde ledd oppstilles hovedsakelig saksbehandlingsregler for styret i forbindelse med selskapsfinansiering av aksjer. Det skal her bare foretas en summarisk gjennomgang av styrets plikter i denne forbindelse.

Etter § 8-10 annet ledd skal styret besørge en kredittvurdering av bistandsmottakeren. Selv om det ikke er uttalt i forarbeidene, må dette kravet ha sammenheng med at bistandsmottakeren skal stille betryggende sikkerhet for selskapets regresskrav. Det må være i målselskapets interesse å få et visst inntrykk av bistandsmottakerens økonomiske forhold.

Når det foreligger et styrevedtak om å yte bistand, skal dette forelegges generalforsamlingen for dennes godkjenning. Asl. § 8-10 tredje ledd pålegger styret å utarbeide en redegjørelse for sentrale forhold relatert til bakgrunnen for bistanden, selskapets interesse i disposisjonen og hvilke vilkår som gjelder, samt prisen som skal betales for aksjene og hvilke konsekvenser disposisjonen får for likviditeten og solvensen til selskapet.

At selskapets interesse i disposisjonen skal fremgå av styrets redegjørelse, innebærer en ytterligere sikkerhet for selskapet, og dermed også for kreditorers og minoritetsaksjonærens stilling overfor selskapet. Dette fordi en lovmessig redegjørelse vil kunne belyse eventuelle uønskede konsekvenser disposisjonen kan få for selskapet. Videre vil en redegjørelse sikre etterprøvbare dersom aksjonærminoriteten senere påstår at det har skjedd en disposisjon til skade for selskapet.

Et styrevedtak som på uriktige premisser angir at selskapet har en interesse i en konkret disposisjon, vil etter forholde kunne anses som illojalt mot selskapet. Dette kan medføre at styret blir holdt ansvarlig etter reglene i asl. § 3-7 annet ledd.

3.12 Godkjenning av generalforsamlingen

Etter asl. § 8-10 annet ledd annet punktum tilligger det generalforsamlingen med vedtektsflertall å godkjenne styrets vedtak om å yte finanseringsbistand. I forarbeidene er det uttalt at «*hensynet til aksjeeiernes, herunder mindretallets interesser, er søkt ivaretatt ved kravet om generalforsamlingsbehandling (...) og ved de alminnelige misbruksreglene i §§ 5-21 og 6-28 (...)*». Lovforarbeidene sier imidlertid ikke noe om hvordan reglene om myndighetsmisbruk kommer til anvendelse.

Forholdet mellom de nevnte bestemmelsene vil kommenteres nedenfor i punkt 5.3.

3.13 Dispensasjon fra aksjeloven § 8-10

3.13.1 Generelt om dispensasjonsadgang og unntaksforskrift

I asl. § 8-10 før siste lovendring, oppstilte annet ledd at Kongen ved forskrift eller enkeltvedtak kunne gjøre unntak fra det generelle forbudet i første ledd.

Knudsen-utredningen nevnte verken den generelle dispensasjonsadgangen eller unntaksforskriften. Under høringsrunden uttalte Nærings- og handelsdepartementet at forskriften siden 2007 har «*blitt en vesentlig rammebetingelse ved kjøp av næringseiendom i Norge*». ¹⁰⁴

Justisdepartementet samtykket i sin vurdering av lovforslaget til at det til tross for den foreslåtte oppmykningen av bestemmelsen, kunne være behov for å videreføre reglene i unntaksforskriften. ¹⁰⁵ Det ble også foreslått å videreføre den generelle dispensasjonshjemmelen som er delegert til Nærings- og fiskeridepartementet.

Begge unntakshjemlene ble vedtatt videreført i asl. § 8-10 femte ledd.

3.13.2 Adgang til å yte finansiell bistand til ansattes erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap

Allerede i 1998 trådte den første forskriften med hjemmel i asl. § 8-10 i kraft. ¹⁰⁶ Nærings- og handelsdepartementet (nå Nærings- og fiskeridepartementet) har uttalt at forskriften slik den opprinnelig lød, gjenspeilte departementets dispensasjonspraksis under asl. 1976 § 12-10. ¹⁰⁷ Forskriften regulerte kun unntak fra finansieringsforbudet ved ansattes erverv av aksjer.

Ettersom slik finansieringsbistand nå har vært forskriftsfestet i over 15 år, har det naturlig nok vært vanskelig å føre kontroll med hvor hyppig unntaket har vært benyttet. Det kan heller ikke sees at departementet på noe tidspunkt har tallfestet et konkret antall søknader om dispensasjon forut for at forskriften trådte i kraft i 1998. Imidlertid bekreftes det fra det nåværende Nærings- og fiskeridepartementet at det de siste årene nesten ikke har vært søkt om unntak fra § 8-10 i forbindelse med finansiell bistand til ansattes erverv av aksjer i selskapet. ¹⁰⁸

¹⁰⁴ Prop. 111 L (2012-2013) s. 73.

¹⁰⁵ Prop. 111 L (2012-2013) s. 74.

¹⁰⁶ Forskrift 18. desember 1998 nr. 1333 om aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers adgang til å yte finansiell bistand til ansattes erverv av aksjer.

¹⁰⁷ Nærings- og handelsdepartementets høringsnotat av 11. juli 2007 s. 21.

¹⁰⁸ Telefonsamtale og e-poster fra Cecilie Bakke Dueled, seniorrådgiver ved Næringspolitisk avdeling i Nærings- og fiskeridepartementet den 9. april 2014.

Ordlyden i forskriften ble stående uendret i forbindelse med endringen av § 8-10.¹⁰⁹ I det følgende vil innholdet i forskriften kapittel to om finansiell bistand ved ansatte i selskapet eller selskapets morselskaps erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap bli gjennomgått. Som ledd i dette vil det bli gjort rede for om forskriften har en utforming som gjør den hensiktsmessig under den nye bestemmelsen.

For at det skal kunne ytes finansiell bistand etter forskriften kapittel 2, må kravene i forskriften §§ 5 til 7 være oppfylt, jf. § 4. I forskriften § 5 oppstilles et krav om at tilbud om finansiell bistand skal skje til alle som har vært ansatt i selskapet sammenhengende i minst 12 måneder på like vilkår, dog slik at selskapet kan fastsette et *lavere* krav til ansiennitet. Videre må bistanden etter forskriften § 6 ligge innenfor utbytterammen etter asl. § 8-1. Bistanden til den enkelte ansatte kan ikke overstige 20 prosent av netto utbetalt årslønn eller Folketrygdens grunnbeløp. Atter videre skal det stilles betryggende sikkerhet fra bistandstidspunktet, jf. forskriften § 7.

Ved å holde kravene i forskriften opp mot kravene etter asl. § 8-10, observeres det noen uheldige utslag som følge av siste lovendring. Kravet om at bistanden ikke kan overstige selskapets utbytteramme er felles for begge regelsettene. Det samme er kravet til betryggende sikkerhet for selskapets krav på tilbakebetaling. I tillegg oppstiller som nevnt forskriften noen ytterligere beløpsmessige begrensninger for bistand ved ansattes erverv.

Dette medfører at forskriften etter lovendringen oppstiller strengere vilkår enn asl. § 8-10 første ledd for at det kan ytes finansiell bistand ved ansettes erverv av aksjer, og således har mistet sin praktiske betydning.

Samlet sett medfører likevel lovendringen en utvidelse av selskapets mulighet til å yte finansiell bistand ved ansattes erverv av aksjer.

3.13.3 Eiendomsselskapers adgang til å stille sikkerhet ved erverv av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap

Begrunnelsen for at forskriften i 2008 ble endret til også omfatte eiendomsselskapers adgang til å stille sikkerhet, fremgår av Nærings- og handelsdepartementets høringsnotat av 11. juli 2007.¹¹⁰ Departementet gir her uttrykk for at antallet søknader om dispensasjon fra den tidligere asl. § 8-10 for «*rene eiendomsselskaper*» hadde hatt en «*nærmest eksplosiv økning*», og at dispensasjon med få unntak ble innvilget for disse. Det ble opplyst at det i 2006 mottok omkring

¹⁰⁹ Forskrift 30. november 2007 nr. 1336 om unntak fra aksjeloven § 8-10 og allmennaksjeloven § 8-10.

¹¹⁰ Høringsnotatet av 11. juli 2007, s. 3 og 4.

200 søknader. Det store antallet søknader har blitt betraktet som avgjørende for at virkeområdet til forskriften ble utvidet.¹¹¹

Forut for endringen, var departementet var kjent med at mange disposisjoner som ikke var i strid med hensynene bak § 8-10, likevel ble hindret av forbudet. På denne bakgrunn utviklet det seg en dispensasjonspraksis for «*forretningsmessige transaksjoner på normale kommersielle vilkår*».

