



BI Norwegian Business School - campus Oslo

# GRA 19703

Master Thesis

Thesis Master of Science

GRA 19703 Master Thesis

Navn: Julie Nilsen, Thale Sjølie

Start: 15.01.2021 09.00

Finish: 01.07.2021 12.00

Masteroppgave ved  
Handelshøyskolen BI

# Rekonstruksjonslovens fremtid

Julie Nilsen & Thale Sjølie

**Eksamenskode og navn:**  
GRA 19703 Master Thesis

**Innleveringsdato**  
22.06.2021

Veileder:  
**Sjur Swensen Ellingsæter**

**Stuedsted:**  
BI Oslo

**Program:**  
Master of Science i forretningsjus og økonomi

*Denne masteroppgaven er en del av MSc studiet ved Handelshøyskolen BI. Skolen tar ikke ansvar for metodene som er brukt, resultater som er funnet og de konklusjoner som er gjort.*

## Forord


Denne oppgaven er den avsluttende delen av vårt tverrfaglige masterstudium i økonomi og forretningsjus ved Handelshøyskolen BI Oslo.

De to siste årene har vært utfordrende og lærerike. Studiet har gitt oss et unikt tverrfaglig grunnlag som gjør oss i stand til å vurdere komplekse problemstillinger ut ifra både et økonomisk og rettslig perspektiv. Vi har valgt å fordype oss innen emnet rekonstruksjon og konkurs. Allerede i løpet av det første året av masterstudiet besluttet vi å skrive om hvorvidt det var behov for en reform av gjeldsforhandlingsinstituttet og i hvilken grad en slik reform burde være inspirert av chapter 11. Vi fattet interesse for emnet da vi følte det var midt i krysningpunktet av jus og økonomi. Forutsetningene for oppgaven endret seg noe da Norge ble truffet av covid-19-pandemien i starten av 2020 og den midlertidige loven om rekonstruksjon ble hastevedtatt.

Temaet for avhandlingen er dermed den midlertidige lov om rekonstruksjon, eller rettere sagt, hva som skal avløse denne. Loven opphører 01. januar 2022 og det foreligger således en gyllen mulighet til å utarbeide gode regler som kan bidra til at levedyktige selskaper kan rekonstrueres og komme tilbake på stø kurs.

Vi var heldige å få Sjur Swensen Ellingsæter som veileder. Han har ikke bare et stort engasjement, men også en meget sterk kompetanse på området. Vi vil gjerne takke han for svært god og omfattende veiledning og for at han har utfordret oss til å fordype oss i flere dagsrelevante problemstillinger. Vi vil også takke gode støttespillere som har gitt innspill og lest korrektur på vårt arbeid.

Oslo, 22. juni 2021



Julie Nilsen



Thale Sjølie

---

## Innholdsfortegnelse

<b>FORORD</b> .....	<b>2</b>
<b>INNHOLDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>I</b>
<b>OPPSUMMERING</b> .....	<b>III</b>
<b>KAPITTEL 1 - INTRODUKSJON</b> .....	<b>1</b>
1.1 INNLEDNING .....	1
1.2 OPPHAV OG HISTORIKK .....	3
1.3 AVGRENSNING OG BEGREPSAVKLARING .....	4
1.4 VEIEN VIDERE .....	6
<b>KAPITTEL 2 – ET SELSKAPS MULIGHETER I ØKONOMISKE VANSKELIGHETER</b>	<b>8</b>
2.1 INNLEDNING .....	8
2.2 KONKURS .....	8
2.3 UTENRETTLIGE RESTRUKTURERINGSFORHANDLINGER .....	12
2.4 RETTSLIG REKONSTRUKSJON .....	14
<b>KAPITTEL 3 – REKONSTRUKSJONSPROSESSEN</b> .....	<b>16</b>
3.1 INNLEDNING .....	16
3.2 DET NORSKE REGELVERKET .....	16
3.3 DET AMERIKANSKE REGELVERKET .....	21
<b>KAPITTEL 4 – ADGANG TIL LÅN PÅ SUPERPRIORITET</b> .....	<b>27</b>
4.1 INNLEDNING .....	27
4.2 ADGANGEN TIL Å TA LÅN PÅ SUPERPRIORITET I DET NORSKE REGELVERKET .....	28
4.2.1 Bør man ha adgang til å ta lån på superprioritet? .....	32
4.3 DET AMERIKANSKE REGELVERKET .....	35
4.4 KOMPARATIV ANALYSE .....	37
4.5 FORSLAG .....	40
<b>KAPITTEL 5 – ADGANG TIL Å KONVERTERE GJELD TIL EGENKAPITAL</b> .....	<b>41</b>
5.1 INNLEDNING .....	41
5.2 DET NORSKE REGELVERKET .....	42
5.2.1 Bør aksjonærene kunne forhindre en gjeldskonvertering og bør kreditorer kunne tvinges til å del i denne? .....	43
5.3 DET AMERIKANSKE REGELVERKET .....	47
5.4 KOMPARATIV ANALYSE .....	49
5.4.1.1 Forslag .....	52
5.4.2.1 Forslag .....	53
<b>KAPITTEL 6 - ADGANG TIL Å DELE INN KREDITORER I KLASSER</b> .....	<b>55</b>
6.1 INNLEDNING .....	55

---

6.2 DET NORSKE REGELVERKET .....	55
6.2.1 Bør det innføres system for kreditorklasser? .....	57
6.3 DET AMERIKANSKE REGELVERKET .....	58
6.4 KOMPARATIV ANALYSE .....	62
6.5 FORSLAG.....	65
<b>7.0 KONKLUSJON .....</b>	<b>66</b>
<b>8.0 REFERANSER .....</b>	<b>69</b>

---

## Oppsummering

De norske gjeldsforhandlingsreglene har vært kjent for å være lite fleksible. Mange selskaper i økonomiske problemer har derfor i praksis vært nødt til å forhandle frem frivillige løsninger med sine kreditorer utenfor regelverket. Covid-19-pandemien traff Norge i midten av mars 2020 og medførte at behovet for en modernisering av de norske gjeldsforhandlingsreglene akselererte. Som et «hastevedtak» ble rekonstruksjonsloven vedtatt for å redusere risikoen for unødige konkurser i ellers levedyktige virksomheter som er rammet av en akutt svikt i inntektene som følge av utbruddet. Loven er midlertidig og erstatter reglene om gjeldsforhandling i konkursloven frem til 1. januar 2022.

Avhandlingens overordnede formål er å foreslå hvordan permanente rekonstruksjonsregler kan utformes for å oppnå at reglene blir attraktive og aktuelle å benytte i praksis. Avhandlingen er begrenset til å vurdere tre utvalgte områder i loven og diskuterer i hvilken utstrekning disse områdene bidrar til et effektivt lovverk og om de er et reelt alternativ for selskaper i økonomiske problemer. Områdene som vurderes er adgangen til å ta lån med superprioritet, adgangen til å konvertere gjeld til egenkapital og adgangen til å dele kreditorene i klasser.

Avhandlingen identifiserer flere grunnleggende interesseavveininger som gjør seg gjeldene i utformingen av permanente rekonstruksjonsregler. For å treffe en rimelig balanse mellom hensynet til gode regler som stimulerer til videre drift hos levedyktige virksomheter og hensynet til å ivareta fordringshavernes interesser foretas det en komparativ analyse av de norske og de amerikanske rekonstruksjonsreglene. Det amerikanske lovverket omtales gjerne som et foregangsregelverk og hensikten er å vurdere hvorvidt disse reglene kan inspirere den permanente norske lovgivningen. De amerikanske reglene har også vært inspirasjon for EUs rekonstruksjons- og insolvensdirektiv. Direktivet ble vedtatt i 2019 og vil trolig bli en del av EØS-avtalen på sikt. Når det skal fremmes forslag til utformingen av et permanent norsk lovverk bør det derfor sikres at forslaget er i tråd med EU-direktivet.

Etter en analyse av de norske og amerikanske reglene foreslår avhandlingen hvordan disse områdene kan utformes i nye permanente regler, som også er i tråd med EUs rekonstruksjon og insolvens direktiv.

---

## Kapittel 1 - Introduksjon

### 1.1 Innledning

Den pågående covid-19-pandemien traff Norge i starten av mars 2020 og førte til akutte og alvorlige effekter for norsk økonomi. Dette medførte at sentralmakten måtte handle raskt. Blant tiltakene som ble gjennomført var vedtakelsen av rekonstruksjonsloven.<sup>1</sup> Loven trådte i kraft den 11. mai 2020 og har som formål å «*reducere risikoen for unødige konkurser i levedyktige virksomheter som er rammet av en akutt svikt i inntektene som følge av utbruddet*».<sup>2</sup> Den nye loven er ment å tilby en rettslig rekonstruksjonsprosess som er lett anvendelig for selskaper i økonomiske problemer. Dette søker den å oppnå ved å blant annet gi større handlingsrom og flere virkemidler i forhandlinger med kreditorene enn det som har vært mulig tidligere. Reglene vil dermed kunne bidra til å skille mellom virksomheter som er levedyktige under normale forhold og virksomheter som generelt er tapsbringende.

Behovet for å kunne møte de akutte utfordringene krevde en rask lovgivningsprosess. Dette innebar begrenset med tid til utredning, og loven ble vedtatt som en midlertidig lov som opphører 1. januar 2022.<sup>3</sup> I perioden erstatter den konkurslovens regler om gjeldsforhandling.<sup>4</sup> Justis- og beredskapsdepartementet offentliggjorde høsten 2020 at det vurderer å foreslå permanente regler om rekonstruksjon og har i den anledning etterspurt innspill til arbeidet.<sup>5</sup> Et aktuelt spørsmål er hva som skal avløse den midlertidige loven. Vil den gjøres permanent, vil de gamle reglene om gjeldsforhandling gjøres gjeldene igjen eller vil det utformes en ny lov?

Norsk næringsliv består i stor grad av industrier som er eksponert for volatilitet.<sup>6</sup> Eksportrettet industri som olje, oppdrett og shipping er konjunkturutsatt og det er nødvendig med et velfungerende regelverk som kan avhjelpe økonomiske problemer når de oppstår. Et godt rammeverk for rekonstruksjon er nødvendig for norsk næring også i fremtiden, etter pandemien. Denne avhandlingen har derfor den

---

<sup>1</sup> Midlertidig lov 07. mai 2020 nr. 38 om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven).

<sup>2</sup> Prop. 75L (2019-2020), s. 5

<sup>3</sup> Rekonstruksjonsloven § 64 annet ledd. Se også prop. 75 L (2019–2020) s. 7

<sup>4</sup> Lov 08. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven) § 1

<sup>5</sup> Regjeringen (2020) «*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon*»

<sup>6</sup> PwC (2017) «*Finansiell restrukturering av større selskaper*» s. 1

---

hensikt å vurdere hvorvidt de nåværende regler om rekonstruksjonsforhandlinger bidrar til et effektivt lovverk og om de er et reelt alternativ for selskaper i økonomiske problemer. Formålet med analysene er å undersøke lovens innhold og betydning, for å kunne vurdere hvordan bestemmelsene best kan utformes i permanente rekonstruksjonsregler.

Av plasshensyn har vi valgt oss ut tre områder i loven. Disse områdene er adgangen til å ta lån med superprioritet, adgangen til gjeldskonvertering og adgangen til å dele kreditorene i klasser. Med lån med superprioritet menes det adgangen til å etablere særskilt prioritet for pantesikkerhet for lån til finansiering av rekonstruksjonsprosessen og/eller videre drift i perioden. Med gjeldskonvertering menes det de situasjoner der selskapet utsteder nye aksjer som blir tegnet av kreditorene, hvor betalingen gjøres opp ved motregning.<sup>7</sup> Når det er snakk om adgangen til å dele kreditorene i klasser siktes det til adgangen til å dele kreditorer med like krav inn i like klasser, men den hensikten å lette avstemningen av rekonstruksjonsloven. Vår vurdering er at disse tre områdene er kritiske for et godt og effektivt regelverk, vi ønsker derfor å analysere hvordan disse områdene kan utformes for å avhjelpe ellers levedyktige selskaper.

For å kunne forta en veloverveid analyse sammenligner avhandlingen rettstilstanden på de tre utvalgte områdene i norsk rett med amerikansk rett. The United States Bankruptcy Code<sup>8</sup> blir ansett for å være et foregangsregelverk innenfor området.<sup>9</sup> Formålet med dette er å få en oversikt over hvordan den amerikanske lovgivningen er utformet og på den måte vurdere hvorvidt denne kan inspirere den permanente norske lovgivningen.

I tillegg til dette, har EU vedtatt et direktiv om rekonstruksjon og insolvens,<sup>10</sup> som i stor grad er inspirert av det amerikanske regelverket. Direktivet vil trolig bli en del av EØS-avtalen og når det skal fremmes forslag til utformingen av et permanent norsk lovverk bør det derfor sikres at forslaget er i tråd med EU-direktivet.

---

<sup>7</sup> Se Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper § 10-12, jf. § 2-12

<sup>8</sup> United States Code: Title 11 – Bankruptcy

<sup>9</sup> Det juridiske fakultet, UiO (2018) Marie Meling, «EU planlegger norsk Chapter 11»

<sup>10</sup> Directive (EU) 2019/1023 of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132.



---

Avhandlingen vil dermed underveis kort redegjøre for hvordan direktivet har regulert de tre aktuelle områdene for å sikre at forslaget til permanente regler er i samsvar med direktivet.