Departementet mente imidlertid at det var lite hensiktsmessig for slike selskaper å måtte gå veien om dispensasjonssøknader. Utarbeidelse av slike søknader ble opplevet som en unødvendig byrde for selskapene. I tillegg var behandlingen av søknader ressurskrevende for departementet. For eiendomsselskaper skulle derfor forskriften innebære en «*kodifisering av gjeldende dispensasjonspraksis*».

Bakgrunnen for at det gjelder lempeligere krav for sikkerhetsstillelse dersom målselskapet er et eiendomsselskap, skyldes den såkalte «fritaksmodellen» etter skatteloven. Fritaksmodellen innebærer at salg av aksjer ikke medfører beskatning for aksjeselskapet, beskatningsplikten inntreer først når aksjonærene tar penger ut av selskapet.¹¹²

Før fritaksmodellen var det vanlig å ha selskaper hvor fast eiendom var sammenblandet med selskapets øvrige eiendeler, driftsmidler og kontanter m.v. Dersom eiendommen ble overdratt til ny eier, skjedde dette ved et såkalt «innmatsalg», altså at eiendommen som sådan ble overskjøtet fra tidligere til ny eier. Dette utløste både dokumentavgift og gevinstbeskatning av avhenderen.

Etter at fritaksmodellen er blitt innført vanlig å organisere eiendommer i egne selskaper for på den måten kunne selge aksjene i selskapet fremfor å selge eiendommen som innmat.¹¹³ Denne måten utløser ikke dokumentavgift eller gevinstbeskatning av juridisk person som avhender.

I dag er det alminnelig at profesjonelle aktører organiserer fast eiendom i egne selskaper, såkalte «single purpose»-eiendomsselskaper. Det oppstilles en del krav i forskriften og rettspraksis, som må være oppfylt for at selskapet skal være å anse som et såkalt «SPV» i denne forstand. Disse vil inngå som en del av den videre drøftelsen om innholdet av forskriften.

¹¹¹ Børset/Gløersen (2008) s. 36.

¹¹² Skatteloven § 2-38 jf. § 2-2.

¹¹³ Børset/Gløersen (2008) s. 35.

Til forskjell fra asl. § 8-10 gjelder forskriften § 9 kun bistand i form av sikkerhetsstillelse ved avtalepant i fast eiendom, regulert i panteloven § 2-1 til 2-4.¹¹⁴

I forskriften § 10 oppstilles det flere krav til selskapet som skal stille sikkerheten, som må være oppfylt på det tidspunkt sikkerheten etableres:

Selskapet må være et eiendomsselskap som utelukkende eier og drifter fast eiendom. Videre kan selskapet som hovedregel ikke ha andre kreditorer enn den som finansierer ervervet av aksjer. Kreditorer med krav relatert til driften av selskapet, eventuelt med betryggende sikkerhet for kravet, vil likevel ikke avskjære selskapet fra å kunne stille sikkerhet. Selskapet kan heller ikke ha andre ansatte enn daglig leder.

Rt. 2013 s. 1601 gjaldt bl.a. innholdet i flere av vilkårene i forskriften § 10.

Handelsbanken hadde gitt et lån til Johnsen og Bru Invest AS (heretter «JBI»). Lånet ble brukt til å erverve 100 prosent av aksjene i Kjelstraumen Brygge AS (heretter «Kjelstraumen»). Kjelstraumen hadde foruten daglig leder også en ansatt i halv stilling som assistent. Kjøperne hadde på ervervstidspunktet planer om å videreutvikle både eksisterende bygningsmasse og oppføre 13 nye hytter. Banken opptok sikkerhet blant annet i Kjelstraumens eiendom i Austrheim. JBI avga erklæring overfor banken om at vilkårene i unntaksforskriften var oppfylt. Det ble også ytt et senere lån fra banken til Kjelstraumen. Det ble da stilt sikkerhet i form av 2. prioritets pant i eiendommen på Austrheim. Økonomien i Kjelstraumen ble etter hvert så dårlig at eiendommen på Austrheim ble solgt til det nystiftede selskapet Kilstraumen Eiendom AS. Salgssummen ble brukt til å dekke Kjelstraumens lån til banken. I 2010 ble det åpnet konkurs i Kjelstraumen. Konkursboet mente at pantsettelsen for det første lånet, fra Handelsbanken til JBI, var i strid med asl. § 8-10 første ledd. Handelsbanken var uenig i dette.

Høyesterett vurderte de faktiske forholdene slik de var på det tidspunkt sikkerhetsstillelsen ble etablert, jf. forskriften § 10. Banken hevdet å ha vært i aktsom god tro på dette tidspunktet, hvilket etter asl. § 8-11 medfører at en eventuelt ugyldig sikkerhetsstillelse ikke kan gjøres gjeldende overfor banken. Ved denne vurderingen gikk Høyesterett systematisk gjennom vilkårene i forskriften § 10:

Førstvoterende konstaterte at det er i strid med forskriften § 10 nr. 3 at Kjelstraumen foruten daglig leder også hadde ytterligere én ansatt i halv stilling. Under henvisning til ordlyden i forskriften, og Nærings- og handelsdepartementets høringsnotat av 11. juli side 4, fant retten også at Kjelstraumen ikke var et «eiendomsselskap» i forskriftens forstand. De omfattende utbyggings- og omgjøringstiltakene på eiendommen i Austreim falt etter rettens skjønn utenfor «*en viss videreutvikling [som] nok må aksepteres*». I denne sammenheng ble det også henvist til forskriften § 10 nr. 2 om at selskapet på tidspunktet for etableringen av sikkerheten ikke må ha andre kreditorer enn den som finansierer ervervet. Slik Høyesterett så det gir bestemmelsen

¹¹⁴ Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant.

uttrykk for at det må foreligge oversiktlige gjeldsforhold, hvilket ikke kunne sies om et utbyggings- og utviklingsprosjekt hvor andre store kreditorgrupper er involvert.

Dommen ble avsagt under dissens, men dissensen skyldtes vurderingen av kravet til god tro og ikke det materielle innholdet i forskriften § 10. Rt. 2013 s. 1601 viser at selskapet ikke kan ha noen ansatte utover daglig leder. At selskapet etter sikkerhetsstillelsen ansetter flere personer, oppstiller forskriften imidlertid ingen begrensning mot.¹¹⁵ Videre tillates det heller ikke aktivitet utover drift av eiendomsselskapet før tilfellet faller utenfor forskriften § 10.

I forskriften § 11 oppstilles et krav om at kjøperen etter ervervet må være et selskap som omfattes av asl. § 8-7 tredje ledd nr. 2. I dette ligger det at kjøperen som følge av ervervet er i et konsernforhold med sikkerhetsstillerselskapet. I tillegg må kjøperen som følge av ervervet «direkte eller indirekte» eie alle aksjer i sikkerhetsstilleren. Med dette menes at kjøperen foruten å samtlige aksjer i målselskapet også kan eie det via ett eller flere andre selskaper.

Av forskriften § 12 fremgår det at både ervervet av aksjene og sikkerhetsstillelsen skal grunnes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper. På dette punktet henvises det til punkt 3.8.1 ovenfor, hvor det fremgår at det skal være likevekt mellom avtalepartenes ytelser i kontraktsforholdet.

Den vesentligste forskjellen mellom et «single-purpose» eiendomsselskap og andre typer aksjeselskaper er følgelig at det ikke oppstilles noe krav om «betryggende sikkerhet» for selskapets krav på tilbakebetaling eller tilbakesøkning. Naturlig nok medfører dette at denne type selskaper er meget attraktive når eververen av aksjer i selskapet eller selskapets morselskap trenger å stille sikkerhet for et oppkjøpslån. Dette skal behandles ytterligere i punkt 4.2 nedenfor.

Forskriften har i svært beskjeden grad vært prøvd for domstolene. Det er per 8. april 2014 kun tre registrerte saker i Lovdata hvor det er henvist til forskriften. Den ene er allerede nevnt under dette avsnittet, én av de øvrige er Gulating lagmannsretts avgjørelse i den samme saken. Ved forespørsel til Nærings- og fiskeridepartementet ble det opplyst at 12 dispensasjonssøknader relatert til eiendomsselskaper ligger til behandling hos departementet.¹¹⁶ På departementets nettsider fremgår det at det i 2012 ble behandlet totalt 13 søknader om dispensasjon fra § 8-10 med tilknytning til eiendomsselskaper.

¹¹⁵ Børset/Gløersen (2008) s. 39.

¹¹⁶ Telefonsamtale med seniorrådgiver Cecilie Bakke Dueled i Næringspolitisk avdeling 7. april 2014.

Dette gir en indikasjon på at unntaksforskriften har hatt stor betydning for de rene eiendomsselskapene.

3.13.4 Dispensasjon ved enkeltvedtak

Allerede ved utformingen av aksjeloven 1976, tok Justisdepartementet høyde for at det generelle forbudet mot selskapsfinansierte aksjeerverv kunne komme til å ramme disposisjoner som ikke stred mot hovedformålet bak den daværende § 12-10 sjette ledd; å unngå at formuen i selskapet bevisst ble tappet.¹¹⁷ På denne bakgrunn uttalte departementet at «lån til finansiering av aksjeerverv generelt ikke skal være tillatt, men det er åpnet adgang til å gjøre unntak ved forskrift eller i det enkelte tilfelle».¹¹⁸

Det skal her sies noe om hvilke forhold ved asl. § 8-10 departementet har praksis for å innvilge dispensasjon fra, og hvilken begrunnelse som ligger til grunn for å lempe på bestemmelsens vilkår. Det vil føre for langt innenfor rammene av avhandlingen å gi en fullstendig redegjørelse. Det vil derfor kun pekes på noen typiske tilfeller hvor det innvilges dispensasjon.

Ettersom hensynene for alle praktiske formål er uendrete etter siste lovendring, vil også dispensasjonspraksis forut for lovendringen være relevant under den nye bestemmelsen.

En gjennomgang av de publiserte enkeltvedtakene på Nærings- og fiskeridepartementets internettsider, viser at det de siste årene har vært søkt om unntak fra finansieringsforbudet av flere grunner.¹¹⁹ Departementet tar som oftest utgangspunkt i hvorvidt disposisjonen det søkes om å foreta er i strid med formålene bak asl. § 8-10, og hvorvidt den er «*begrunnet på normale kommersielle vilkår*».¹²⁰ Et forhold som gjentatte ganger har vært vektlagt, er hvorvidt målselskapets bank har gitt lånetilsagn. Dersom så er tilfelle, tar departementet det til inntekt for at selskapet har tilstrekkelig finansiell kapasitet til å betjene oppkjøpsgjelden.¹²¹

Flere av søknadene har sammenheng med at eiendomsselskapets virksomhet går utover «å eie fast eiendom og drift av denne» jf. forskriften § 10 første ledd. Departementet har også mottatt

¹¹⁷ Giertsen (1996) s. 25.

¹¹⁸ Ot.prp.nr.19 (1974-1975) s. 192.

¹¹⁹ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/lov-13-juni-1974-om-aksjeselskaper-aksje.html?id=656826>. Sist besøkt 8. april 2014.

¹²⁰ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/alver-hotel-as.html?id=721888>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 12/3148-3.

¹²¹ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/kuben-eiendom-as.html?id=734380>. Sist besøkt 8. april 2014. Sak 13/94-3. Se også <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/bryn-senter-as.html?id=734379>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 13/95-6.

generelle henvendelser med sikte på å avdekke hvor «*grensen for drift av eiendommen går*».¹²² Departementet gav der uttrykk for at enhver annen virksomhet, uavhengig av omfang, medfører at selskapet vil befinne seg utenfor anvendelsesområdet for forskriften. Det ble imidlertid presisert at det har vært praktisert unntak for «*å utvikle eiendomsselskapet egen faste eiendom*».

Ved utviklingsprosjektene har departementet lagt vekt på hvor stor risiko selskapet vil løpe mellom søknadstidspunktet og tidspunktet hvor eiendommen er ferdig utviklet.¹²³ Topdalsfjorden Utvikling AS søkte om dispensasjon fra det tidligere forbudet i asl. § 8-10 for å refinansiere ervervslånet. Det ble vektlagt at over halvparten av selskapets underliggende eiendommer var ferdig utviklet og solgt, og at ansvaret for utviklingen skjedde i et datterselskap. Som følge av de to momentene fant departementet at selskapets risiko var akseptabel.

Det har også vært innvilget dispensasjon fra forbudet mot annen form for sikkerhetsstillelse enn avtalepant i fast eiendom, jf. forskriften § 9. Salto Eiendom AS søkte i januar 2013 om å stille blant annet factoringpant de utestående fordringene til Kuben Eiendom AS.¹²⁴ Departementet vektla at factoringpantet kun var en tilleggssikkerhet som var av begrenset verdi i forhold til sikkerheten i fast eiendom som ble stilt samtidig. Slik departementet så det ville derfor ikke factoringpantet få «*avgjørende påvirkning på ivaretagelsen av interessene til målselskapets kreditorer og aksjeeiere*».

Det har som nevnt i punkt 3.8.2 også vært innvilget dispensasjon til generasjonsskifter selv om det har vært i strid med formålene bak finansieringsforbudet i tidligere § 8-10, da fordi det har vært nødvendig for selskapets fortsatte drift.¹²⁵ Det ble i dette tilfellet særlig vektlagt at målselskapets bank hadde godtatt belåningsgraden, og at selskapets likviditet var god. I tillegg ville selskapet grunnet de særegne reglene i fiskerinæringen ikke ha forpliktelser overfor de ansatte ved konkurs.

¹²² <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/sparebanken-sor.html?id=698975>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 201103112-36.

¹²³ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/topdalsfjorden-utvikling-as.html?id=707432>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 201201577-5.

¹²⁴ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/kuben-eiendom-as.html?id=734380>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 13/94-3.

¹²⁵ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/brodrene-bakken-as.html?id=710819>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 11/391-4/CEB

Videre har det vært dispensert fra kravet om at eiendomsselskapet det stilles sikkerhet i ikke kan ha andre ansatte enn daglig leder.¹²⁶ Incipiens Eiendom AS opplyste at selskapet hadde seks ansatte på oppsigelse da søknaden ble innsendt. Departementet tillot dette i en «*overgangsperiode*», fordi det kun var om lag to måneder til oppsigelsestiden var ute. Etter oppsigelsestidens utløp ville alle kravene etter forskriften være oppfylte.

Etter at siste lovendring trådte i kraft, har det kun vært behandlet et fåtall dispensasjonssøknader:

Espeland Næring søkte den 26. august 2013 om dispensasjon fra kravet om at sikkerhetsstillelsen ikke kan overskride selskapets frie egenkapital, jf. asl. § 8-10.¹²⁷ Selskapet var ikke et eiendomsselskap omfattet av forskriften kapittel 3. Det var ingen mindretallsaksjonærer i selskapet som skulle stille sikkerheten, og utsiktene til krav fra andre kreditorer enn banken var begrensede. Søkeren opplyste at det skulle bygges et verkstedsbygg på eiendommen, hvor selskapets morselskap skulle ta opp et byggelån med sikkerhet i søkerens eiendom. Den største kreditoren var totalentreprenøren som skulle oppføre nybygget på eiendommen. Denne hadde samtykket til at eiendommen ble stilt som sikkerhet i eiendommen.

I den aktuelle saken innvilget departementet søknaden, særlig under henvisning til at byggeprosjektet det var tale om var av begrenset omfang og varighet. I etterkant av byggeprosjektet skulle det være begrenset virksomhet i selskapet utover den løpende driften av eiendommen. Det virket også inn på avgjørelsen at det var snakk om en totalentreprise, hvilket begrenset usikkerheten ytterligere. Det ble også eksplisitt nevnt at søkerens høye egenkapitalandel var fordelaktig av hensyn til kreditorvernet. Det må antas at også dette virket på avgjørelsen. Departementet fant «*ut fra en konkret vurdering av de forhold som er nevnt ovenfor, at [s]elskapets forpliktelser i denne saken synes avgrensede og oversiktlige, slik at hensynene bak forbudet i aksjeloven § 8-10 i liten grad gjør seg gjeldende*».

På bakgrunn av det lave antallet søknader som er behandlet etter lovendringen, lar det seg vanskelig si noe generelt om hvorvidt det vil skje en utvikling med hensyn til de disposisjoner Nærings- og fiskeridepartementet innvilger dispensasjon fra. De momenter som er fremhevet i avgjørelsen gjengitt ovenfor, gir imidlertid en indikasjon på at departementet også i tiden

¹²⁶ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/incipiens-eiendom-rommen-as.html?id=718047>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 12/4612-3.

¹²⁷ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/andre/vedtak-i-enkeltsaker/lov-13-juni-1974-om-aksjeselskaper-aksje.html?id=656826>. Sist besøkt 8. april 2014. Saksnummer 13/3502-7.

fremover i stor grad vil basere avgjørelsen på hvorvidt de hensyn som asl. § 8-10 skal ivareta blir skadelidende under disposisjonen.

3.14 Overtredelse av aksjeloven § 8-10

Dersom målselskapet etter § 8-10 har disponert i strid med bestemmelsens vilkår, er disposisjonen ugyldig, jf. § 8-11 første ledd. Dersom disposisjonen er en sikkerhetsstillelse vil ugyldighet imidlertid ikke kunne gjøres gjeldende overfor en medkontrahent som var i god tro da sikkerheten ble stilt. I § 8-11 annet ledd oppstilles det en tilbakeføringsplikt for midlene eller verdien av midlene. Reglene i § 3-7 annet ledd vil komme til anvendelse på den som har besluttet eller foretatt den ulovlige utdelingen av selskapets midler.