## ***1.2 Opphav og historikk***

Lov av 6. juni 1863 om Concurs og Concursboers Behandling var den første omfattende konkurslovgivningen i Norge. Konkurslovgivningen har gjennomgått flere omfattende endringsprosesser siden den første utgaven. Reglene om gjeldsforhandling har røtter tilbake til 1899, da lovgiver gjennom vedtakelsen av akkordloven<sup>11</sup> søkte å legge til rette for mer fleksible regler som et alternativ til konkurs.<sup>12</sup> Reglene har imidlertid blitt ansett for å være formalistiske og vanskelige. I NOU 1972:20 ble det pekt på at reglene i realiteten fremsto som en «*avdempet form for konkurs*» og at debitor av den grunn føler samme uvilje mot å begjære forhandlinger som konkurs. Dette førte til at begjæringen av forhandlingene ofte ble satt i gang for sent og realiteten ble at inngivelsen skjedde på et tidspunkt hvor det ikke lenger var mulig å unngå konkurs.<sup>13</sup>

basert på forslagene i NOU 1972:20, ble det på 1980-tallet ble det gjennomført en konkursreform som førte til vedtakelsen av dagens konkurslov. Her ble gjeldsforhandlingsinstituttet tatt inn i lovens første del.<sup>14</sup> Et overordnet formål med reformen var at forhandlingene skulle bli mer effektive.<sup>15</sup>

I 1990 oppnevnte regjeringen et utvalg for å føre etterkontroll med konkursreformen. Utvalget ble gjennomført av en gruppe ledet av professor Thor Falkanger, og omtales derfor ofte som Falkangerutvalget. Ifølge utvalget uteble den forventede økningen i bruken av gjeldsforhandlingsinstituttet nok en gang. De poengterte at reglene om gjeldsforhandlinger fremdeles fremstod som for omstendelige, noe som gjorde forhandlingene både tidkrevende og dyre.<sup>16</sup>

---

<sup>11</sup> Lov 06. mai 1899 om akkordforhandling (akkordloven).

<sup>12</sup> NOU 1972:20 s. 15

<sup>13</sup> NOU 1972:20 s. 29

<sup>14</sup> Konkurslovens første del (§§1-59) omhandler gjeldsforhandling og omtales gjerne som gjeldsforhandlingsinstituttet

<sup>15</sup> Ot.prp.nr. 50 (1980-1981) s. 7.

<sup>16</sup> NOU 1993:16, s. 17

---

Falkangerutvalgets forslag ledet til visse endringer. I 1999 ble noen av utvalgets forslag fulgt opp i Stortingets revisjon av konkursloven. Formålet med revisjonen var igjen å forenkle gjeldsforhandlingsprosedyrene for å øke suksessraten og bruken av instituttet.<sup>17</sup> På tross av denne reformen var det fortsatt få åpnede gjeldsforhandlinger, og desto færre gjennomførte.<sup>18</sup> Utover dette har imidlertid reglene vært gjenstand for få, eller ingen, endringer frem til første kvartal i 2020.

Som en konsekvens av at loven ikke nådde sitt formål, ble Leif Villars-Dahl i 2015 gitt i mandat av Justis- og beredskapsdepartementet for å utrede behovet for og forslag til revisjon av gjeldsforhandling etter konkursloven. Utredningen ble sendt på høring den 29. juni 2016, men lå frem til 2020 nærmest ubehandlet, blant annet i påvente av nye EU-regler. EU har siden 2014 jobbet med å utarbeide et godt restruktureringsrammeverk. Direktivet (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2019/1023 av 20. juni 2019) ble vedtatt i 2019 og fordi Norge sannsynligvis vil påvirkes av direktivet gjennom EØS-avtalen har det trolig blitt ansett hensiktsmessig å avvente nytt regelverk.

Utbruddet av covid-19 i 2020 medførte akutte effekter for norsk økonomi og næringsliv. Justis- og beredskapsdepartementet så det dermed nødvendig med en hastebehandling av en lovproposisjon som et fremmet forslag om en midlertidig lov om rekonstruksjon.

### ***1.3 Avgrensning og begrepsavklaring***

Formålet med rekonstruksjonsloven er å «*reducere risikoen for unødige konkurser i levedyktige virksomheter*».<sup>19</sup> Det er virksomheter som er temaet i oppgaven, og liknende ordninger for privatpersoner faller utenfor fremstillingen.

Oppgavens fokus er i all hovedsak de tre utvalgte områder i rekonstruksjonsloven som er; adgangen til å ta opp lån på superprioritet, adgangen til å konvertere gjeld til egenkapital og adgangen til å dele kreditorer i klasser. Sentralt i analysene er omfattende vurderinger av den sentrale interesseavveiningen som gjør seg gjeldene i utformingen av regelverket. Overordnet sett kan man si at det er en avveining mellom hensynet til gode regler som stimulerer til videre drift hos levedyktige

---

<sup>17</sup> Prop. 75L (2019-2020). s. 8

<sup>18</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016). Omtales som «*utredningen*». s. 8

<sup>19</sup> Prop. 75L (2019-2020). s. 5

---

virksomheter og hensynet til å ivareta fordringshavernes interesser. Avhandlingen avgrenses dermed til å analysere forhold som knytter seg til denne vurderingen.

For å kunne komme med et veloverveid forslag til hvordan permanente regler kan utformes, vil avhandlingen foreta en analyse av reglene i The United States Bankruptcy Code. Det er hensiktsmessig å se hen til hvordan et foregangsregelverk med lang praksis har valgt å løse de aktuelle spenningene som kan oppstå mellom hensynene. Hovedsakelig er fokuset på reglene som har relevans for avhandlingens problemstilling. Det undersøkes derfor i hvilken grad regelverket åpner for lån med superprioritet, hvorvidt rekonstruksjonsplanen tillater kapitalforhøyelse ved gjeldskonvertering og hvordan likhetsprinsippet gir seg utslag i reglene om klasseinndeling av kreditorer.

Fordi det er sannsynlig at EUs rekonstrueringsdirektiv vil bli inntatt i EØS-avtalen bør det sikres at forslaget til permanente regler er i tråd med direktivet. Avhandlingen vil dermed tidvis redegjøre for reglene i direktivet med den hensikt å sikre at forslagene til norsk lov er i tråd med det direktivet åpner for. Avhandlingen avgrenser mot videre behandling av direktivet.

Det er i den nye loven endret terminologi; det som omtales som gjeldsforhandlinger i konkursloven er i den nye loven omtalt som rekonstruksjonsforhandling. Fortrinnsvis vil sistnevnte terminologi bli brukt i oppgaven. Som betegnelse på endring av selskapers finansielle struktur brukes dermed blant annet gjeldsforhandlinger, rekonstruksjon og restrukturering. I det vesentlige benyttes begrepet *rekonstruksjon*. For utenrettslige forhandlinger er det imidlertid vanlig å tale om *restrukturering* og for forhandlinger etter konkurslovens del I brukes *gjeldsforhandling*.

I oppgaven vil vi bruke termen *debitor* eller *skyldner* om den som får sin virksomhet rekonstruert og *kreditor* eller *fordringshaver* om den eller de som har krav mot virksomheten.

I store deler av avhandlingen som omhandler den amerikanske prosessen er den relevante lovteksten på engelsk. Vi vil, i tillegg til å innta en del ord og uttrykk i sin originale språkdrakt, løpende oversette begrepene for å gjøre det mer sammenlignbart med den norske lovgivningen.

---

## 1.4 Veien videre

En optimal rekonstruksjonslovgivning bør særlig inneholde regulering på tre områder. For det første skal regelverket søke å beskytte verdien av et «*going concern*», som vil si at verdien av virksomheten i videre drift er høyere enn verdien av eiendelene hver for seg. For det andre bør den tilrettelegge for gode forhandlingsmuligheter og for det tredje bør bidra til å en kostnadseffektiv og rask prosess.<sup>20</sup> Det er en rekke hensyn som må ivaretas i en permanent lov og det utfordrende er å finne en rimelig balanse som ivaretar både selskapet, eierne, kreditorene og samfunnet generelt.

For å kunne komme med et veloverveid forslag til hvordan permanente regler kan utformes er avhandlingen bygd opp på følgende måte:

I *kapittel to* vil det først redegjøres for hvorfor det er ønskelig å redde presumtvt levedyktige selskaper som har økonomiske utfordringer. I forlengelsen av dette redegjøres det for hvilke alternativer et selskap har når det befinner seg i økonomiske vanskeligheter, herunder utenrettslige rekonstruksjonsforhandlinger og rettslig rekonstruksjon.

*Kapittel tre* vil redegjøre for rekonstruksjonsprosessen i både norsk og amerikansk rett. Hensikten med dette er å forstå hvordan prosessene foregår og for å synliggjøre likheter og forskjeller mellom de ulike regelverkene. Dette er nødvendig for den komparative analysen, som vil danne grunnlaget for å vurdere hvorvidt dagens regler er tilstrekkelige og videre hvordan reglene bør utformes.

I *kapittel fire, fem og seks* foretas det en omfattende analyse av henholdsvis adgangen til å ta lån med superprioritet, adgangen til gjeldskonvertering og adgangen til å dele kreditorene i klasser. Disse tre kapitlene vil det vesentlige følge samme oppbygging: Kapitlenes *første del* er en analyse av rettsområdet under norsk rett. Hensikten er å identifisere og drøfte de interesseavveiningene som gjør seg gjeldene i arbeidet med å utforme regler på disse områdene. Kapitlenes *annen del* inneholder en analyse av reglene i amerikansk rett. Formålet med dette er belyse hvordan amerikansk rett har valgt å regulere på disse områdene. *Avslutningsvis* vil

---

<sup>20</sup> Karin S. Thorburn (2020), NFF Webinar: “*Norway’s new temporary law for voluntary restructuring*”

---

kapitlene inneholde en komparativ analyse av regelverkene. Hensikten er å kunne vurdere hvordan disse områdene kan utformes på en hensiktsmessig måte i permanent lovgivning og hvorvidt den norske lovgivningen kan og bør la seg inspirere av amerikanske løsninger, som EUs rekonstruksjonsdirektiv i stor grad er basert på. Ønsket er at dette utgangspunktet kan øke reglenes hensiktsmessighet slik at rekonstruksjoner i fremtiden kan gjennomføres på en god og effektiv måte.

---

## Kapittel 2 – Et selskaps muligheter i økonomiske vanskeligheter

### 2.1 Innledning

Formålet med dette kapittelet er å redegjøre for de muligheter et selskap i økonomiske vanskeligheter har. Som nevnt innledningsvis ønsker lovgiver et effektivt lovverk som kan bidra til at selskaper får en ny sjanse. Det er lagt ned mye innsats i å utarbeide regler hvis hensikt er å unngå konkurser for ellers levedyktige selskaper. For å kunne utforme effektive regler som vil bli benyttet, er det vesentlig å forstå de alternativene et selskap har i møte med økonomiske problemer.

Kapittelet redegjør først for konkurs og virkningene av dette. For et selskap i økonomiske problemer er konkurs ofte eneste utvei dersom forhandlinger om rekonstruksjon ikke når frem. Dette gjøres for å belyse hvorfor det er ønskelig å ha gode og effektive regler som tilrettelegger for at selskaper skal kunne komme på rett kjøll igjen. Deretter redegjøres det for utenrettslige restruktureringer, som er avtaler mellom selskaper og dets kreditorer. Hensikten med å inkludere de utenrettslige forhandlingene er for å kunne vurdere om dagens regler i rekonstruksjonsloven faktisk innfrir behovene et selskapene i økonomiske vanskeligheter har. Avslutningsvis vil det kort redegjøres for hva en rettslig rekonstruksjon går ut på. Dette utdypes imidlertid ytterligere i kapittel 3.

### 2.2 Konkurs

Et selskap som er insolvent skal, dersom foretaket selv eller en kreditor begjærer det, slås konkurs, jf. konkursloven § 60. Insolvens beskriver situasjonen der et selskap ikke er betalingsdyktig. For å være insolvent må selskapet både være *illikvid* og *insuffisient*, jf. konkursloven § 61. Det betyr for det første at skyldneren ikke har nok penger til å betale regninger og andre forpliktelser ved forfall, samt at denne betalingsudyktigheten ikke er *«forbigående»*. For det andre kan selskapets eiendeler og inntekter til sammen ikke gi full dekning for selskapets forpliktelser.<sup>21</sup> Dette avsnitt har som formål å redegjøre for hva en konkurs innebærer og hvilke konsekvenser det medfører.

---

<sup>21</sup> Konkursrådet.no (2012). «Innføring i konkurs»

---

Konkurs kan også være eneste utvei dersom man ikke lykkes med rekonstruksjonsforhandlingene.<sup>22</sup> Det er i utgangspunktet kun dersom det foreligger skriftlig samtykke fra «*et flertall av de kjente fordringshavere*» eller at skyldneren godtgjør å være solvent at forhandlingene kan innstilles uten konkurs, jf. rekonstruksjonsloven §§ 56 og 57. Etter en mislykket rekonstruksjonsforhandling presumeres det at skyldner er insolvent, noe som begrunnes i at selskapet har forspilt lovens alternativ til å snu om på sine økonomiske problemer, jf. rekonstruksjonsloven § 58. Nytt av rekonstruksjonsloven er at skyldneren kan motbevise dette. Det må ses i sammenheng med de endrede krav til selve åpningen, som under rekonstruksjonsloven kan åpnes på et tidligere tidspunkt enn tidligere (se mer om vilkår for åpning av rekonstruksjon i kapittel 3.2.1). Dersom skyldneren ved avslutningen av en rekonstruksjonsforhandling godtgjør å være solvent, vil det heller ikke være riktig å åpne konkurs.<sup>23</sup>

Hvis det treffes en kjennelse om konkursåpning, vil skyldnerens bo tas under bobehandling hvor skyldnerens midler skal fordels på dens kreditorer. Midlene fra konkursboet kan selges samlet eller stykkevis, det avgjørende er hva som gir kreditorfellesskapet høyest dekning.<sup>24</sup> En kjøper kan med andre ord velge å kjøpe hele virksomheten og videreføre driften i en annen juridisk enhet. Det betyr at konkurs ikke nødvendigvis betyr slutten for virksomheten. Fordi det er snakk om en utdeling av knappe midler, innebærer konkurs en tapsfordeling blant kreditorene. Hvilken dekning en kreditor får kommer an på selskapets økonomiske stilling og kreditorens prioritet. Etter konkursloven finnes det tre hovedgrupper for krav; separatistkrav, massekrav og dividendekrav.<sup>25</sup> Likebehandling av kreditorene innenfor disse gruppene er det klare utgangspunkt, det finnes imidlertid unntak som gjør at kreditorene kan stille ulikt.

Med separatistkrav menes kreditorer med full sikkerhet for sitt krav. Det er altså krav hvor kreditor har sikret seg fortrinnsrett til bestemte formuesgoder, for eksempel gjennom pant eller motregningsrett. Disse kravene har andre materielle og prosessuelle rettigheter enn usikrede kreditorer, og kommer derfor først i prioritetsrekken.<sup>26</sup> Massekrav skal dekkes etter separatistkravene og betegner krav

---

<sup>22</sup> Rekonstruksjonsloven § 58 første ledd

<sup>23</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 91

<sup>24</sup> Konkursloven § 117 første ledd

<sup>25</sup> Børresen (2013) s. 148

<sup>26</sup> Nazarian (2012) s. 44

---

boet har stiftet, eller som det av andre grunner har ansvar for å dekke, som for eksempel omkostningene ved bobehandlingen, jf. dekningsloven § 9-2.<sup>27</sup>

I de tilfeller separatistkravene og massekravene får full dekning, skal resten av midlene fordeles på dividendekravene, som betegner de alminnelige usikrede kreditorene. Disse vil kun få dekket sine krav i den utstrekning noe gjenstår av skyldnerens midler etter dekning av krav til fortrinnsberettigede kreditorer, omkostningene ved bobehandlingen og kravene med særskilt dekningsrett.<sup>28</sup> Dividendekravene kan deles inn i fire grupper, herunder krav med første prioritet, krav med annen prioritet, uprioriterte krav og etterprioriterte krav. Gruppene får en forholdsmessig dekning etter sin prioritet. Prioritetsreglene beror på noe som gjerne omtales som «*waterfall-effekten*» og innebærer at en etterfølgende gruppe ikke får noe dekning for sitt krav før alle i foregående gruppe har fått full dekning for sine. I de tilfeller det ikke er nok midler til å dekke samtlige krav med lik prioritet, følger det av loven at resterende midler skal fordeles med innbyrdes lik rett på de uprioriterte kreditorene. Det innebærer i praksis at alle kreditorer i samme klasse behandles likt, men at krav i forskjellige klasser kan behandles ulikt. På denne måten kan det argumenteres for at loven tillater en forskjellsbehandling av kreditorene.<sup>29</sup>

Det er en felles oppfatning at man i utgangspunktet ønsker å unngå at selskaper går konkurs. Det er mange årsaker til at det kan være ønskelig å redde selskaper. Konkurs kan ha alvorlige konsekvenser for både enkeltindivider og samfunnet for øvrig. Konkurs medfører gjerne at immaterielle verdier og kunnskap går tapt, at arbeidstakere mister sin arbeidsplass, samfunnet mister en skattebetaler og at huseiere mister en leiebetalder. At selskaper som under normale omstendigheter er lønnsomme kan reddes er dermed ikke bare positivt for den enkelte bedrift og dens kreditorer og eiere, men også for næringslivet generelt. Ved konkurs vil verdien av kunderelasjoner, de ansattes kompetanse og «*know-how*» være mindre verdt enn ved fortsatt drift og en konkurs vil av den grunn ofte medføre et uforholdsmessig stort tap.

---

<sup>27</sup> Lov 8 juni 1984 nr. 59 Lov om fordringshavernes dekningsrett (dekningsloven)

<sup>28</sup> Se også Ellingsæter og Meling (2020) «*Rekonstruksjonslovens muligheter og begrensninger*» s. 76

<sup>29</sup> Nazarian (2012) s. 46 og Børresen (2013) s. 149



---

For kreditorene som ønsker å få dekket sitt krav mot selskapet kan konkurs ogs ofte være et dårlig alternativ. I en konkurs vil skyldnerens eiendeler realiseres, hvilket ofte gir en lavere avkastning enn de potensiell kunne ha fått ved alminnelig salg. Realiteten er i mange tilfeller at de usikrede kreditorene i realiteten får tilnærmet ingen, eller i tilfellet liten, dekning for sine krav. I disse tilfellene vil en konkurs medføre et samfunnsmessig tap på lengre sikt og det er spesielt i disse tilfellene at en rekonstruksjon vil ha sin viktigste rolle.<sup>30</sup>

Mange selskaper kan være levedyktige og bidra til verdiskapning, men likevel befinne seg i en situasjon med økonomiske problemer. Et eksempel kan være selskaper med en underliggende positiv drift, men med en kapitalstruktur som gir høye finanskostnader. For slike selskaper vil en rekonstruksjon av selskapet kunne bidra til å omstrukturere gjelden for å redusere gjeldsbetjeningskostnader til et bærekraftig nivå. Andre selskaper som kan ha nytte av rekonstruksjoner er selskaper i utviklingsfase. I denne fasen kan selskaper ha store investeringsbehov i en periode hvor det enda ikke generer inntekter. I slike tilfeller kan en rekonstruksjon være hensiktsmessig for å unngå at selskapet ikke trenger å begjæres konkurs før det i det hele tatt har kommet i gang. Markedsøkonomien er dynamisk, og det er viktig at selskaper tilpasser seg markedets krav. Det er derfor ofte nødvendig å endre den finansielle strukturen slik at selskapet kan være levedyktig også i fremtiden.<sup>31</sup>

Før den midlertidige lov om rekonstruksjon trådte i kraft i mai 2020 kunne selskaper velge å begjære gjeldsforhandlinger etter konkurslovens første del, jf. konkursloven § 1. Der heter det seg at debitor kan begjære «*gjeldsforhandling etter reglene i loven for å forhandle med sine fordringshavere om frivillig gjeldsordning eller tvangsakkord*». Gjeldsforhandling etter konkursloven har blitt lite brukt og er beskrevet som tungroddet og lite attraktive.<sup>32</sup> Norske konkursadvokater har de siste årene uttrykt et behov for gjeldsforhandlingsregler som fungerer godt i praksis.<sup>33</sup> Det finnes selvsagt mange tilfeller hvor selskaper ikke har livets rett, og hvor det beste for samfunnet er at selskapet avvikles. Avhandlingens fokus er imidlertid å vurdere hvordan selskaper som er levedyktige, best kan overleve sine økonomiske

---

<sup>30</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 11 - 12

<sup>31</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 31

<sup>32</sup> NOU 1993:16 s. 16

<sup>33</sup> Se eksempelvis Valebrokk (2020). Ellen Schult Ulriksen uttrykk for at norsk lovgivning mangler de riktige verktøyene for å kunne gjennomføre gode gjeldsforhandlinger.

---

vanskeligheter og få en ny start. Et viktig virkemiddel for å få til dette er å sørge for forhandlingsforhold som tilrettelegger for at samtlige parter får egne interesser ivaretatt i tilstrekkelig grad. Et viktig virkemiddel for å få til dette er blant annet en lovgivning som legger til rette for at samtlige parter bidrar.

I dag har en virksomhet i alvorlige økonomiske problemer to alternativer til å forsøke å redde sin virksomhet. Det kan inngå utenrettslige forhandlinger (se punkt 2.3) eller begjære rekonstruksjon etter den midlertidige loven (se punkt 2.4). Fremgangsmåten vil avhenge av deres rettslige, økonomiske og driftsmessige utgangspunkt. Basert på en konkret helhetsvurdering av kreditorfellesskapet og situasjon må det tas en avgjørelse på hvilket alternativ som er mest hensiktsmessig. Den mest utbredte metoden for kriserammede selskaper har vært å inngå utenrettslige rekonstruksjonsforhandlinger med sine kreditorer.

### ***2.3 Utenrettslige restruktureringsforhandlinger***

Utenrettslige restrukturering er benevnningen på private forhandlinger mellom selskap og dets kreditorer. Forhandlingene foregår utenfor insolvenslovgivningens rammer og begrensninger, og innebærer at selskapet kan restrukturere økonomien og sikre verdier utenfor en rettslig styrt prosess.

Selskapers adgang til å gjennomføre utenrettslige gjeldsforhandlinger følger av den alminnelige avtalefriheten i norsk rett.<sup>34</sup> Et selskap står fritt til å avtale det det ønsker, men avtaleinngåelsene er betinget av samtykke fra samtlige berørte parter. For avtaler som innebærer endringer i selskapskapitalen (som for eksempel en gjeldskonvertering, som ofte er del av en restrukturering), stilles det i tillegg strenge krav til vedtektsendringer etter bestemmelsene i aksjeloven.

Dersom en utenrettslig restrukturering skal lykkes kreves det at selskapet er proaktivt og handler raskt. Utenrettslige forhandlinger kan bidra til gunstige løsninger for alle parter, men det fordrer at forhandlingene settes i gang på et tidspunkt hvor det fortsatt er verdier å redde. Forhandlingene om restrukturering av Norske Skog AS er en kjent sak i norsk næringsliv. Under forhandlingene i 2017 uttalte daværende styreleder at *«det er kapitalismen på sitt mest brutale når forskjellige kreditorer og aksjonærer skal kjempe om posisjoner etter*

---

<sup>34</sup> Hartz-Hanssen (2002) s. 19

---

*restrukturering*». Denne tonen har også vært gjennomgående for flere kreditorer i ulike restruktureringer som mener restruktureringene er «*urettferdige*». Denne skepsisen til avtalebaserte restruktureringer finnes allerede i forarbeidene til den første norske konkursloven av 1863 og lovgiver har uttrykt at de er enig i at disse prosessene kan være både brutale og urettferdige. Avtalefriheten i Norge står imidlertid sterkt, og lovgiver har dermed ikke ønsket å forby avtalebaserte restruktureringer.<sup>35</sup>

Et selskap som har til hensikt å restrukturere sin gjeld i utenomrettslige rekonstruksjonsforhandlinger kan gjøre dette på ulike måter.<sup>36</sup> For noen selskap vil flere muligheter være tilgjengelig. For andre selskap som er alvorlig insolvente, vil nærmest det eneste alternativet være en gjeldskonvertering. På denne måten får selskapet forbedret soliditet ved at deler eller hele gjelden blir konvertert til egenkapital. Slik gjeldskonvertering innebærer en utvanning av eksisterende aksjonærenes eierskap.

Det finnes flere årsaker til at utenomrettslige restruktureringer ikke kommer i stand selv om det finnes en løsning som tjener alle parter bedre enn konkurs. En utfordring kan blant annet være koordinering av ulike kreditorer. Koordinasjonsproblemer oppstår gjerne i selskaper som har høy kompleksitet i kapitalstrukturen, og gjerne vet at selskapet både har sikret gjeld og usikrede obligasjonslån.<sup>37</sup> I disse tilfellene kan det oppstå betydelige interessekonflikter mellom kreditorene. Konsekvensen kan være at utenomrettslige rekonstruksjoner som omfatter obligasjonseiere medfører ineffektivitet, noe som igjen påvirker sannsynligheten for gjennomføringen av rekonstruksjonen negativt.

Konvertering av gjeld fordrer samtykke fra alle berørte kreditorer. En annen utfordring oppstår i de tilfellene kreditorer velger å ikke samarbeide og på denne måten motsetter seg å delta i redningsarbeidet. Kreditorer kan ha en intensjon om å ikke delta i påvente av at andre parter bidrar. For eksempel kan en kreditor nekte å godta et tilbud om gjeldskonvertering dersom vedkommende tror at et tilstrekkelig antall *andre* kreditorer vil akseptere tilbudet, slik at selskapet igjen blir

---

<sup>35</sup> Marie Meling (2018) «*Hva er rettfærdig restrukturering?*»

<sup>36</sup> Edward I. Altman, Edith Hotchkiss og Wei Wang, «*Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*» 4. utg., Hoboken, New Jersey 2019, s. 82.

<sup>37</sup> Gilson, John and Lang (1990). Academic studies on how the complexity of debt affect distressed companies' restructure.

---

betalingsdyktig og i stand til å betale gjenstående gjeld. Et annet scenario er der kreditorene avstår fra å bidra i påvente av at banker skyter inn ny finansiering. Slik finansiering medfører at usikrede obligasjonseiere og aksjonærer blir «*free riders*», i og med at denne finansieringen også øker verdien deres. Problemet med dette oppstår i de situasjonene bankene på grunn av dette ikke ønsker å yte finansiering. Utfallet blir da at ingen ønsker å bidra. Denne situasjonen er gjerne kjent som et «*hold-out problem*».

De høye samtykkekravene med medfølgende nevnte utfordringer gjør utenrettslig rekonstruksjon vanskelig å gjennomføre. Dette er noe av grunnen til at lovgiver ønsker å utarbeide et lovverk som på en god måte kan tilrettelegge for at selskaper kan restrukturere sin virksomhet.

#### **2.4 Rettslig rekonstruksjon**

Med den midlertidige loven om rekonstruksjonsforhandlinger søker regjeringen å innføre et mer effektivt regelverk for å hjelpe ellers levedyktige selskaper med sine gjeldsproblemer. Loven tilrettelegger for en lovregulert rekonstruksjon av virksomheters forpliktelser og er et kraftig instrument for å utbedre situasjoner med for høy gjeld, ettersom selskapet i prinsippet er beskyttet mot innkreving av krav og fiendtlig konkursbegjæring under hele prosessen.

En rekonstruksjon innebærer at selskaper forhandler med sine kreditorer om en samlet ordning som skal rydde opp i gjeldssituasjonen. Dette innebærer først at selskapet skal utarbeide en handlingsplan (heretter rekonstruksjonsplan). Rekonstruksjonsplanen skal forklare hvordan de økonomiske problemene skal løses og kan blant annet innebære betalingsutsettelse, at kreditorer godtar å nedsette deler av kravene sine, eventuelt i bytte mot aksjer («*gjeldskonvertering*») og/eller andre løsninger.

Deretter skal planen forelegges fordringshaverne for avstemming. Rekonstruksjonsplanen kan vedtas på to måter, enten som frivillig rekonstruksjon eller som rekonstruksjon med tvangsakkord. En frivillig rekonstruksjon anses for vedtatt når planen er aktivt eller passivt samtykket til av samtlige fordringshavere med fordringer som omfattes av forslaget.<sup>38</sup> En rekonstruksjon med tvangsakkord

---

<sup>38</sup> Rekonstruksjonsloven § 29

---

anses vedtatt når et flertall av de berørte kreditorene godtar en rekonstruksjonsplan med bindende virkning for både seg selv og mindretallet. Se avsnitt 3.2 for mer informasjon om selve rekonstruksjonsprosessen.