3.15 Aksjeloven § 8-10 sammenlignet med svensk og dansk rett

Som avslutning på redegjørelsen for asl. § 8-10, vil det her bli foretatt en kort sammenligning mellom den norske rettstilstanden og tilsvarende i Sverige og Danmark. Gjeldende rett i de øvrige skandinaviske landene ble gjennomgått ovenfor under henholdsvis punkt 2.2 og 2.3.

Det som har fremkommet i kapittel, viser at det hersker rettsulikhet mellom de skandinaviske landene i adgangen til å benytte målselskapets midler til finansiering av aksjeerverv i selskapet selv eller selskapets morselskap.

Den praktiske forskjellen mellom norsk og svensk rett er det som i denne avhandlingen er benevnt «tilknytningsvilkåret». Den svenske formuleringen «*i syfte*» («i hensikt») innebærer ingen begrensning i anvendelsen av målselskapets formue til en senere refinansiering av ervervslånet. Formuleringen er således snevrere enn det norske tilknytningsvilkåret «*i forbindelse med*».

Etter dansk rett kan selskapsformuen i målselskapet brukes både til selve aksjeervervet og ved en etterfølgende refinansiering. Den optimistiske uttalelsen fra Erik Werlauff om den danske rettstilstanden, gjengitt i punkt 2.3, står i skarp kontrast til pessimismen rundt asl. § 8-10 i høringsrunden til den siste lovendringen som nevnt i punkt 3.9.

Et tilfelle som den danske TDC-saken ville grunnet forbudet mot etterfølgende refinansiering ikke kunnet skje i Norge før den siste endringen i asl. § 8-10. De danske synspunktene på fordelene med den nye bestemmelsen i selskapsloven vil derfor ikke være treffende for den tidligere rettstilstanden i Norge.

Redegjørelsen for henholdsvis de danske og norske lovforarbeidene under punkt 2.3 og 3.13, har vist at det i Norge har vært presumert at kravet til betryggende sikkerhet er nødvendig for å sikre interessene til kreditorer og minoritetsaksjonærer. Det samme var ikke tilfelle i forbindelse

med den danske lovendringen, ettersom utbytterammen som begrensning ble antatt å sikre de nevnte interessene.

Asl. § 8-10 må på denne bakgrunn anses som strengere enn både det svenske og danske regelverket om selskapsfinansiering av aksjeerverv. Hvilken risiko dette innebærer for attraktiviteten til den norske selskapslovgivningen, vil drøftes under vurderingen av bestemmelsen i kapittel 6.

4. Finansieringsmuligheter under aksjeloven § 8-10

4.1 Sammenhengen mellom kapitlene 4-6.

Kapittel 4 vil gjøre rede for aksjeerververens praktiske adgang til å nyttiggjøre seg av målselskapets formue i forbindelse med et aksjeerverv. Det som fremkommer her, vil tjene som grunnlag for kapittel 5, hvor det vil tas stilling til hvordan asl. § 8-10 ivaretar de hensyn lovgiver har fremhevet i lovforarbeidene. I kapittel 6 vil det foretas en vurdering av asl. § 8-10, basert blant annet på det som har fremkommet i kapitlene 4 og 5.

Ved utarbeidelsen av den siste lovendringen, uttalte Justisdepartementet at det var en målsetning å styrke aksjeselskapenes adgang til yte finansieringsbistand ved eier- og generasjonsskifter.¹²⁸

I Knudsen-utredningen var det et siktemål for oppmykningen av asl. § 8-10 å «*gi selskapene større frihet til å bidra ved eier- og generasjonsskifte*». Videre skulle økt adgang til selskapsfinansiering gjøre det enklere for selskapet å få inn en bestemt investor på eiersiden.¹²⁹ Departementets proposisjon må anses å ha fulgt opp disse målsetningene.

Som nevnt i punkt 3.9 oppstilles det strengere krav til selskapsfinansiering av aksjeerverv enn hva som følger av Kapitaldirektivet. Det må tas stilling til hvilken konsekvens dette kan tenkes å få for rekkevidden til asl. § 8-10. NHOs eksempel fra høringsrunden kan tjene som utgangspunkt for den videre drøftelsen:

«Stiller et datterselskap for eksempel sikkerhet for sitt nye morselskaps gjeld, er det ikke enkelt å se for seg at morselskapet stiller sikkerhet for datterselskapets regresskrav mot morselskapet.»¹³⁰

¹²⁸ Prop. 111 L (2012-2013) s. 72-73.

¹²⁹ «Forenkling og modernisering av aksjeloven» av advokat Gudmund Knudsen, s. 105.

¹³⁰ Prop. 111 L (2012-2013) s. 73.

NHO forutsetter i sitt eksempel at morselskapet har finansiert selve ervervet ved lån fra en ekstern långiver, hvorpå datterselskapet har stilt hele eller deler av innmaten i selskapet som garanti for morselskapets forpliktelse overfor långiveren.

Det må antas at hovedregelen i et tilfelle som det her beskrevne, er at det vil være svært vanskelig for morselskapet å stille en «betryggende sikkerhet» for datterselskapets krav på tilbakebetaling eller tilbakesøkning. I følge forarbeidene har det vært en målsetning ved endringen av asl. § 8-10 å gjøre det enklere å foreta slike generasjonsskifter.¹³¹ Prinsipielt er det ingen forskjell på et aksjeervert ved et generasjonsskifte eller av andre årsaker, når det gjelder rekkevidden av asl. § 8-10 første ledd. Noe annet er det at Nærings- og fiskeridepartementet som nevnt under punkt 3.13 har hatt en praksis for å lempe på den tidligere forbudsbestemmelsen i sin dispensasjonspraksis. Det er likevel kun de utvidete muligheter i asl. § 8-10 første ledd som danner grunnlaget for den videre drøftelsen under punkt 4.2 og 4.3.

4.2 Forhåndsvurdering av utbyttegrunnlaget

Et målselskaps evne til å yte finansiell bistand vil i all hovedsak avhenge av størrelsen på utbyttegrunnlaget, jf. asl. § 8-1. Når avgjørelsen om å yte finansiell bistand skal treffes vil som oftest dette grunnlaget i all hovedsak være definert. Det må dog tas følgende reservasjon: De nye utbyttereglene medfører at selskapet ved å gjennomføre en kapitalnedsettelse kan øke utbyttegrunnlaget. På bakgrunn av dette kan selskapet deretter låne penger. Disse midlene kan lånes ut til en tredjeperson som *skal* erverve aksjer i selskapet, eller legalt deles ut som utbytte i *etterkant* av ettervervet.

Dersom målselskapet er i dialog med en tredjeperson som ønsker å benytte selskapets formue ved ervert av aksjer i selskapet, vil tredjepersonen ønske å få innsikt i hvor mye midler selskapet kan bidra med ved transaksjonen. Det må antas at det vil være viktig for den potensielle aksjeerververen å få klarhet i hvorvidt selskapets utbyttegrunnlag er tilstrekkelig målt opp mot verdien av den aksjepost som skal erverves, gjerne så tidlig som mulig i prosessen. Dette vil være særlig viktig dersom det er stort avvik mellom utbyttegrunnlaget og kjøpesummen, slik at aksjeerververen kan ta stilling til hvorvidt han kan skaffe ekstern finansiering for det resterende beløpet.

Dersom det må foretas en kapitalnedsettelse for å frigjøre tilstrekkelig fri egenkapital til å oppfylle aksjeerververens behov, må dette veies opp mot de potensielt negative signalene en

¹³¹ Prop. 111 L (2012-2013) s. 73.

reduisert aksjekapital vil sende til selskapets kreditorer. Selv om den tidligere oppfatningen om aksjekapital som en sikkerhet for kreditorene må anses foreldet, vil den likevel kunne være en pekepinn overfor kreditorene på hvor solid selskapet er. Dersom aksjekapitalens størrelse anses mindre viktig, vil det være færre betenkeligheter med å foreta en kapitalnedsettelse.