Rekonstruksjonsloven har flere gode aspekter ved seg og kan trolig kunne bidra til flere vellykkede rekonstruksjoner og redusere antallet konkurser. Det er særlig to grunner til at et selskap ser seg tjent med å velge en rekonstruksjon innenfor lovens rammer. Dette fordi de er beskyttet mot konkursbegjæring under prosessen og fordi loven åpner for at et flertall av kreditorene kan godta en rekonstruksjon med bindende virkning for de øvrige kreditorene. Det er imidlertid andre aspekter ved loven som kan begrense lovens nytteverdi for mange selskaper. I resten av avhandlingen vil det i detalj redegjøres for den midlertidige loven, med hovedvekt på de områdene som er innenfor oppgavens problemstilling.

---

## Kapittel 3 – Rekonstruksjonsprosessen

### *3.1 Innledning*

Formålet med dette kapittelet er å redegjøre for rekonstruksjonsprosessen i både norsk og amerikansk rett. Gjennomgang av den norske prosessen og det norske regelverket er avgjørende for en tilstrekkelig vurdering av om loven faktisk er et reelt alternativ for kriserammede selskaper. Tilsvarende er det nødvendig med en grunnleggende forståelse av den amerikanske prosessen for å kunne vurdere om disse reglene kan inspirere de norske permanente reglene. Disse redegjørelsene er et nødvendig fundament for den komparative analysen, som danner grunnlaget for vurderingen av om dagens regler er tilstrekkelige for å få selskaper tilbake på stø kurs.

### *3.2 Det norske regelverket*

#### *3.2.1 Åpningsvilkår*

En viktig endring i rekonstruksjonsloven er at forhandlinger kan innledes på et tidligere tidspunkt enn tidligere. Vilkåret for å åpne gjeldsforhandling etter det gamle gjeldsforhandlingsinstituttet var at skyldneren måtte være illikvid. Reglene har blitt kritisert for å åpne for forhandlinger på et for sent tidspunkt, der skyldneren allerede manglet likvide midler og forholdet til kreditorene var fastlåst. I rekonstruksjonsloven er det tilstrekkelig at skyldneren *«har eller i overskuelig fremtid vil få alvorlige økonomiske problemer»* i de tilfellene der skyldneren selv fremsetter begjæringen, jf. § 2. Vilkåret har erstattet konkurslovens likviditetsvilkår med en mer skjønnsmessig vurdering.

Rekonstruksjonsloven åpner for at både skyldner og fordringshaver kan fremsette begjæring om rekonstruksjon, jf. rekonstruksjonsloven § 2. Dette er en modifisering av gjeldsforhandlingsinstituttet, der det bare var skyldneren selv som kunne begjære åpning av gjeldsforhandlinger, jf. konkursloven § 1a. I utredningen skrives det imidlertid at hovedregelen fortsatt skal være at begjæring fremsettes av skyldneren. Dette er begrunnet i at det er skyldnerens virksomhet som skal rekonstrueres og at gjennomføring av slike forhandlinger vil være vanskelig uten skyldnerens aktive medvirkning.

---

Det stilles imidlertid ulike vilkår for åpning av forhandlinger avhengig av hvem som fremsetter begjæringen. Som nevnt er det tilstrekkelig at skyldneren har eller vil få økonomiske problemer i de tilfeller skyldneren selv begjærer rekonstruksjonsforhandlinger. Dersom en kreditor ønsker å begjære rekonstruksjonsforhandling er imidlertid vilkåret at skyldneren *«ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller»*, jf. § 2 (1) annet punktum. I tillegg har skyldneren mulighet til å sperre for åpningen dersom han motsetter seg begjæringen, jf. § 5 første ledd nr. 4. Kravet er dermed høyere enn der skyldneren begjærer forhandlinger selv. Dette er fordi kreditorer ikke bør kunne kreve rekonstruksjon i de tilfeller skyldneren er likvid. I tillegg er kriteriet *«alvorlige økonomiske problemer»* såpass upresist og skjønnsmessig at en slik vurdering bør være forbeholdt skyldneren selv.<sup>39</sup>

En rekonstruksjon har strengere krav til innholdet i begjæringen enn det som tidligere var kravet i en gjeldsforhandling. Det stilles imidlertid også ulike krav til innholdet i begjæringen avhengig av hvem det er som iverksetter prosessen. I tilfeller der den fremsettes av skyldneren selv må den, i tillegg til å fremsettes skriftlig for tingretten, inneholde en kort redegjørelse for de økonomiske problemene, hvordan rekonstruksjonen skal gjennomføres og en skisse for hvordan gjeldssituasjonen skal forbedres. Videre må det redegjøres for hvordan forhandlingene skal finansieres og fremlegges en oppgave over selskapets eiendeler og gjeld, jf. § 2. Formålet med disse skjerpede kravene er at skyldneren skal ha et bevisst forhold til hvordan de økonomiske problemene skal løses og sikre at han har et realistisk forhold til rekonstruksjonsprosessen. Dersom begjæringen kommer fra en kreditor må det i tillegg til dette sannsynliggjøres to ting. For det første, at han eller hun har et krav mot skyldneren og for det andre, at skyldneren er illikvid. Denne begjæringen skal forelegges skyldneren som har en kort frist til å komme med en uttalelse, jf. § 3 (5). I de tilfeller skyldneren motsetter seg begjæring fremsatt av en kreditor skal Tingretten avslå begjæringen, jf. § 5 (1) nr. 4.

### 3.2.2 Kreditorforfølgning

En av de viktigste konsekvensene av å begjære rekonstruksjon etter loven er at forhandlingene foregår under rettens beskyttelse. Reglene om beskyttelse mot

---

<sup>39</sup> Prop.75 L (2019-2020) s. 19

---

kreditorforfølgning er i all hovedsak videreført fra gjeldsforhandlinger under konkursloven og medfører at selskapet er vernet mot konkursbegjæringer og utlegg så lenge rekonstruksjonsforhandlingen pågår, jf. rekonstruksjonsloven §§ 17 og 18. Det innebærer at selskapet kan bruke tilgjengelig likviditet til å holde driften i gang i stedet for å være redd for at kreditorer som ønsker dekning for sine krav kan true med konkursbegjæring. Disse begrensningene er derfor med på å redusere skyldnerens umiddelbare likviditetsbehov, og på den måten bidra til at skyldneren har bedre sjanse til å drive videre og sikre verdier.

### *3.2.3 Rådighet over virksomheten*

Dersom retten beslutter å ta en begjæring om åpning av rekonstruksjonsforhandlinger til følge, starter en prosess som søker å oppnå en frivillig rekonstruksjon eller en rekonstruksjon ved tvangsakkord, jf. rekonstruksjonsloven § 2 annet ledd. Til forskjell fra en konkursbehandling, hvor rådigheten over virksomheten går over til konkursboet, så er utgangspunktet i en rekonstruksjon at skyldneren beholder rådigheten under forhandlingene. Det betyr at selskapets ledelse og styre kan disponere over driften og dets eiendeler, så vel som pådra seg forpliktelser. Når forhandlingene starter skal det imidlertid oppnevnes en rekonstruktør, og i de fleste tilfeller også et kreditorutvalg. Disse, som til sammen utgjør rekonstruksjonsutvalget, skal bistå skyldneren under forhandlingene og sørge for å ivareta fordringshavernes felles interesser, jf. § 8. Kreditorutvalget legger visse begrensninger på driften av selskapet under forhandlingene. Blant annet kreves det samtykke fra kreditorutvalget for å stifte eller refinansiere gjeld og for å stille sikkerhet og disposisjoner over eiendeler av vesentlig betydning, jf. § 15.

### *3.2.4 Rekonstruksjonsplanen*

En rekonstruksjon innebærer at selskapet skal forhandle med sine kreditorer om en samlet ordning som skal rydde opp i dets økonomiske problemer. Selskapet skal sammen med rekonstruksjonsutvalget utarbeide et utkast til en plan for rekonstruksjon av virksomheten. I utgangspunktet skal det avholdes et fordringshavermøte innen fire uker etter åpningen, hvor skyldneren skal fremsette dette utkastet for kreditorene. Utkastet skal inneholde en beskrivelse av hvordan skyldneren skal løse problemene. Retten kan imidlertid beslutte at slikt møte ikke



---

skal avholdes. Hovedpoenget med dette møtet er at det på et tidlig stadium legges frem et utkast av planen som fordringshaverne skal ta stilling til. På denne måten kan selskapet vurdere mulighetene for at kreditorene stiller seg bak en slik plan. Med mindre et flertall av kreditorene, regnet etter utestående beløp, forkaster utkastet fra skyldneren, skal rekonstruksjonsforhandlingen fortsette basert på utkastet, jf. § 22, fjerde ledd. Dersom skyldnerens utkast til rekonstruksjon ikke får tilstrekkelig tilslutning, skal rekonstruktøren i samarbeid med skyldneren undersøke om andre løsninger kan oppnå større tilslutning fra kreditorene.

Hensikten med fordringshavermøtet er at drøftelsene i møtet skal danne utgangspunktet for det videre arbeid. Rekonstruksjonsutvalgets arbeid og bistand skal dermed skje på bakgrunn av disse drøftelsene og de øvrige opplysninger som er skaffet til veie gjennom blant annet gjennomgåelse av skyldnerens regnskaper og verdsettelse av eiendeler. Dersom rekonstruksjonsutvalget på grunnlag av dette anser utsiktene til å oppnå en rekonstruksjon som gode, skal de bistå skyldneren med å utarbeide et endelig forslag til en rekonstruksjonsplan. Dette forslaget skal fremlegges fordringshaverne for avstemming, og er det som omtales som planen.

### *3.2.5 Avstemming og godkjenning av planen*

Som nevnt oppstiller rekonstruksjonsloven to ulike måter å vedta en rekonstruksjon på. Den ene måten er en frivillig rekonstruksjon. Dette kan bare vedtas dersom samtlige berørte parter samtykker, jf. Rekonstruksjonsloven § 29. Fordi denne løsningen forutsetter enstemmighet, legger ikke loven grenser på hvilke endringer som kan avtales vedrørende kravene til kreditorene.

Den andre måten er vedtakelse av rekonstruksjon ved tvangsakkord. Denne ordningen krever samtykke fra kreditorer som representerer minst halvparten av det samlede beløp som har stemmerett, Rekonstruksjonsloven § 42. Denne ordningen skiller seg dermed fra utgangspunktet om at endringer i kravene trenger samtykke fra hver enkelt kreditor. Fordi et flertall på denne måten kan binde mindretallet, finnes det visse begrensninger for hva en tvangsakkord kan gå ut på. Rekonstruksjonsloven § 34 oppstiller en uttømmende liste over ulike metoder som kan benyttes, herunder betalingsutsettelse, prosentvis reduksjon av gjeld og omgjøring av gjeld til egenkapital.

---

Kravet om simpelt flertall er lavere enn flertallskravet som gjaldt etter konkurslovens bestemmelser om gjeldsforhandling. Konkursloven inneholdt imidlertid ikke et generelt krav til hvor mange kreditorer som måtte stemme for en tvangsakkord, men kravet var avhengig av både hva tvangsakkorden gikk ut på og hvor mye kreditorene ville sitte igjen med. Kravet var imidlertid høyere enn simpelt flertall uavhengig av virkemidler og resultat.<sup>40</sup> Det reduserte kravet i den midlertidige loven er begrunnet i at alternativet til rekonstruksjonen i de fleste tilfellene er konkurs. I de tilfellene rekonstruksjon er et bedre alternativ enn konkurs, vil det være uheldig om et mindretall av kreditorene kan stanse en løsning som flertallet av kreditorene ønsker (se særlig problemet om «*free rider*»-problemet som drøftet i punkt 2.2.1). Hensikten med nye rekonstruksjonsregler har vært å øke bruken av reglene og på den måten redde flere selskaper. Basert på dette kan det tenkes at det mest effektive ville være å fravike kravet til kreditorsamtykke helt. Dette ville imidlertid virke radikalt. Kravet om et simpelt flertall er begrunnet i at kreditorer ikke skal utsettes for at kravet nedsettes uten gode grunner og innebærer også at rekonstruksjon forbeholdes tilfeller hvor løsningen med rimelighet kan sies å være i kreditorenes interesse. I utgangspunktet skal de motta kravet i sin helhet, og det bør dermed ikke være for lett å nedskrive deres krav.

I de tilfellene forslaget oppnår tilstrekkelig tilslutning, skal rekonstruksjonsplanen sendes til retten, som treffer avgjørelsen om hvorvidt rekonstruksjonen skal stadfestes.<sup>41</sup> Retten kan nekte stadfestelse av forslaget dersom visse rimelighetskrav ikke er oppfylt. Dette kan blant annet være i de tilfellene det vil virke støtende å stadfeste rekonstruksjonsforslaget, eller der retten finner at forslaget ikke er «*rimelig og rettferdig*» overfor fordringshaverne. I forarbeidene siktes det med dette til løsninger «*som på urimelig måte diskriminerer eller særbehandler enkelte kreditorer eller grupper overfor andre*».<sup>42</sup> Det er dermed ikke lenger et like sterkt krav om likebehandling og det åpnes for at dette kan ses bort ifra basert på en mer skjønnsmessig vurdering, se særlig § 49 nr. 2.

Den stadfestede akkorden er bindende for alle fordringshavere med fordringer som skriver seg fra tiden før åpningen av rekonstruksjonsforhandlingen. Med unntak av

---

<sup>40</sup> Konkursloven § 43

<sup>41</sup> Det kreves tilslutning fra «*fordringer som representerer minst en halvdel av det samlede beløp som har stemmerett etter §§ 40 og 41*», jf. rekonstruksjonsloven § 42. Det gjelder særlige regler etter § 34 tredje ledd ved konvertering av gjeld til egenkapital.

<sup>42</sup> Prop.75 L (2019–2020) s. 73.

---

fordringer som har lovbestemt fortrinnsrett, fordringer som er sikret ved panterett eller annen sikkerhetsrett i skyldnerens eiendeler, i den utstrekning fordringen faller innenfor pantet sin antatte verdi og fordringer med motregningsrett, jf. § 54.

### 3.3 *Det amerikanske regelverket*

De insolvensrettslige reglene i USA reguleres i The United States Bankruptcy Code. Regelverket har fem ulike fremgangsmåter for håndtering av selskaper med økonomiske problemer.<sup>43</sup> Lovens kapittel 11 («*Chapter 11*») som er de amerikanske reglene om rekonstruksjon, vil heretter benevnes ved «*11 U.S.C.*» Regelverket har eksistert siden starten av 1800-tallet<sup>44</sup> og det amerikanske rettssystemet har således både lang praksis og erfaring med å gi selskaper en ny mulighet. Formålet med Chapter 11 er å tilrettelegge for at selskaper kan fortsette sin virksomhet og få en ny start etter at en rekonstruksjon er gjennomført, jf. amerikansk høyesterettsuttalelse i en dom fra 1934.<sup>45</sup>

#### 3.3.1 *Åpningsvilkår*

Det amerikanske regelverket Chapter 11 kommer først til anvendelse når det etter en begjæring er åpnet rekonstruksjonsforhandling. Et selskap kan søke om rekonstruksjonsforhandlinger etter Chapter 11 så lenge det gjøres av legitime forretningsårsaker. Det foreligger dermed ingen krav om at selskapet har betalingsproblemer når selskapet selv begjærer åpning av insolvensbehandling, 11 U.S.C. § 301. Dette skiller seg fra norsk rett. Både selskapet og kreditorer kan begjære rekonstruksjonsforhandlinger, 11 U.S.C. §§ 1121 (a) og 303. Til forskjell fra en frivillig begjæring av selskapet, er det et vilkår om at selskapet er insolvent når begjæring fremsettes av kreditorene.

#### 3.3.2 *Kreditorforfølgning – «Automatic stay»*

Et viktig aspekt med å begjære rekonstruksjon er å forhindre at individuelle kreditorer håndhever sine sikrede rettigheter i påvente av konkursbehandlingen. For

---

<sup>43</sup> United States Code: Title 11 – Bankruptcy

<sup>44</sup> Edward I. Altman, Edith Hotchkiss and Wei Wang, *Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*, 4. utg., Hoboken, New Jersey 2019, s. 44.

<sup>45</sup> *Local Loan v. Hunt*, 292 U.S. 234, 244 (1934). "...gives the honest but unfortunate debtor...a new opportunity in life and clear field for future effort, unhampered by the pressure and discouragement of pre-existing debt."

---

å hindre håndhevelse av sikrede krav, er det som hovedregel gitt adgang til å suspendere tvangsdekning av krav fra kreditorer fra begjæringen er inngitt, 11 U.S.C. § 362. Dette kan sammenlignes med reglene om kreditorforfølgning i norsk rett. At selskaper får beskyttelse fra sine kreditorer omtales gjerne som en «*automatic stay*». Rekkevidden av dette påbudet, som stanser handlinger fra kreditorer, er vid og gjelder ovenfor alle kreditorer. Formålet er å hindre kreditorene fra å inndrive sine krav og på den måten gradvis dele opp selskapet, samt å sikre at selskapet kan gå uforstyrret gjennom rekonstruksjonen.

### 3.3.3 Rådighet over virksomheten – «*Debtor in Possession*»

En viktig lovendring fant sted fra 1978, da nye regler i Chapter 11 tillot selskaper å beholde rådighet over sin forretning og sine formuesforhold under rekonstruksjonen. Dette innebærer at de som vanligvis bestemmer over driften i virksomheten, beholder sin rådighet også etter åpning av rekonstruksjonsprosessen, 11 U.S.C. § 1101. At skyldneren forblir i besittelsen kalles gjerne «*debtor in possession*».<sup>46</sup>

En «*debtor in possession*» har en plikt til å beskytte og bevare eiendelene i selskapet, samt administrere dem med i tråd med kreditors beste interesse. Selskapet har dermed mulighet til å opprettholde aktiviteter som innebærer bruk av selskapet eiendeler, salg og leasing, så lenge det er innenfor rammen av deres vanlig næringsvirksomhet («*in the ordinary course of business*»), 11 U.S.C. § 363 (a)(1). Som hovedregel beholder selskapet slik full rådighet. I de tilfeller dette ikke er i kreditorenes og/eller eiernes beste interesse, kan det imidlertid utnevnes en rekonstruktør («*trustee*»), som skal overvåke selskapet under rekonstruksjonen, 11 U.S.C. § 1107(a).

### 3.3.4 Rekonstruksjonsplanen

Dersom begjæring av rekonstruksjon tas til følge, har selskapet en eksklusiv periode på 120 dager til å utarbeide et forslag til en rekonstruksjonsplan, 11 U.S.C. § 1121 (b). Denne eksklusive perioden innebærer at kreditorene ikke kan fremlegge en

---

<sup>46</sup> Edward I. Altman, Edith Hotchkiss and Wei Wang, *Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*, 4. utg., Hoboken, New Jersey 2019, s. 44.

---

«motplan» før denne fristen er utløpt.<sup>47</sup> Retten kan utvide denne eksklusive perioden, 11 U.S.C. § 1121 (d).

For å bli behandlet som kreditor under planen må kreditorene sende inn bevis som dokumenterer kravene, Federal Rules of Bankruptcy Procedure 3003 (c)(2).<sup>48</sup> En aksjeeier<sup>49</sup> kan også fremlegge bevis på sine selskapsandeler og på den måten være med å stemme over planen, 11 U.S.C. § 101 (16)(17). Kreditorer og aksjonærer som er oppført av selskapet selv trenger imidlertid ikke fremlegge bevis på kravet eller sine selskapsandeler, med mindre kravet er omstridt, 11 U.S.C. § 1111.

Det stilles krav til hva en rekonstruksjonsplan skal inneholde, 11 U.S.C. § 1123. Rekonstruksjonsplanen kan fordele kravene til kreditorene og selskapsandelene til aksjonerende inn i ulike klasser, som blir fordelt ut fra deres likhet, 11 U.S.C. § 1122 (a). Inndeling i klasser medfører at det kan tilbys ulike løsninger for de ulike klassene, mens krav innad i samme klasse skal behandles likt, 11 U.S.C. 1123 (a)(4). Generelt vil en rekonstruksjonsplan klassifisere kreditorenes krav som sikrede kreditorer, usikrede kreditorer med prioritet, alminnelige usikrede kreditorer og aksjonærer.<sup>50</sup>

*Sikrede kreditorer* har prioritert over alle andre krav til den grad verdien av sikkerhetsstillelsen er større enn kravet, 11 U.S.C. § 506 (a)(1). Dersom sikkerhetsstillelsen er tilstrekkelig for å dekke kravet før inngåelse av rekonstruksjonsprosessen, har den sikrede kreditoren enten krav på utbetaling eller «*tilstrekkelig beskyttelse*» («*adequate protection*») fra selskapet slik at hele kravet blir dekket (se mer om «*tilstrekkelig beskyttelse*» under avsnitt 4.3). Hvis sikkerhetsstillelsen ikke er tilstrekkelig til å dekke hele kravet før inngåelse av rekonstruksjonsprosessen, anses resterende verdi uten dekning som et alminnelig usikret krav. Sikrede, fortrinnsberettigede eller motregningsberettigede kreditorer

---

<sup>47</sup> U.S Courts. Chapter 11. “After the exclusivity period has expired, a creditor or the case trustee may file a competing plan.”

<sup>48</sup> Federal Rules of Bankruptcy Procedure (“Fed. R. Bankr. P”) er et sett med regler som er utstedt av Høyesterett i USA i henhold til Rules Enabling Act, som leder prosedyrer i USAs konkurs domstoler.

<sup>49</sup> U.S Courts. Chapter 11. “An equity holder is a holder of an equity security of the debtor. Examples of an equity security are a share in a corporation, an interest of a limited partner in a limited partnership, or a right to purchase, sell, or subscribe to a share, security, or interest of a share in a corporation or an interest in a limited partnership.”

<sup>50</sup> U.S. Courts. Chapter 11. “Generally, a plan will classify claim holders as secured creditors, unsecured creditors entitled to priority, general unsecured creditors, and equity security holders.”

---

deles oftest inn i egne klasser og kan dermed behandles annerledes enn de øvrige alminnelige kreditorene.

*Usikrede kreditorer med prioritet* inkluderer blant annet massekrav. Disse kravene er rangert lavere enn de sikrede kravene, men det er en forutsetning at disse kravene blir dekket for å kunne gjennomføre rekonstruksjonsprosessen 11 U.S.C. § 503. Prioriterte krav klassifiseres i samme klasse ettersom disse kravene normalt er veldig like.

*Alminnelige usikrede kreditorer* kan for eksempel være krav fra usikrede obligasjonseiere, leverandører, juridiske krav og forsikringskrav mv. Eldre gjeld har prioritet fremfor nyere gjeld. Yngre gjeld omtales ofte som «*subordinert gjeld*». Denne underordnede gjelden mottar først sine krav etter at den eldre gjelden er betalt i sin helhet. Subordinert gjeld vil typisk omfatte gjeld til obligasjonseiere som har godtatt en dårligere prioritet i bytte mot for eksempel høyere avkastning. Denne type gjeld har lik prioritet med all annen subordinert gjeld, 11 U.S.C. § 510. Det dermed være hensiktsmessig å fordele de usikrede kreditorer i ulike klasser, herunder en prioritert kreditorklasse og en alminnelig usikret kreditorklasse.

*Aksjonærer* utgjør også en klasse som får stemme over vedtakelsen av rekonstruksjonsplanen, 11 U.S.C. §§ 1126, 502 (a). Rekonstruksjonsplanen kan dermed inneholde en vedtektsendring uten særskilt vedtak i generalforsamlingen.<sup>51</sup> Interessene til aksjonærene er som regel å beholde en størst mulig eierandel etter omorganiseringen slik at en potensiell vellykket restrukturering vil resultere i økt fortjeneste.<sup>52</sup>

Planen skal gi en systematisk oversikt over hvordan disse kravene og selskapsandelene er delt inn i og videre spesifisere hvordan reorganiseringen vil påvirke hver klasse, 11 U.S.C. § 1123 (a)(1). Se avsnitt 6.3.1 for mer informasjon om hva inndeling av klasser går ut på hvilke hensyn som gjør seg gjeldene i slik inndeling.

---

<sup>51</sup> Hillestad (2007) s. 19.

<sup>52</sup> American Bankruptcy Institute (2003) "*Pre-petition equity interests may hope to receive a small percentage of the new equity of the reorganized debtor, or more typically, provides some potential recovery down the road if the debtor performs well post-emergence.*"

---

Spesifiseringen av hvordan reorganiseringen vil påvirke hver klasse kan potensielt gi tre ulike virkninger for kreditorene. For det første kan en rekonstruksjonsplan spesifisere at noen klasser er helt uberørte av planen. Det kan eksempelvis være der de sikrede kreditorer beholder sine rettigheter og den sikrede gjelden vil bli betalt som avtalt. Slike kreditorer er ansett å være «*unimpaired*». Fordi de er uberørt av planen og får dekning for hele sitt krav, antas denne klassen for å stemme for planen.

I motsatt ende kan også rekonstruksjonsplanen spesifisere at noen klasser ikke vil få dekning for sine krav. Dette kan eksempelvis være aksjeeiere i et insolvent selskap. Fordi disse ikke får noe som helst, er denne klassen ansett å stemme imot planen.

De resterende kreditorklassene er ansett å være «*impaired*». Dette er kreditorer som har kontraktrettslige rettigheter som enten vil modifiseres eller bortfalle i sin helhet. Slike klasser vil med andre ord motta mindre enn sine opprinnelige krav. Kreditorene kan ha ulike grunner til å ville avslå forslaget til rekonstruksjonsplanen. Et eksempel kan blant annet være uenigheter rundt verdsettelsen av selskapets eiendeler. Generelle usikrede krav vil typisk være «*impaired*» under en Chapter 11.

Når rekonstruksjonsplanen er utarbeidet og oppfyller kravene etter § 1123, sendes planen til kreditorene for avstemming. Det er kun kreditorer som er berørt («*impaired*») av planen som får stemme, 11 U.S.C. § 1126. Avstemningen skjer innenfor hver kreditorklasse. Etter at stemmene er samlet vil retten gjennomføre en høring for å avgjøre om planen skal bekreftes, 11 U.S.C. § 1128.

### 3.3.5 Avstemning og godkjenning av planen

Hver klasse som er berørt av planen skal stemme over forslaget til rekonstruksjonsplan, 11 U.S.C. § 1126 (a) og (f). Amerikansk regelverk åpner i hovedtrekk for to muligheter for å få en rekonstruksjonsplan godkjent. Det generelle utgangspunkt er at planen skal godkjennes av et tilstrekkelig flertall i alle klassene, 11 U.S.C. § 1129 (a) (se avsnitt 6.3.). Unntaksvis kan retten godkjenne planen gjennom en såkalt «*cram down*». Dette innebærer at domstolen tvinger gjennom en løsning til tross for at en eller flere klasser stemmer mot planen. Vilklårene er at minst en klasse har godkjent planen, at planen er til kreditorsfellesskapets beste, at den ikke diskriminerer noen klasse urimelig og anses

---

for å være rimelig og rettferdig, 11 U.S.C. § 1129 (b)(1) (Se mer informasjon i avsnitt 6.3.3 i avhandlingen).