En finansieringsmåte der målselskapets utbytteramme vil være interessant å avdekke før det erverves aksjer, er de såkalte «leveraged buy-outs». Begrepet brukes når en aksjeerverver finansierer et oppkjøp med høy gjeldsgrad.¹³² Et slikt oppkjøp foretas i flere trinn, hvor det første gjerne innebærer et godt sikret lån hos en ekstern långiver, til alminnelige markedsvilkår. Videre lånes det ytterligere midler hvor långiveren belaster en langt høyere rente, dette fordi långiverens krav er dårligere sikret. I et slikt tilfelle planlegger gjerne aksjeerververen å omstrukturere målselskapet og selge dets eiendeler for å finansiere de eksterne lånene.¹³³

Innenfor rammene av asl. § 8-10 kan målselskapets utbytteramme tjene som egenkapital til eller som sikkerhet for det første lånet. Videre vil en kombinasjon av salg av eiendeler og fremtidig inntjening kunne medføre at det på nytt kan frigjøres utbyttmidler som kan benyttes til finansieringen av det usikrede, dyre lånet.

Etter min oppfatning vil et slikt tilfelle ligge tett opptil det lovgiver har referert til som «spekulasjonsoppkjøp», men basert på de øvrige vilkårene for eksempelvis salg av eiendeler eller omstrukturering av selskapet kan det ikke prinsipielt utelukkes at dette likevel kan være i tråd med selskapsinteressen. Uavhengig av hvorvidt de etterfølgende disposisjonene er å anse som stridige mot formålene bak asl. § 8-10, vil det under det oppmykede forbudet være enklere for aksjeerververen å låne penger i det første trinnet i et «leveraged buy-out».

4.2 Noen utfordringer i tilknytning til «betryggende sikkerhet»

Grovt sett kan et målselskap forholde seg til det strenge kravet til sikkerhet når det ytes finansiell bistand på to måter:

Det første alternativet er å oppfylle kravet til «betryggende sikkerhet». Den andre muligheten er å innrette eller strukturere selskapet eller konsernet på en måte som gjør at selskapsfinansieringen ikke blir underlagt dette kravet.

Som gjennomgangen av unntaksforskriften under punkt 3.13 viste, er eiendomsselskaper de mest anvendelige selskapene for sikkerhetsstilling etter gjeldende aksjelovgivning. Endringen

¹³² Knudtzon (2011), s. 140.

¹³³ Knudtzon (2011) s. 140.

av asl. § 8-10 har ikke røkket ved denne realiteten. Derimot kan endringen medføre at nye finansieringsmuligheter blir utforsket, hvor eksempelvis selskaper og konserner nyttiggjør seg av fast eiendom på nye måter:

Dersom målselskapet er et morselskap med underliggende eiendomsselskaper, er det nærliggende at aksjeerververen vil benytte eiendomsselskapet- eller selskapene som sikkerhet overfor en eventuell ekstern långiver. Dersom et målselskap har en sammenblanding av eiendeler hvor det blant annet inngår en eller flere faste eiendommer, kan det være en fordel for aksjeerververen at denne eller disse fisjoneres ut til et datterselskap før eller etter ervervet. Dette vil være gunstig for den nye aksjonæren i selskapet enten det skal stilles sikkerhet i eiendommen overfor en ekstern långiver, eller om det nye datterselskapet selges for å frigjøre utbyttmidler til finansiering av oppkjøpslånet.

Det var tidligere antatt at en utfisjonering av eiendom med etterfølgende salg av aksjene i eiendomsselskapet, var å anse som en ulovlig omgåelse av skattelovgivningen. Som nevnt under punkt 3.13.3 medfører en slik disposisjon, kontra å selge eiendommen som innmat, ikke utløsning av skatteforpliktelser og dokumentavgift. Etter Rt. 2014 s. 227 er imidlertid en slik skatteplanlegging å anse som lovlig:

Spørsmålet var hvorvidt ConocoPhillips' salg av eiendommen Tangen 7 til Havanacci AS innebar en ulovlig omgåelse av skattereglene. Forut for salget ble eiendommen skattefritt fisjonert ut til et datterselskap, jf. skatteloven § 2-38. På den bakgrunn oppnådde ConocoPhillips en skattebesparelse ved salget på om lag 17,5 MNOK, jf. skatteloven § 2-38. Etter Statens syn innebar dette en illojal omgåelse av skattereglene, fordi fisjonen ble besluttet etter at salget av eiendommen var avtalt. Høyesterett fant at den ulovfestede gjennomskjæringsregelen ikke kunne anvendes på disposisjonen. Som begrunnelse ble det fremholdt at lovgiver ved flere anledninger har vurdert å lovfeste regler som begrenser rekkevidden av skattefritaket ved salg av aksjer, uten at reglene har blitt vedtatt. Dermed forelå de implisitte uttalelser i forarbeidene til aksjeloven som innebar at denne form for disposisjoner ikke var forbudt, selv om disposisjonen åpenbart ble gjort for å unngå gevinstbeskatning.

Dersom det skjer en slik fisjon, må det tas høyde for at disposisjonen kan være å anse som en omgåelse som vil stride mot formålene med asl. § 8-10. Dette har vært diskutert i tidligere forarbeider.¹³⁴ I merknadene til den tidligere asl. § 8-10 uttaler departementet at «[v]urderingstemaet 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».

¹³⁴ Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 155.

Selv om disposisjonen ikke nødvendigvis kan subsumeres under *ordlyden*, kan det således være spørsmål om disposisjonen strider mot de underliggende formålene. I denne sammenhengen vil det særlig være viktig om selskapskreditorene til morselskapet blir skadelidende.

Det må derfor være en forutsetning at kreditorinteressene ivaretas ved at det etterlates tilstrekkelige midler i morselskapet til at det er dekning for kreditorenes krav, jf. asl. § 14-11. Grunnen er at det utfisjonerte eiendomsselskapet ikke kan stille sikkerhet for erverv av aksjer i målselskapet dersom selskapet har andre kreditorer enn de som knytter seg til den løpende driften av selskapet. Dette må antas å avskjære muligheten til sikkerhetsstillelse dersom selskapet skal bære ansvaret for forpliktelser stiftet *før* det utfisjonerte selskapet ble etablert.

For en aksjeerverver vil det være viktig alene eller gjennom konsolidering å ha vedtektsflertall i generalforsamlingen i etterkant av ervervet. Generalforsamlingen er bundet av styrets forslag til utbytteutdeling, jf. asl. § 8-2 første ledd annet punktum. Dersom den nye aksjonæren har vedtektsflertall i generalforsamling, har han imidlertid også mulighet til å sikre seg flertall i styret. Videre vil det åpenbart være viktig å ha finansiell mulighet til å kunne stille betryggende sikkerhet for målselskapets krav på tilbakebetaling eller tilbakesøking.

For aksjonæren som selger aksjene, vil det samme gjøre seg gjeldende angående flertall i generalforsamlingen og styret, dersom det skal ytes lån eller stilles sikkerhet forut for påtroppende aksjonærs erverv.

Ved ethvert aksjeerverv må det innledningsvis tas stilling til valg av finansieringsmodell. Det vanligste er at det skjer en kombinasjon av egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering, normalt et samspill mellom for eksempel banklån og utstedelse av nye aksjer.¹³⁵ Gjeldsfinansiering kan være gunstig fordi rentekostnader kommer til fradrag før beskatning av selskapets overskudd. Dette må tas med i beregningen av nettokostnadene et lån påfører låntakeren eller låntakerselskapet. Ved egenkapitalfinansiering kan det være vanskelig å beregne den totale kostnaden. Dette vil særlig gjelde dersom det utstedes nye aksjer, ettersom det ved aksjeutvidelse skjer en utvanning av aksjonærenes andel av fremtidig utbytte.¹³⁶

Dette er faktorer som opplagt vil komme i betraktning dersom det foreligger en tilstrekkelig utbytteramme i målselskapet til at det enten kan ytes lån eller stilles sikkerhet i forbindelse med aksjeervervet. Dersom det totale regnestykket eksempelvis viser at en stor andel

¹³⁵ Aabø-Evensen (2011) s. 522.

¹³⁶ Aabø-Evensen (2011) s. 523.

fremmedkapitalfinansiering er gunstig, vil det være naturlig at selskapet fremfor å gi kreditt heller stiller sikkerhet for det eksterne lånet.