---

## Kapittel 4 – Adgang til lån på superprioritet

### 4.1 Innledning

Det første området vi mener er kritisk i en velfungerende og effektiv lov om rekonstruksjon er balanserte regler som i tilstrekkelig grad åpner for å etablere særskilt prioritet for pantesikkerhet for lån til finansiering av rekonstruksjonsprosessen og/eller videre drift i perioden. Denne adgangen har vært gjenstand for mye omtale.<sup>53</sup>

Formålet med dette kapittelet er å foreslå hvordan denne adgangen bør utformes i en permanent lov. Et slikt forslag må baseres på en avveining mellom de aktuelle hensynene som gjør seg gjeldene. For å kunne foreta en fornuftig vurdering vil det derfor først redegjøres for i hvilken grad det er adgang til å ta lån på superprioritet i norsk rett, før den samme vurderingen gjøres av adgangen i amerikansk rett. Det er hensiktsmessig å se hen til hvordan et foregangsregelverk har valgt å løse spenningene mellom hensynet til videre drift og hensynet til å beskytte kreditorer og aksjonærer, som i noen tilfeller kan trekke i ulike retninger.

En grunnleggende forutsetning for en vellykket rekonstruksjon er tilgang på likvide midler.<sup>54</sup> Under en konkursbehandling skal selskapets drift avvikles, hensikten med en rekonstruksjon er derimot at selskapet skal drive videre. For å videreføre drift kreves det likvide midler til å eksempelvis foreta innkjøp av varer og tjenester, leie lokaler og maskiner og utbetale lønn til ansatte. I tillegg kreves det likviditet for å betale for selve rekonstruksjonsprosessen. utfordringen er at selskaper under rekonstruksjon allerede er i økonomiske problemer, og som oftest også illikvide. Det betyr at de svært sjeldent har tilstrekkelig med likvide midler til å hverken opprettholde drift eller til å betale for forhandlingene.

Selskaper i alvorlige økonomiske problemer har derfor behov for godvilje fra både eiere og kreditorer. Det er imidlertid svært risikofyllt for disse å bidra med finansiering når selskapene allerede har økonomiske problemer. Det vil således være vanskelig å overtale både investorer til å tilføre likviditet gjennom en kontantemisjon og kreditorer til å yte ny kreditt. Det er lite attraktivt for en investor

---

<sup>53</sup> Se blant annet innspill fra Oslo Byfogdembete (14.12.2020) og Advokatforeningen (brev av 14.12.2020)

<sup>54</sup> Se Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 44 flg.

å tilføre friske midler i et selskap som sliter økonomisk da disse problemene ofte innebærer at selskapet har en betydelig «*debt overhang*». Det betyr at mesteparten av den investerte kapitalen går til å redusere den allerede etablerte gjelden til andre kreditorer, mens bare en liten andel, eller ingenting, går til å øke verdien av deres eget eierskap.<sup>55</sup>

Et vanlig virkemiddel i slike situasjoner er å tilby kreditorene sikkerhet i skyldnerens eiendeler. I Norge er det en svært vid adgang til pantsettelse.<sup>56</sup> Dette innebærer at et selskap i økonomiske problemer sjeldent har frie aktiva tilgjengelig fordi eiendelene allerede er beheftet med pant.<sup>57</sup> Fordi en panterett er en særrett panthaver har til å søke dekning for sitt krav i ett eller flere bestemte formuesgoder,<sup>58</sup> vil mangelen på slik særrett innebærer større risiko å yte kreditt.

#### **4.2 Adgangen til å ta lån på superprioritet i det norske regelverket**

Ett av fokusområdene i rekonstruksjonsloven har vært å muliggjøre finansiering av selve forhandlingene, samt driften underveis i prosessen. For å unngå at forhandlinger stopper opp og for at virksomheten skal ha tilgang på likviditet er det derfor innført en mulighet for finansiere prosessen i rekonstruksjonsloven § 19. Bestemmelsen lyder i sin helhet:

*1) For lån til finansiering av drift av virksomheten under rekonstruksjonsforhandling, og til finansiering av selve rekonstruksjonsforhandlingen, kan det stiftes panterett i driftstilbehør, varelager og utestående fordringer etter panteloven §§ 3-4, 3-8, 3-9, 3-10, 3-11 og 4-10 med prioritet foran eksisterende pant-havere. Slike lån har dessuten sikkerhet ved lovbestemt pant med prioritet foran eksisterende panthavere etter panteloven § 6-5.*

*(2) Avtale om lån med sikkerhet som nevnt i første ledd kan bare inngås med samtykke fra rekonstruksjonsutvalget. Skyldneren skal før*

<sup>55</sup> Edward I. Altman, Edith Hotchkiss and Wei Wang, *Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*, 4. utg., Hoboken, New Jersey 2019, s. 82.

<sup>56</sup> Se eksempelvis NOU 1993:16 s. 16 og Ot.prp.nr.26 (1998-1999) s. 161.

<sup>57</sup> Se Ayotte, Kenneth and Hotchkiss, Edith S. and Thorburn, Karin S., «*Governance in Financial Distress and Bankruptcy*» (November 15, 2012). *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Forthcoming, Northwestern Public Law Research Paper No. 12-37

<sup>58</sup> Se lov 2. august 1980 nr. 2 om pant (panteloven) § 1-1 første ledd.

---

*rekonstruksjonsutvalget gir samtykke, fremlegge budsjett for driften som viser at det er behov for slikt lån. Berørte panthavere kan fremsette begjæring for retten om at rekonstruksjonsutvalgets samtykke skal omgjøres. Slik begjæring må fremsettes innen én uke etter at rekonstruktøren har underrettet panthaver. Dersom eksisterende panthaveres sikkerhet blir vesentlig forringet, eller retten finner at det ikke er tilstrekkelig behov for slikt lån, kan retten omgjøre rekonstruksjonsutvalgets samtykke.*

Rekonstruksjonsloven § 19 og den nye bestemmelsen i panteloven § 6-5, gir hjemmel for å etablere pant i driftstilbehør, varelager eller i utestående fordringer, samt lovbestemt pant i andre formuesgoder, til sikkerhet for lånefinansiering av rekonstruksjonsprosessen, med prioritet foran eksisterende panthavere. Denne nye fortrinnsretten innebærer et unntak fra det generelle panterettslige prinsipp om tidsprioritet («først i tid, best i rett»),<sup>59</sup> ved at de nye långiverne kan få dekning før eksisterende kreditorer med pant som skriver seg fra tiden før forhandlingene.

Med hjemmel i rekonstruksjonsloven § 19 kan det altså etableres pantesikkerhet for lån til fortsatt drift i rekonstruksjonsperioden i driftstilbehør, varelager og utestående fordringer. Det foreligger ingen kvantitativ grense for hvor store beløp som kan sikres med prioritet foran eksisterende panthavere. De eksisterende kreditorene får likevel en viss beskyttelse gjennom bestemmelsens annet ledd, som oppstiller to vilkår for å kunne anvende pantsettelse med superprioritet. For det første er opptak av slikt lån betinget av «samtykke fra rekonstruksjonsutvalget». For det andre kan berørte kreditorer begjære at rekonstruksjonsutvalgets samtykke skal omgjøres, dersom eksisterende panthaveres sikkerhet blir «vesentlig forringet», eller retten finner at det ikke er tilstrekkelig behov for slikt lån.

Det første spørsmålet som gjør seg gjeldende, er hvilke vilkår som gjelder for rekonstruksjonsutvalgets samtykke. Bestemmelsens annet ledd, annet punktum krever at skyldneren skal legge frem et budsjett som viser at det er «behov for slikt lån». Det fremgår ikke ytterligere i lovteksten hva som ligger i dette vilkåret. Utover

---

<sup>59</sup> Jf. panteloven § 1-13. Ifølge bestemmelsen kreves rettsvern (en rettsvernsakt), for å beskytte mot etterfølgende kreditorer. For driftstilbehør, varelager og kundefordringer følger rettsvernsakten av henholdsvis panteloven §§ 3-6, 3-8 annet ledd, 3-9 tredje ledd, 3-10 annet ledd, 3-12 og 4-10 annet ledd første punktum.

---

at det henvises til at det finnes liknende vilkår i amerikansk insolvenslovgivning, og at retten der utøver streng sensur for om det er behov for slikt lån,<sup>60</sup> foreligger det heller ingen klar veiledning i forarbeidene. Vilkåret må likevel forstås dit hen at det kun er nødvendige låneopptak som kan få samtykke av rekonstruksjonsutvalget.<sup>61</sup> Gode grunner taler også for at det i vurderingen bør vektlegges sannsynligheten for en vellykket prosess. De aller fleste virksomheter som begjærer rekonstruksjonsforhandlinger vil ha behov for ny likviditet, men ikke alle disse selskapene har utsikter til å kunne reddes. Adgangen til å ta pant med superprioritet utgjør en stor risiko for eksisterende panthavere. Det må dermed anses unødvendig og som både tidsmessig og økonomisk sløseri dersom slike lån ytes uten at de medfører en høyere sannsynlighet for et vellykket utfall.

Det andre spørsmålet er hva som skal til for at berørte kreditorer kan begjære at rekonstruksjonsutvalgets samtykke skal omgjøres. Av lovteksten i bestemmelsens annet ledd, femte setning fremgår det at retten kan omgjøre samtykket til etablering av lån med superprioritetspantsettelse dersom eksisterende panthaveres sikkerhet blir «*vesentlig forringet*» eller retten finner at det ikke er «*tilstrekkelig behov for slikt lån*».

Lovteksten gir liten veiledning om hva som ligger i «*vesentlig forringet*» annet enn at eksisterende pantsikrede kreditorer trolig må finne seg i en viss økt risiko. Forarbeidene gir heller ingen klar veiledning på hva vilkåret innebærer, men det pekes på at vilkåret skal gi eldre panthavere beskyttelse i de tilfeller superprioriteten ville gitt *urimelige* utslag.<sup>62</sup> Vilkåret er hittil lite behandlet både i domstolene og i juridisk teori. Det er dermed naturlig å se hen til andre områder i formueretten som benytte samme terskel for veiledning.

Vilkåret «*vesentlig forringet*» anvendes også i panteloven § 3-7 første ledd. Panteloven § 3-7 regulerer riktignok en annen situasjon enn opptak av lån på superprioritet. I panteloven forutsettes det normal drift, mens det i rekonstruksjonsloven er snakk om virksomheter med likviditetsproblemer. Bestemmelsen har likevel trolig en viss overføringsverdi. Ordlyden i pantelovens § 3-7 gir imidlertid heller ingen veiledning, men i motsetning til

---

<sup>60</sup> Prop.75 L (2019-2020) s. 31

<sup>61</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 46

<sup>62</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 34.

---

rekonstruksjonslovens § 19 er pantelovens bestemmelse vært gjenstand for mange år med diskusjoner i juridisk teori.<sup>63</sup> En grundig analyse av vilkåret faller utenfor oppgavens tema, men det kan nevnes at Skoghøy i lovkommentaren til panteloven § 3-7 mener at det i vurderingen av om pantet er «*vesentlig forringet*» må legges vekt på om panthavers sikkerhet fortsatt er tilfredsstillende. Utover dette bør det tas tilstrekkelig hensyn til engasjementets størrelse.<sup>64</sup>

Rekonstruksjonsloven § 19 gjelder som nevnt bare for pant i driftstilbehør, varelager og fordringer. For skyldnere som har større verdier i fast eiendom, skip eller andre typer eiendeler er dermed bestemmelsens første ledd, første punktum av mindre verdi. Bestemmelsens annet ledd, siste punktum slår derimot fast at lån til finansiering av rekonstruksjonen «*dessuten [har] sikkerhet ved lovbestemt pant med prioritet foran eksisterende panthavere etter panteloven § 6-5*». Bestemmelsen er således supplert med panteloven § 6-5, hvor det er gitt en generell adgang til legalpant som ikke er begrenset til visse typer formuesgoder.

Pantelovens § 6-5 første ledd gir lån som er ytt basert på rekonstruksjonsloven § 19, lovbestemt pant over *alle* formuesgoder som er «*beheftet med pant*», som «*tilhører skyldneren på tidspunktet da rekonstruksjonsforhandlingen blir åpnet*», og som «*kan være gjenstand for utlegg eller konkursbeslag*».

Krav som sikres gjennom reglene om legalpant går foran alle andre heftelser i formuesgodene og vil således gå på bekostning av eksisterende panthavere. Det gjelder imidlertid, i motsetning til panterett stiftet i samsvar med kravene i rekonstruksjonsloven § 19, kvantitative begrensninger for omfanget av den lovbestemte panteretten. Panteretten sikrer maksimalt krav tilsvarende «*fem prosent av formuesgodets beregnede verdi*», men er i tillegg til dette oppad begrenset til «*700 ganger rettsgebyret*» når panteobjektet er et realregistrerbart formuesgode. Dette er tilsvarende de rammer som gjelder etter reglene i pantelovens § 6-4 om legalpant for nødvendige boomkostnader under konkursbehandling.<sup>65</sup> I dag er rettsgebyret på 1 172 kroner, som betyr at prioriteten til eksisterende panteretter over ethvert realregistret formuesgode kan fortrenkes med inntil 820 400 kroner.

---

<sup>63</sup> Se blant annet Skoghøy (2003) eller NUT 1970:2

<sup>64</sup> Inspirert av Skoghøy (2019) note 320.

<sup>65</sup> Prop.75 L (2019-2020) s. 33

---

#### 4.2.1 Bør man ha adgang til å ta lån på superprioritet?

Innføringen av adgangen til å ta opp nye lån med prioritet foran eksisterende panteretter er en endring i norsk rett. En pantsettelse med superprioritet vil gå på bekostning av eksisterende panthavere og kan skape usikkerhet. Spesielt i de tilfeller der beløpet på lånet utgjør hele, eller store deler, av tingsinnbegrepspantets eller de utestående fordringenes verdi. En fare ved dette er at det kan bli mindre attraktivt for långivere å yte kreditt med pant i disse formuesgodene. Lovgiver mener imidlertid at disse panterettighetene allerede er objekter med usikker verdi.<sup>66</sup> Som tingsinnbegrepspant vil det omfatte de formuesgodene som til enhver tid inngår i pantet. Panthaver må regne med at verdien av pantet vil endre seg over tid.

I forlengelsen av pantsettelsesadgangen etter rekonstruksjonsloven § 19 står det to synspunkt mot hverandre; synspunktet om at adgangen for skyldnere i rekonstruksjonsforhandlinger til å sikre nye lån på superprioritet er for vid mot synspunktet om at denne adgangen ikke er vid nok. Når det skal utarbeides en permanent lov er det viktig å ta et standpunkt til hvilket av disse synspunktene som skal tillegges størst vekt. I dette arbeidet må hensynet til skyldnerens behov for rekonstruksjon sees opp mot hensynet til kreditorene som har ytt kreditt.

Dersom adgangen til å gi superprioritet er for vid vil det bli mer risikabelt å yte sikret kreditt til selskaper, fordi kreditorene ikke er garantert denne sikkerheten. Det kan i sin tur føre til at kredittyterne stiller høyere krav til rentemarginer, høyere kapitalkostnader, og i verste fall dårligere tilgang på kapital. Et annet problem kan vise seg ved konkurs, som i utgangspunktet er det eneste alternativet i de tilfeller en rekonstruksjonsforhandling ikke fører frem, jf. rekonstruksjonsloven § 58.<sup>67</sup> I en konkurs vil alle skyldnerens formuesgode realiseres. Problemet med en vid pantsettelsesadgang vil vise seg i de tilfeller realisasjonen skal dekke kravene til flere kreditorer som har sikkerhet i samme formuesgode. De långivere som finansierte rekonstruksjonen kan muligens få sitt krav fullt ut dekket, men for de eksisterende panthaverne er risikoen for å ikke få dekket sine krav stor.

---

<sup>66</sup> Se Prop. 75 L (2019–2020) s. 34. Se også Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 45 flg.

<sup>67</sup> Skyldneren kan imidlertid godtgjøre å være solvent, slik at det ikke åpnes konkurs, jf. rekonstruksjonsloven § 57

---

Pantsettelsesadgangen i rekonstruksjonsloven § 19 kan dermed virke for vid, spesielt i lys av et historisk kreditorvennlig lovverk.

Det er en imidlertid en generell vid adgang i norsk rett til å ta pant, og denne adgangen har flere ganger blitt kritisert for å være for vid.<sup>68</sup> I NOU 1993:16 - *etterkontroll av konkurslovgivningen*, påpekes det at vid pantsettelsesadgang har vært en av grunnene til at gjeldsforhandlinger ikke har latt seg gjennomføre. Dette fordi en åpenbar følge av at alt, eller en overveiende del, av en skyldnerens formuesgoder er pantsatt, er at det vil være «vanskelig eller umulig å reise tilstrekkelige midler for i det hele tatt å få gjennomført en gjeldsforhandling».<sup>69</sup> Dette er et argument for at det finnes et behov for å kunne ta ytterligere lån med superprioritet. En slik adgang kan bidra til å løse de økonomiske problemene ved at virksomheter får friske midler inn som muliggjør en rekonstruksjon.

Eksisterende panthavere vil ofte være bedre tjent med videre drift enn en likvidasjon. Realisasjon av formuesgoder ved konkurs gir ofte en lavere avkastning enn de potensiell kunne ha fått ved alminnelig salg. Betenkeligheter ved større risiko for låneyttere kan således veies opp av flere vellykkede rekonstruksjoner. Dersom denne adgangen skal være av verdi for rekonstruksjonsprosessen er det også viktig at den i praksis fungerer etter formålet.

Flere store organisasjoner og foreninger har tatt til orde for at adgangen til å ta lån med superprioritet er for begrenset.<sup>70</sup> Adgangen til å ta pant med superprioritet med hjemmel i rekonstruksjonsloven § 19 første ledd, første punktum åpner kun for superprioritet i driftstilbehør, varelager og utestående fordringer. På denne måten utelukker den flere typer virksomheter fra å kunne finansiere rekonstruksjonsprosessen. Selskaper som for eksempel har hovedvekten av sine verdier i realregistrerte formuesgoder vil ikke ha mulighet til å tilby tilstrekkelig sikkerhet til potensielle långivere. Kapitalintensive virksomheter som eiendomsutviklingsselskaper, rederier og flyselskaper står som gode eksempler på virksomheter som mest sannsynlig ikke vil kunne nyttiggjøre seg denne adgangen. For disse selskapene ligger de store verdiene i henholdsvis fast eiendom, skip og fly. Verdien av omløpsmidlene er normalt sett marginale sett opp mot verdien av

---

<sup>68</sup> Jf. eksempelvis NOU 1993:16 s. 16 og Ot.prp.nr.26 (1998-1999) s. 161.

<sup>69</sup> NOU 1993:16 s. 16.

<sup>70</sup> Se blant annet innspill fra Advokatforeningen og Oslo byfogdembete

---

anleggsmidlene. For disse type virksomheter kan adgangen til pantsettelse med superprioritet i legalpant etter panteloven § 6-5 være mer aktuelt. Problemet med dette er de svært snevre kvantitative begrensningene for hvor store krav som kan sikres.

I Villars-Dahl utredning ble det påpekt at det finnes flere argumenter for at superprioritet bør kunne tas i alle pantsatte formuesgoder på skyldners hånd. Dette er også noe Konkursrådet påpekte i sitt brev til Justis- og beredskapsdepartementet den 30. mars 2020. Departementet påpekte viktigheten av å få på plass en midlertidig ordning for å avhjelpe den akutte situasjonen og foreslo derfor ikke regler utover å følge opp forslagene i utredningen.<sup>71</sup> Dette området har imidlertid fått mye oppmerksomhet i innspillene til ny permanent lov. Både Advokatforeningen og Oslo byfogdembete og skriver i sine innspill at det bør vurderes å åpne for å ta pant på superprioritet etter § 19 første ledd, første punktum også i selskapets øvrige eiendeler.

Utover dette påpekes det også at det er behov for å tydeliggjøre grensene for omfanget av de sikkerheter som skal kunne stilles med slik superprioritet under rekonstruksjon. Kreditorerne er i dag beskyttet ved at retten kan omgjøre rekonstruksjonsutvalgets samtykke dersom deres sikkerhet blir «*vesentlig forringet*». Rekkevidden av denne begrensningen er imidlertid vag og kan bidra til usikkerhet. Finans Norge, finansnæringens hovedorganisasjon, argumenterer også for at begrepet er skjønnsmessig og således egnet til å skape unødvendige tvister. De anmoder derfor om at det vurderes inntatt en presisering, fortrinnsvis ved at det settes en ramme for hva panthaverne må akseptere.<sup>72</sup>

Spørsmålet om hvordan interesseavveiningene bør slå ut kommer vi tilbake til i den komparative analysen litt senere i dette kapitlet. Før dette vil det foretas en analyse av de hvordan rettsreglene som har relevans for avhandlingens problemstilling er utformet i The United States Bankruptcy Code.

---

<sup>71</sup> Prop.75 L (2019-2020) s. 32-33.

<sup>72</sup> Finans Norge (2020). Notat til Justis- og beredskapsdepartementet. «*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon*».



---

### 4.3 Det amerikanske regelverket

En rekonstruksjonsprosess etter Chapter 11 er tidkrevende og kostnadsfylt fordi den som regel fordrer ustrakt bruk av rådgivningsspecialister fra ulike fagfelt (for eksempel juridisk- og finansiell rådgivning, revisjon, m.m.). Ekstern finansiering vil dermed så godt som alltid være nødvendig for å finansiere forhandlingene.<sup>73</sup> For å opprettholde driften trenger selskap i tillegg likviditet for å kunne betale kostnader ved eksempelvis lønnskostnader eller betjene leverandørgjeld.

Amerikansk konkurslovgivning inneholder flere insentiver som sikrer at finansinstitusjoner skal ønske å finansiere rekonstruksjonsprosesser. Til finansiering av drift i rekonstruksjonsperioden og selve rekonstruksjonsarbeidet gir lovgivningen mulighet for at selskapet med rettens tillatelse kan ta opp ny kreditt, 11 U.S.C. § 364. Dette er en spesiell type finansiering og det er kun selskaper under konkursbeskyttelse som får tilgang på en såkalt «*debtor-in-possession financing*» eller «*DIP finansiering*». En DIP finansiering er et lån på kreditt med 1) prioritet over enhver eller alle administrative kostnader (tilsvarende massekrav i dekningsloven § 9-2), 2) sikret med pant i eiendeler til selskapet som ellers er underlagt pant eller 3) sikret med pant på andreprioritet i eiendeler til selskapet som ellers er underlagt pant, 11 U.S.C. § 364 (C).

Det nye lånet har med rettens samtykke panterett med superprioritet etter 11 U.S.C. § 364 (d). Adgangen til lån på superprioritet forutsetter imidlertid at flere vilkår er oppfylt.

*(1) The court, after notice and a hearing, may authorize the obtaining of credit or the incurring of debt secured by a senior or equal lien on property of the estate that is subject to a lien only if—*

*(A) the trustee is unable to obtain such credit otherwise; and*

*(B) there is adequate protection of the interest of the holder of the lien on the property of the estate on which such senior or equal lien is proposed to be granted. 11 U.S.C. § 364 (d)(1)*

---

<sup>73</sup> United States Courts (2018) og Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 15

Det første vilkåret er at det ikke er mulighet for skylderen å fremskaffe finansiering etter 11 U.S.C. § 364 (a) og (d) som gir dårligere sikkerhet for långiveren. Det andre vilkåret er at et lån på superprioritet godtgjøres ved at eksisterende panthavere mottar «*tilstrekkelig beskyttelse*» («*adequate protection*») mot at verdien av panthaverens rettighet reduseres. Hvorvidt eksisterende låntakers sikkerhet oppnår «*tilstrekkelig beskyttelse*», må vurderes konkret etter veiledningen som følger av 11 U.S.C. § 361. Kravet om «*tilstrekkelig beskyttelse*» kan til noen grad sammenlignes med vilkåret om «*vesentlig forringelse*» i rekonstruksjonsloven § 19.

Konseptet om «*tilstrekkelig beskyttelse*» skal sikre kreditorer kompensasjon for en eventuell verdireduksjon i sin sikkerhet som kommer som følge av bruk, avskrivning eller alder.<sup>74</sup> Tilstrekkelig beskyttelse innebærer dermed at sikrede kreditorer skal kompenseres for det verditap som kommer av at deres sikkerhetsstilte eiendeler brukes for å holde virksomheten i gang under rekonstruksjonsprosessen. Kompensasjonen skal være enten (1) kontant betaling tilvarende reduksjonen i sikkerhetsverdien, (2) erstatningspant i andre eiendeler eller (3) annen form for kompensasjon som er «*ekvivalent*» med verdiforringelsen («*indubitable equivalent*»), 11 U.S.C. § 361.

I amerikansk rett er det slått fast at en tilstrekkelig beskyttelse er et vilkår designet for å beskytte *verdien* av kreditorenes sikkerhet, og ikke *selve rettigheten* til de sikkerhetsstilte formuesgodene.<sup>75</sup> 11 U.S.C. § 361 (3) åpner derfor for at selskapet kan kompensere kreditorene med noe som er «*ekvivalent*» med verdiforringelsen av deres sikkerhet. Standarden er fleksibel og gir retten mulighet til å tilpasse kompensasjonsmulighetene fra case til case.<sup>76</sup>

Vurderingen av hvorvidt den sikrede kreditoren har tilstrekkelig beskyttelse, forutsetter en verdsettelse av formuesgodet kreditoren har sikkerhet i. Lovbestemmelsen spesifiserer imidlertid ikke hvordan slik verdsettelse skal foretas og har gitt retten fleksibilitet til å vurdere dette i hver enkelt sak. En slik flytende

---

<sup>74</sup> In re Timbers of Inwood Forest Assocs., 793 F.2d 1380, 1384 (5th Cir. 1986), afl'd on rehearing, 808 F.2d 363 (5th Cir. 1987) (en banc), aff'd, 108 S. Ct. 626 (1988).

<sup>75</sup> In re American Kitchen Foods, Inc., 9 COLLIER BANKE. CAS. (MB) 537 (Bankr. D. Me. 1976). See supra text accompanying notes 42 & 43.

<sup>76</sup> In re Murel Holding Corp., 75 F.2d 941 (2d Cir. 1935).

---

fremgangsmåte er viktig for å kunne tilpasse seg endrede omstendigheter, utviklinger i økonomien og de ulike omstendigheter i saken.<sup>77</sup>

Pantsettelse med superprioritet kan oppnås dersom begge vilkårene er oppfylt. Dette betyr i praksis at en kreditor som yter nytt lån under restruktureringen, kan få best prioritet i hvilket som helst formuesgode uten at det ikke gjelder noen kvantitativ begrensning. Dette skiller seg norsk rett.

#### **4.4 Komparativ analyse**

Formålet med den komparative analysen er å foreslå hvordan adgangen til å ta lån på superprioritet bør utformes i en permanent lov. Dette avsnittet vil først sammenfatte og sammenligne denne adgangen med utgangspunkt i analysene overfor. Dette danner grunnlag for å kunne vurdere hvordan dette kan utformes på en hensiktsmessig måte i permanent lovgivning. Ønsket er at dette utgangspunktet kan øke regelens hensiktsmessighet.

Som redegjort for er adgangen til å ta opp nye lån med prioritet foran eksisterende panteretter en radikal endring i norsk rett. Det er klart at det har blitt sett hen til amerikansk rett i vedtakelsen av denne regelen.<sup>78</sup> Rekonstruksjonsloven § 19 har således mye til felles med liknende bestemmelser i den amerikanske konkurslovgivningen.

I den amerikanske Chapter 11-prosessen legges det til rette for finansiering av rekonstruksjonsprosessen ved at det kan oppnås sikkerhet med superprioritet i *ethvert* formuesgode. Superpant i den norske loven er imidlertid begrenset til virksomhetens driftstilbehør, varelager og utestående fordringer. Den amerikanske lovgivningen er dermed et eksempel på en jurisdiksjon med bred adgang til pantsettelse på superprioritet, mens det i Norge er et snevrere handlingsrom hva gjelder hvilke formuesgoder som kan pantsettes på superprioritet.

Norsk rett har tradisjonelt vært kreditorvennlig og til tross for at rekonstruksjonsloven er en nyvinning, har lovgiver vært svært moderat i sin

---

<sup>77</sup> Andrew N. Karlen, Adequate Protection under the Bankruptcy Code, Its Role in Business Reorganization, 2 Pace L. Rev. 1 (1982)

<sup>78</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 31 med videre henvisning til Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s 45-46.