I juridisk teori har det blitt oppstilt en oversikt over hvilket sikkerhetsgrunnlag som ligger i ulike eiendeler selskaper typisk eier.¹³⁷ Det presiseres at oversikten som gjengis nedenfor kun er et generelt utgangspunkt ved beregning av hvor stort lånebeløp en gitt eiendel kan brukes til å stille sikkerhet for:

<i>«Fordringer:</i>	<i>50-60%</i>
<i>Varelager:</i>	<i>20-40%</i>
<i>Driftsløsøre:</i>	<i>30-40%</i>
<i>Børsnoterte aksjer:</i>	<i>60-80%</i>
<i>Ikke noterte aksjer:</i>	<i>0-25%</i>
<i>Fast eiendom:</i>	<i>ca 80% av lånetakst».</i>

Denne oversikten underbygger at det vil være svært gunstig for en låntaker i kredittmarkedet å kunne tilby sikkerhet i fast eiendom. Dette skyldes den relativt sett lave risikoen for at verdien av eiendommen skal forringes på kort sikt, til forskjell fra de andre formuesobjektene. Det observeres at også fordringer, varelager og driftsløsøre kan stilles som sikkerhet for en betydelig andel av eiendelens verdi. Motsetningsvis er unoterte aksjer, som det vil være tale om i et aksjeselskap, blant de minst innbringende eiendelene hva gjelder sikkerhetsgrunnlag. At unoterte aksjer er så vidt lite velegnede som panteobjekter, gir en indikasjon på den prinsipielle viktigheten av at asl. § 8-10 nå åpner for at et målselskap kan stille sikkerhet også i andre eiendeler:

Etter den tidligere regelen i asl. § 8-10 måtte långiveren nøye seg med pant i aksjene som låntakeren ervervet i målselskapet. Etersom dette er langt mindre attraktivt enn pant i selskapsinnmaten, var det alminnelig at bankene krevde sikkerhet også i kjøperselskapets bankkonti og utestående fordringer. Dersom kjøperselskapet hadde andre eiendeler, hendte det at långiveren forlangte sikkerhet også i disse.¹³⁸

Under den nye regelen i asl. § 8-10 kan kjøperen stille også innmaten i målselskapet eller datterselskaper som sikkerhet overfor långiveren, i tillegg til at det kan ytes lån fra de samme selskapene. Prinsipielt innebærer dette at erververen kan finansiere og betjene et slikt

¹³⁷ Dahl (2006) s. 16.

¹³⁸ Aabø-Evensen (2011) s. 570.

aksjeerverv uten overhodet å stille kapital i forbindelse med transaksjonen. I praksis må imidlertid målselskapet eller et datterselskap ha en utbytteramme som tillater at midler stilles til rådighet. Dersom midler *har* blitt stilt til rådighet fra selskapet eller selskapene, må kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøking sikres «betryggende».

Dersom det ytes finansiell bistand fra morselskapet på annen måte enn ved sikkerhetsstillelse i et «single purpose» eiendomsselskap, vil måten betryggende sikkerhet stilles på være avhengig av kjøpers finansielle situasjon. Dersom kjøper er et selskap eller konsern med store underliggende verdier, vil det etter omstendighetene la seg gjøre å gi målselskapet den nødvendige sikkerheten for tilbakebetaling av et lån.

Det er et tenkelig scenario at kjøperselskapet ønsker å låne pengene fra målselskapet fremfor å bruke selskapets egne kontanter. Dette kan eksempelvis skyldes at kjøperselskapet har mye kapital bundet opp i andre investeringer eller eiendeler, og at likviditeten er forbigående dårlig. Dersom det er stor verdi i kjøperselskapet, vil dette stille seg på samme måte med hensyn til en kontrasikkerhet for målselskapets sikkerhetsstillelse overfor en ekstern långiver.

Er derimot aksjeerververen en privatperson eller et selskap med lite eiendeler, for eksempel et SPV som er stiftet *utelukkende* for å kjøpe målselskapet, vil kravet til betryggende sikkerhet være vanskeligere å oppfylle. Ved eksempelvis et generasjonsskifte i et mindre selskap er det tenkelig at erververen kan stille en personlig sikkerhet overfor målselskapet. Er det derimot tale om større verdier, er det vanskelig å se for seg at kjøperen eller aksjonærene i SPV-selskapet verken vil kunne eller ønske å garantere personlig for forpliktelsen.

4.3 Finansiell bistand som hindring for fremtidig betjening av lån

Det følger av aksjeloven § 8-1 annet ledd annet punktum jf. tredje punktum, at kreditt og sikkerhetsstillelser som ikke er tilbakebetalt eller avviklet, skal komme til fradrag når utbytterammen i selskapet regnes ut. Dette medfører at målselskapet ikke eller i mindre grad vil kunne betale ut utbytte dersom det har en aktiv fordring overfor sitt nye morselskap.

Den forringede utbytterammen i målselskapet er en faktor som må tas i betraktning av det nye morselskapet, særlig dersom det nye morselskapet er avhengig av utbytte eller konsernbidrag fra målselskapet for å kunne betjene oppkjøpslånet. I et slikt tilfelle vil det være avgjørende for kjøperselskapet å kartlegge hvorvidt det er sannsynlig at målselskapet har en fremtidig utbytteevne som oppfyller kjøperselskapets behov. Dersom så ikke er tilfelle, må det antas at kjøperselskapet må finansiere aksjeervervet på annen måte enn ved bruk av målselskapets formue.

5. Ivaretagelse av lovgiverhensyn bak aksjeloven § 8-10

I lys av redegjørelsen i kapittel 4 om finansieringsmuligheter, skal det i nærværende kapittel vurderes i hvilken grad hensynene bak bestemmelsen ivaretas i og med oppmykningen av finansieringsforbudet i asl. § 8-10.

I lovforarbeidene til den siste lovendringen, ble det uttalt at *«utfordringen [med kapitalreglene] er å finne en riktig balanse mellom hensynet til kreditorenes dekningsmuligheter og aksjeeiernes ønske om å unngå innlåsing av kapital i selskapet»*.¹³⁹ Det ble presisert at en utvidet adgang til selskapsfinansierte aksjeerverv ikke skulle medføre svekkelse i vernet av kreditorer, minoritetsaksjonærer samt enkelte andre hensyn.

5.1 Hensynet til selskapskapitalen

For det enkelte målselskapet innebærer asl. § 8-10 en ny måte å anvende den frie egenkapital på, men ingen beløpsmessig utvidelse av denne adgangen. Kravet om betryggende sikkerhet medfører stor sannsynlighet for at selskapet får tilbake midler som er lånt ut, eller regress dersom en sikkerhetsstillelse blir realisert. Sett i sammenheng med kravet om forretningsmessige vilkår og prinsipper, skal finansiell bistand sågar medføre en økonomisk vinning for selskapet. Hvorvidt denne vinningen vil overstige avkastningen på andre tenkbare investeringer, er imidlertid tvilsomt.

Videre vil saksbehandlingsreglene forut for disposisjonen medføre at selskapsinteressen skal belyses før det ytes finansiell bistand. Dette er en sikkerhetsventil mot de disposisjoner som ikke vil fremme selskapsinteressen.

5.2 Hensynet til selskapskreditorene

Som nevnt under punkt 3.9, ble det i høringsrunden til siste lovendring uttrykt at kravet til betryggende sikkerhet i asl. § 8-10 vil være til hinder for en stor økning av selskapsfinansierte aksjeerverv etter oppmykningen av forbudet.

Selv om en selskapskreditor åpenbart kan måtte oppleve at et selskap han har et betydelig krav overfor bruker deler av selskapsformuen til å yte finansieringsbistand, vil dette likevel ikke gjelde i større utstrekning enn hva som er tilfelle ved de legale utdelingene. Ved fastsettelsen av utbytterammen er nettopp gjeld én av postene det gjøres fradrag for.

¹³⁹ Prop. 111 L (2012-2013) s. 47.

Det kan i forlengelsen av dette spørres om det i fremtiden vil være mindre attraktivt å stille seg i en kreditorposisjon overfor et selskap som har aktive lån eller sikkerhetsstillelser etter asl. § 8-10. Tankegangen kan eksempelvis være at kreditoren vet at selskapet har lånt ut penger med lang avdragstid til et morselskap, uten at kreditoren har inngående kjennskap til den økonomiske stillingen i morselskapet. Som kjent skal vurderingen av «betryggende sikkerhet» skje på tidspunktet for ervervet, og det kan naturligvis ikke utelukkes at endrede forhold medfører at morselskapet blir ute av stand til å innfri sine forpliktelser. En eventuell konkurs for morselskaper med påfølgende tap for datterselskapet kan etter forholdene medføre vanskeligheter for kreditorene med å oppnå dekning for sine fordringer.

Dette spørsmålet kan neppe besvares generelt, men det må antas at kreditorene her som ellers i selskapslovgivningen må ha tillitt til at deres tarv er ivaretatt gjennom en forsvarlig og balansert aksjeselskapslovgivning. I alle tilfelle må det generelt kunne sies at risikoen, basert på at utbytterammen som nevnt er utgangspunktet for de fleste utdelinger fra et selskap, i utgangspunktet vil være den samme for kreditorene uavhengig av hvordan selskapet disponerer over sin frie egenkapital.

5.3 Hensynet til aksjonærminoriteten

Minoritetsaksjonærenes rettsstilling under den nye asl. § 8-10 vil, som nevnt under punkt 3.12 ovenfor, i stor grad avhenge av hvordan forholdet mellom de alminnelige misbruksreglene i asl. §§ 5-21 og 6-28 og asl. § 8-10 vil bli praktisert.

For at selskapet skal yte bistand i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet, er det en forutsetning at avgjørelsen godkjennes i generalforsamlingen med vedtektsflertall, jf. asl. § 8-10 tredje ledd. Slik bestemmelsen leses isolert sett må minoritetsaksjonærer tåle bestemmelser i deres disfavør, med mindre det foreligger myndighetsmisbruk fra majoritetens side. Dette er en naturlig følge av aksjonærdemokratiet.

Spørsmålet må være om i utgangspunktet lovlig finansieringsbistand etter asl. § 8-10 likevel etter omstendighetene kan omfattes av myndighetsmisbruksreglene. I asl. 5-21 heter det at *«generalforsamlingen kan ikke treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning»*.

Hvordan forholdet mellom asl. § 8-10 og § 5-21 skal praktiseres, lar seg dermed ikke lese ut av ordlyden i bestemmelsene. Problemet kan tenkes eksempelvis hvor en majoritetsaksjonær ønsker å låne penger hos selskapet for å løse ut én av flere minoritetsaksjonærer. Etter

forholdene kan det tenkes at minoritetsaksjonærene selv kunne ønske å gjennomføre den samme disposisjonen.

Mitt inntrykk av et *slikt* tilfelle er at minoriteten må tåle å bli nedstemt i saker som har en forretningsmessig begrunnelse. Imidlertid vil det kunne stille seg annerledes dersom aksjonærmajoriteten beslutter å låne ut penger til en tredjepersons erverv av aksjer i selskapet, hvor den reelle begrunnelsen er en såkalt «utsulting» av minoriteten. Med dette menes at minoritetsaksjonæren uten noen forretningsmessig begrunnelse avskjæres fra å ta ut utbytte, gjennom at utbytterammen bindes opp av et lån eller en sikkerhetsstillelse.

I forarbeidene uttales det følgende:

*«Hensynet til aksjeeiernes, herunder mindretallets interesser, er søkt ivaretatt ved kravet om generalforsamling, at det som grunnlag for generalforsamlingens behandling skal utarbeides en redegjørelse, og ved de alminnelige misbruksreglene i §§ 5-21 og 6-28. Det samme gjelder vilkåret om at bistanden skal ytes på vanlige forretningsmessige vilkår og prinsipper».*¹⁴⁰

Lovgiver har med dette fanget opp at en utvidet adgang til selskapsfinansiering kan sette aksjonærminoriteten i en ekstra vanskelig stilling dersom majoriteten kamuflerer det som i realiteten er en utsulting som en forretningsmessig begrunnet disposisjon, jf. kravet til innholdet i styrets redegjørelse. Dersom styret innlater seg i en kamuflert utsulting, vil det kunne medføre at det kan holdes ansvarlig etter asl. § 3-7 annet ledd. Dermed innebærer også kravet til styrets redegjørelse et vern av aksjonærminoriteten.

Avslutningsvis må det nevnes at kravet til «betryggende sikkerhet» i praksis også vil vise seg å være et effektivt vern for aksjonærminoriteten, idet det har fremgått gjennomgående i avhandlingen at dette vilkåret oppstiller en betydelig skranke for at selskapsfinansierte aksjeerverv skal kunne skje i større utstrekning gjennom den nye asl. § 8-10.

6. En vurdering av aksjeloven § 8-10

Sett i lys av rettsutviklingen i Danmark, og et hittil ikke gjennomført forslag om samme utvikling i Sverige, kan det synes konservativt av den norske lovgiver å oppstille et strengere krav for finansiell bistand fra målselskapet enn det som følger av Kapitaldirektivet. I forlengelsen av dette kan det spørres om det er tenkelig at dette vil få konsekvenser for norsk aksjeselskapslovgivnings internasjonale konkurransedyktighet.

¹⁴⁰ Prop. 111 L s. 74.

Grunntanken bak EUs selskapsdirektiver er en harmonisering av selskapslovgivningen i de kontraherende stater med sikte på å unngå såkalt «forum shopping». I juridisk teori har det vært fremholdt at konkurransen i det selskapsrettslige Europa i nyere tid kanskje ikke er et «race to the bottom», men snarere et «race to the top».¹⁴¹ Med dette menes at europeiske selskaper vil ønske å etablere seg og drive i land som «*har den beste kvaliteten på selskapslovgivningen*».¹⁴²

At eksempelvis kapitaldirektivet er utformet som et minimumsdirektiv, må sies å legge til rette nettopp for ulik lovgivning i medlemsstatene, og dermed konkurranse mellom rettssystemene. Det kan således være negativt for selskaper som er registrerte i Norge at Norge oppstiller strengere vilkår for selskapsfinansering av aksjeerverv enn det som er tilfelle i sammenlignbare land i Europa. I ytterste konsekvens kan en slik rettstilstand over tid medføre at norske aksjonærer søker å etablere selskapet i eksempelvis Danmark, særlig dersom selskapet ikke har behov for stedlig tilknytning til Norge.

Imidlertid er det foreløpig ingen risiko for en selskapsflukt til eksempelvis Danmark for å kunne nyttiggjøre seg av et lempeligere regelverk. Imidlertid kan det tenkes at senere endringer i EUs fusjonsskattedirektiv kan medføre en reell mulighet til at selskaper med store verdier kan flytte til land hvor regelverket samlet sett oppleves som mer gunstig.¹⁴³

Muligheten til å fusjonere over landegrensene foreligger utvilsomt etter EU-domstolens sak C-411/03 *Sevic*¹⁴⁴ og i alle fall med gjennomføringen av tiende selskapsdirektiv i asl. § 13-25.¹⁴⁵ Målsetningen med direktivet var at de tilknyttede statene i sin interne lovgivning skal legge til rette for grenseoverskridende fusjon for selskaper med begrenset ansvarsform, med tilsvarende selskaper i andre medlemsstater.¹⁴⁶ Det nevnte fusjonsskattedirektivet er utarbeidet for å sikre at adgangen til grenseoverskridende fusjon ikke blir illusorisk gjennom uoverkommelige nasjonale skatteregler for slike tilfeller. Etter direktivet er ett av hensynene å ivareta skattefundamentet til de berørte stater.¹⁴⁷

En bestemmelse som ivaretar det norske skattefundamentet er skatteloven § 9-14 om beskatning av eiendeler, rettigheter og forpliktelser. I utgangspunktet vil et selskaps eiendeler ved en

¹⁴¹ Bråthen (2013) s. 39.

¹⁴² Bråthen (2013) s. 39.

¹⁴³ Direktiv 2009/133/EF av 19. oktober 2009.

¹⁴⁴ EU-domstolen konkluderte i *Sevic*-saken med at EU-rettens regler om etableringsfrihet beskytter selskapers adgang til å foreta en grenseoverskridende fusjon.

¹⁴⁵ ¹⁴⁵ Direktiv 2005/56/EF av 26. oktober 2005 gjennomført ved Lov 21. desember 2007 om endringer i aksjeloven, allmennaksjeloven og enkelte andre lover (fusjon og fisjon over landegrensene).

¹⁴⁶ Prop. 78 L (2010-2011) s. 23.

¹⁴⁷ Prop. 78 L (2010-2011) s. 23.

grenseoverskridende fusjon beskattes som om eiendelene hadde blitt solgt. Dette medfører at det dersom det er innmat i selskapet, vil kunne påløpe en betydelig skattebyrde for selskapet. Dersom formålet med å fusjonere til utlandet er å oppnå bedre adgang til å utnytte selskapsformuen under en annen lovgivning, er det illusorisk å forutsette at selskapet ikke har eiendeler som kommer til beskatning etter § 9-14.

I juridisk teori har det blitt uttalt at «[en] *forutsetning for at særreglene om fusjon over landegrensene skal få praktisk betydning er at skattereglene er tilpasset slike fusjoner*». ¹⁴⁸ Slik den norske skattelovgivningen er uformet i dag, er det knapt praktisk tenkelig at gevinsten ved en grenseoverskridende fusjon vil overstige utgiftene i form av påløpte skatteforpliktelse. Imidlertid bør fremtidige lovendringer, særlig i skattelovens regler om grenseoverskridende fusjon, ta høyde for konsekvensene av å muliggjøre også utflytting av eiendeler uten at realisasjon anses å ha skjedd.

Det gjenstår å se om de fleste aksjeselskaper innfinder seg med at bestemmelsen er vanskelig å innrette seg etter, eller om det vil søkes å omgå de strenge vilkårene på måter som ikke strider mot hensynene bak bestemmelsen. Som redegjort for i punkt 4.2 kan det tenkes måter å innrette seg på som ikke vil stride mot eksempelvis hensynet til selskapskreditorene.

Det som må anses sikkert, er at lovgiver gjennom velge en konservativ utforming sammenlignet med direktivet, primært har prioritert selskapskreditorenes og minoritetsaksjonærenes interesser ved reguleringen. Dette må isolert sett anses som en forsvarlig lovgivningsteknikk, fordi det vil avskjære de risikable spekulasjonsservervene som har vært et sentralt formål helt siden aksjeloven 1976.

Den siste lovendringen har ubestridelig medført en oppmykning i det tidligere forbudet mot selskapsfinansierte aksjeerverv, og innebærer isolert sett en liberalisering av regelverket. Hvorvidt dette er et første skritt i en rekke av flere er foreløpig uvisst. De sprikende høringsuttalelsene i forbindelse med lovendringen med hensyn til hensiktsmessigheten i kravet til betryggende sikkerhet, gjør at det er et åpent spørsmål hvorvidt næringslivet i fremtiden vil legge sterkere press på lovgiver for å bringe norsk rett mer i samsvar med den generelle utviklingstrenden i Europa.

¹⁴⁸ Bråthen (2013) s. 220.

7. Litteraturliste

Norske lover og forskrifter

Lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (Skatteloven).

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (asl.).

Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant (Panteloven).

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

Forskrift av 30. desember 2007 nr. 1336: Forskrift om unntak fra aksjeloven § 8-10 og allmennaksjeloven § 8-10.

Endringslover

Lov 14. juni 2013 nr. 40 om endringer i aksjelovgivningen mv.

Lov 15. desember 2006 nr. 88 om endringer i aksjelovgivningen mv.

Lov 22. desember 1995 om endringer i lov av 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper m.v. (EØS-tilpasning).

Norske lovforarbeider

Prop. 111 L (2012-2013) Endringer i aksjeloven mv. (forenklinger).

Prop. 78 L (2010-2011).

«Forenkling og modernisering av aksjeloven» (Knudsen-utredningen). Fremlagt til Justisdepartementet 7. januar 2011.

NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.

NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper.

Innst. O. nr. 80 (1996-1997) Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringer i anna lovgjevning som følgje av ny aksjelovgivning m.m.

Innst. O. nr. 23 (1995-1996).

Innst. O. nr. 45 (1994-1995).

Ot.prp.nr. 78 (2006-2007) Om lov om endringer i aksjeloven, allmennaksjeloven og enkelte andre lover (fusjon og fisjon over landegrensene).

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

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

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

Rettspraksis

Rt. 2013 s. 1601.

Rt. 2007 s. 1025.

Rt. 2000 s. 1473.

Utenlandske lover og lovforarbeider

Lov om aktie- og anpartsselskaper av 29. mai 2009 (dansk) (selskabsloven).

Modernisering af selskabsretten (dansk)

Aktiebolagslagen (2005:551) (svensk).

SOU 2009:34.

Proposition 2004/05:85 (svensk).

SOU 1997:168 (svensk).

Proposition 1993/94: 196 (svensk).

EU og EØS-dokumenter

Annet rådsdirektiv 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. (Annet selskapsdirektiv eller Kapitaldirektivet).

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

Direktiv 2009/133/EF (EUs fusjonsskattedirektiv) av 19. oktober 2009.

Direktiv 2012/30/EU av 25. oktober 2012 om kodifisering av 2. direktiv med senere endringsdirektiver.

Direktiv 2005/56/EF av 26. oktober 2005 gjennomført ved Lov 21. desember 2007 om endringer i aksjeloven, allmennaksjeloven og enkelte andre lover (fusjon og fisjon over landegrensene).

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2012/30/20 af 25. oktober 2012 (dansk språkversjon).

Høringsnotater

Nærings- og handelsdepartementets høringsnotat av 11. juli 2007 -

<http://www.regjeringen.no/upload/NHD/Vedlegg/hoeringer/2007/eiendomsselskapers%20adgang%20til%20C3%A5%20stille%20sikkerhet%20-%20endringer%20i%20forskrift%2018.12.98,%20nr.%201333/hoeringsnotat.pdf>. Sist besøkt 8. april. I fotnoter: *Høringsnotatet av 11. juli 2007*.

Justisdepartementets høringsbrev av 13. juli 2007.

Litteratur

- | | |
|---|--|
| Aabø-Evensen, Ole K. | Om oppkjøp av selskaper og virksomhet. 2011, Universitetsforlaget. I fotnoter: <i>Aabø-Evensen (2011)</i> . |
| Andenæs, Mads Henry | Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. 2. utgave, 2006. I fotnoter: <i>Andenæs (2006)</i> . |
| Andenæs, Mads Henry | Konkurs. 3. utgave 2009. I fotnoter: <i>Andenæs (2009)</i> . |
| Andersson, Sten, Johansson, Svante og Skog, Rolf | Aktiebolagslagen, En kommentar, Del II. 2009. I fotnoter: <i>Andersson/Johansson/Skog (2009)</i> . |
| Andreassen, Bente, Furøy Geir F. & Hansen, Bjørn Hoff | Internprising: Garantier og sikkerhetsstillelser i konsernforhold – en praktisk gjennomgang. Praktisk økonomi og finans nr. 1 2013 s. 80. I fotnoter: <i>Andreassen/Furhøy/Hoff (2013)</i> . |
| Bråthen, Tore | Selskapsrett. 4. utgave 2013. I fotnoter: <i>Bråthen (2013)</i> . |
| Bråthen, Tore | Finansiering av aksjeerverv med aksjeutbytte. Lov og rett 2000 s. 387-411. I fotnoter: <i>Bråthen (2000)</i> . |
| Bråthen, Tore | Styremedlem og aksjonær. 2004. I fotnoter: <i>Bråthen (2004)</i> . |

- Bråthen, Tore (red.) Moderne Forretningsjus II. 2011. I fotnoter: *Bråthen (red.) (2011)*.
- Børresen, Pål B Konkurs. 6 utgave 2007. I fotnoter: *Børresen (2007)*.
- Dahl, Gunnar A. Hvordan bør bedriften finansieres? Praktisk økonomi & finans nr. 3/2006. I fotnoter: *Dahl (2006)*.
- Giertsen, Johan Selskapsfinansierte aksjeerwerb. Kan et selskap stille midler til rådighet for erwerb av aksjer i selskapet? 1996. I fotnoter: *Giertsen (1996)*.
- Giertsen, Johan Selskapsfinansierte aksjeerwerb: Aksjeloven og allmennaksjeloven § 8-10. Revisjon og regnskap 2002 nr. 6. I fotnoter: *Giertsen (2002)*.
- Jørgensen, Jesper Morsing Finansiering af Management buyout. 2013. http://pure.au.dk/portal/files/53798859/Finansiering_af_management_buyout.pdf. I fotnoter: *Jørgensen (2013)*.
- Knudtzon, Sigurd Å selge bedriften. 2011. I fotnoter: *Knudtzon (2011)*.
- Langseth, Erik Kreditt i konsernforhold. Noen praktiske spørsmål vedrørende aksjelovene § 3-8 og utbytteregulene. Tidsskrift for forretningsjus 2012 nr. 3 side 156-177. I fotnoter: *Langseth (2012)*.
- Matre, Hugo Utbyttefinansierte aksjeerwerb. Lov og rett 2000 s. 165. I fotnoter: *Matre (2000)*.
- Matre, Hugo Utbyttefinansierte aksjeerwerb – replikk til Tore Bråthen. Lov og rett 2001 s. 113. I fotnoter: *Matre (2001)*.
- Nedrelid, Cecilie Dahle Garantier i konsernforhold – En analyse av rettskilder og økonomisk tilnærming til prising av garantier i praksis. Skatterett nr. 4 2011 s. 353. I fotnoter: *Nedrelid (2011)*.
- Nygaard, Nils Rettsgrunnlag og standpunkt. 2. utgave. 2004. I fotnoter: *Nygaard (2004)*.
- Perland, Olav og Bjerve, Knut Disposisjon fra Selskapsrettskonferansen i Stavanger den 7. og 8. november 2013. I fotnoter: *Perland og Bjerve (2013)*.
- Sandum, W.J.S Konserninterne lån m.v. – forholdet til aksjeloven §§ 3-6, 3-8, 3-9, 8-7 og 8-10. 2008.

<https://www.duo.uio.no/bitstream/handle/10852/21974/87416.pdf?sequence=3>. I fotnoter: *Sandum (2008)*.

Sjåfjell, Beate

Kun til plunder og heft? - Forbudet mot selskapsfinansiering av aksjeerverv i den norske allmennaksjeloven § 8-10. Nordisk tidsskrift for Selskabsret. 2009:1-2, s. 116-145. I fotnoter: *Sjåfjell (2009)*.

Werlauff, Erik i Neville, Mette
& Sørensen,
Karsten Engsig (Red.)

Den nye selskabslov. 2009. I fotnoter: *Werlauff (2009)*.

Antall ord: 17 458.