---

utforming av adgangen til å gi nye lån superprioritet. På tross av flere historiske revideringer av norsk konkursrett har loven enda ikke oppnådd formålet med å bli benyttet mer i praksis.<sup>79</sup> Det kan derfor spørres om det i utarbeidelsen av en permanent lov i enda større grad bør åpnes for en modernisering. Spørsmålet som da gjør seg gjeldene er i hvilken grad. Skal de holde på en restriktiv linje i tråd med historisk lovgivning eller skal de se mer hen til amerikansk lov og åpne ytterligere for en mer debitorvennlig lovgivning? I praksis blir vurderingen en avveining mellom hensynet til pantsettelsesadgangens kredittskapende effekt for selskaper i rekonstruksjonsforhandlinger og hensynet til eksisterende panthavers behov for forutberegnelighet.

Fordi rekonstruksjonsloven er relativt ny og lite brukt finnes det få praktiske eksempler som kan si noe om virkningen og rekkevidden av lån på superprioritet. Som drøftet innledningsvis i kapittelet er adgangen likevel blitt kritisert for å være for snever. Den såkalte DIP-finansieringen i amerikansk rett har på sin side vært brukt i lang tid, og det foreligger en rekke studier og diskusjoner om virkningene av slik finansiering. Amerikansk rett har en bredere pantsettelsesadgang enn Norge. Slik bred adgang kan tenkes å føre til overinvestering. Med en «overinvestering» siktes det til at det lånes mer enn hva det behov for, og at dette overskuddet ikke benyttes til initiativer som øker sannsynligheten for en vellykket rekonstruksjon. En empirisk studie fra 2003 fant imidlertid at det er lite som tilsier at DIP-finansiering har ført til overinvestering. Det er derimot funnet bevis på at selskaper med DIP-finansiering har større sannsynlighet for at virksomheter fortsetter sin drift etter en rekonstruksjon.<sup>80</sup> DIP-finansierte selskaper kan i tillegg vise til å ha en kortere restrukturingsprosess. Etter det Konkursrådet erfarer fører også denne brede pantsettelsesadgangen til at det i USA ofte er førsteprioritets panthavere selv som velger å yte den nye kreditten. Dette for ikke å få noen foran seg i prioritetsrekken.<sup>81</sup> Disse funnene kan argumentere for at det også i Norge bør åpnes for en generell adgang til å ta pant med prioritet for eksisterende panthavere i ethvert formuesgode.

---

<sup>79</sup> Se punkt 1.2 Opphav og historikk

<sup>80</sup> Journal of Financial Economics (2003). *Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence*, s. 261

<sup>81</sup> Prop. 75 L (2019–2020) s. 33

---

Slik adgang åpnes det også for i EUs direktiv om rekonstruksjon og insolvens. Artikkel 17 i direktivet regulerer adgangen til ny finansiering under forhandlingene. Bestemmelsen oppstiller krav til beskyttelsesmekanismer for både ny og midlertidig finansiering i «*passende omfang*». Dette innebærer blant annet at slik finansiering ikke skal kunne erklæres ugyldig, omstøtelig eller gi grunnlag for erstatning- eller straffeansvar. I tillegg står medlemslandene fritt til å gi regler om at ny og/eller midlertidig finansiering skal ha fortrinnsrett («*superprioritetspant*»), jf. artikkel 17. Slik finansiering kan imidlertid ikke «*urimelig skade kreditorenes rettigheter*», jf. artikkel 10.2 bokstav e. Det betyr at Norge, i tråd med direktivet, kan utvide pantsettelsesadgangen til å gjelde alle typer formuesgoder.

I utarbeidelsen av innspill til permanent lov på dette området søker avhandlingen inspirasjon fra den svenske regjeringsoppnevnte utrederen sin vurdering av spørsmålet. Sverige har i sitt forslag til implementering av direktivet foreslått at det skal være mulig å ta pant på superprioritet, uten begrensinger hva gjelder hvilke formuesgoder slik sikkerhet kan tas i.<sup>82</sup>

En betenkelighet med en slik utvidelse i pantsettelsesadgangen er hensynet til de eksisterende panthavernes forutberegnelighet. Deres sikkerhet vil reduseres med det beløpet som eventuelt benyttes til dekning av lånet og innebærer en endring i deres prioritet. Dette kan generelt gjøre banker og andre mindre villige til å låne ut penger mot pant. Deres sikkerhet ivaretas likevel ved at forslaget skal godkjennes av rekonstruksjonsutvalget og ved at de kan de kan begjære omgjøring av rekonstruksjonsutvalgets samtykke der denne innebærer en «*vesentlig forringelse*» av deres sikkerhet. Tilsvarende beskyttelse finnes også i amerikansk rett, der det heter seg at eksisterende panthavere må motta «*tilstrekkelig beskyttelse*» der verdien av panthaverens rettighet reduseres. Dette innebærer at retten kan avverge tilfeller der slikt lån gir urimelige utslag for eldre panthavere. Som redegjort for i de forgående avsnittene er imidlertid vilkåret svært vagt. Hvor god beskyttelse dette vilkåret gir i realiteten vil dermed avhenge av hvordan domstolene kommer til å praktisere dette vilkåret.

---

<sup>82</sup> SOU 2021: 2, Andra chans för krisande företag - En ny lag om företagsrekonstruktion s. 26

---

#### ***4.5 Forslag***

Den permanente loven må sikre en fornuftig avveining mellom hensynet til eksisterende panthavere og selskapets adgang til nødvendig finansiering. Det må være klart hva man søker å oppnå med denne adgangen og til hvilken pris. Den strenge kreditorvennlige linjen lovgivningen har ligget på tidligere har ikke vært tilstrekkelig til å hjelpe selskaper i en rekonstruksjon. Den mer debitorvennlige amerikanske linjen kan derimot vise til mange år med vellykkede rekonstruksjoner ved bruk av DIP-finansiering. Norske og amerikanske markeder er imidlertid svært ulike, og det er ikke dermed sagt at det som fungerer i USA vil fungere i Norge.

For å gjøre rekonstruksjonslovens regler attraktive for alle typer virksomheter, mener vi likevel at det bør utvides til at pantsettelsesadgangen også kan omfatte realregistrerte formuesgoder. Vilåårene om at eksisterende panthaveres sikkerhet ikke må bli «*vesentlig forringet*» eller at det «*ikke er tilstrekkelig behov for slikt lån*» bør videreføres for å sikre de eksisterende panthavers sikkerhet. Det er imidlertid nødvendig for at det oppstilles klare krav til hva som ligger i disse vilåårene for å sikre panthavernes forutberegnelighet og for å unngå unødvendige tvister.

---

## Kapittel 5 – Adgang til å konvertere gjeld til egenkapital

### 5.1 Innledning

Det andre området vi mener er kritisk i en velfungerende og effektiv lov om rekonstruksjon er et balansert regelverk som i tilstrekkelig grad åpner for å konvertere gjeld til egenkapital. Kapitlets overordnede formål er å foreslå hvordan denne adgangen bør utformes i en permanent lov. På samme måte som i det foregående kapittel vil det også her først redegjøres for rettstilstanden i henholdsvis det norske og det amerikanske regelverket. Deretter sammenlignes de ulike regelrettene i en komparativ analyse, som danner grunnlaget for vurderingen om hvordan dette bør innføres i det norske regelverket.

I det gamle gjeldsforhandlingsinstituttet fantes det ingen regler om akkord i form av konvertering av gjeld til egenkapital. En gjeldskonvertering har i imidlertid vært, og er fortsatt, mulig gjennom de generelle reglene i aksjeloven, og er et vanlig element i utenrettslige restruktureringer. Som alle utenrettslige avtaler må slik konvertering være frivillig og det forutsetter aksept fra samtlige berørte kreditorer. I tillegg kommer de alminnelige selskapsrettslige regler for konvertering av gjeld til egenkapital i aksjeloven/allmennaksjeloven til anvendelse, hvor slikt vedtak krever beslutning av generalforsamlingen med minst to tredjedelers flertall.<sup>83</sup>

Konvertering av gjeld er et nyttig verktøy i rekonstruksjoner og det er i den midlertidige loven lagt til rette for at det skal være mer attraktivt, enklere og raskere å gjennomføre en slik prosess. Adgangen til konvertering av gjeld er begrunnet i flere hensyn. Et hensyn er skyldneres behov for likviditet. Når skyldneren har begrensede midler til disposisjon har selskapet større behov for at de tilgjengelige midlene brukes til å genere verdi gjennom videre drift enn til å betale kreditorene. Et annet hensyn er at verdien av skyldnerens virksomhet er usikker. Ved en umiddelbar likvidasjon vil selskapets verdier være svært begrenset, mens ved en suksessfull rekonstruksjon kan selskapet bli lønnsomt og verdien av aktivaene kan potensielt øke. Denne verdistigningen kan kreditorene få ta del i dersom de godtar å få deler av sine krav omgjort til egenkapital i selskapet. Denne adgangen innebærer også at man utvider rommet for hvilke tilbud kreditorene kan gis. Dette

---

<sup>83</sup> Se Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper og lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper § 5-18 første ledd.

---

fører til økt fleksibilitet og kan bidra til å øke bruken av rekonstruksjonsloven. Det kan være mer spiselig for kreditorene å godta nedskrivning av en viss andel av sine krav, dersom de får en andel som motytelse. Dette gir kreditorene mulighet til å ta del i en mulig fremtidig oppside i verdiutviklingen på aksjekapitalen og avkastning i form av renteinnbetalinger.

## ***5.2 Det norske regelverket***

En nyvinning i rekonstruksjonsloven er at det åpnes for å omgjøre gjeld til egenkapital som ledd i en tvangsakkord. I rekonstruksjonsloven er adgangen til at gjelden *«helt eller delvis omgjøres til egenkapital»* hjemlet i rekonstruksjonsloven § 34, første ledd, nr. 3. Gjeldskonvertering skjer ved at det gjennomføres en kapitalforhøyelse der de nye aksjene blir tegnet av kreditorene og aksjeinnskuddene gjøres opp ved motregning, jf. aksjeloven/allmennaksjeloven § 10-12, jf. § 2-12. Hovedregelen er at tvangsakkord ved konvertering *«bare kan omfatte fordringshavere som samtykker til dette»*, med mindre retten finner at *«tungtveiende hensyn»* taler for at ordningen likevel skal omfatte samtlige fordringshavere, eller at de kreditorene som har motsatt seg ordningen *«åpenbart ikke har rimelig grunn til dette»*.

Nytt i loven er ikke bare bestemmelsen om gjeldskonvertering i § 34, men også særbestemmelsen om flertallskravet for behandling av selskapskapitalendringen i generalforsamlingen. Konvertering av gjeld krever en kapitalforhøyelse og det er generalforsamlingen som vedtar beslutning om endringer i selskapskapitalen, jf. aksjeloven/allmennaksjeloven §§ 10-1 og 10-2 første ledd, første punkt. Fordi en slik beslutning forutsetter en vedtektsendring, må denne i utgangspunktet vedtas i generalforsamlingen med *«minst to tredeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen»*.<sup>84</sup> Etter rekonstruksjonsloven § 35 kan generalforsamlingen imidlertid nå fatte vedtak om at gjeld helt eller delvis skal omgjøres til egenkapital med *«minst halvparten så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapitalen som er representert på generalforsamlingen»*. Endringen innebærer således en lemping av kravene. Dette

---

<sup>84</sup> Se aksjeloven/allmennaksjeloven § 5-18 første ledd. Strengere flertallskrav kan imidlertid følge av vedtektene, § 5-18 tredje ledd



---

gjør det lettere å vedta en rekonstruksjonsplan, og betyr i praksis at enkelte eksisterende aksjonærer får mindre makt.

For at det skal komme i stand en ordning med kreditorene som går ut på at gjeld konverteres til egenkapital, må det altså treffes to beslutninger. Først må selskapet selv fatte en beslutning om kapitalforhøyelse gjennom vedtak i generalforsamlingen. Deretter må også kreditorer vedta ordningen med det flertallet som loven fastsetter.<sup>85</sup> Dette åpner dermed for to problemstillinger.

For det første, generalforsamlingen må fatte beslutning om en kapitalforhøyelse. Et spørsmål som gjør seg gjeldene er dermed hvor stor makt aksjeeierne skal ha i denne beslutningen. For det andre omfattes bare de fordringshavere som samtykker til gjeldskonverteringen. At kreditorene samtykker til dette, er ikke nødvendigvis gitt og et aktuelt spørsmål er dermed i hvilken grad et mindretall av kreditorer skal kunne stanse et slikt vedtak. I forlengelsen av dette, reiser det seg et spørsmål om hvorvidt kreditorene *bør* kunne tvinges til å ta del i en gjeldskonvertering.

Disse problemstillingene er høyst aktuelle og har allerede vært gjenstand for mye diskusjon i fagmiljøene. Det er av den grunn interessant å se på hvordan flere store aktører i norsk næringsliv ser på saken og hvordan de mener det bør utformes i en permanent lov.

#### *5.2.1 Bør aksjonærene kunne forhindre en gjeldskonvertering og bør kreditorer kunne tvinges til å del i denne?*

Hensynet til videre drift og hensynet til kreditor- og aksjonærbeskyttelse kan trekke i ulike retninger. For å kunne gi innspill til et permanent regelverk som treffer en rimelig balanse av denne spenningen, vil avhandlingen foreta en interesseavveining av disse hensynene. Med i vurderingen er det sett hen til innspillene Justis- og beredskapsdepartementet har mottatt i arbeidet med å utforme den permanente loven, samt høringsinstansenes syn på utredningen til nåværende rekonstruksjonslov. Formålet er å vurdere hvorvidt det finnes alternative løsninger

---

<sup>85</sup> En ordning med omgjøring av gjeld til egenkapital etter § 34 (1) kan bare omfatte fordringshavere som samtykker til dette. Med mindre tungtveiende hensyn taler for at retten ved kjennelse beslutter at ordningen skal omfatte samtlige fordringshavere.

---

som kan ivareta hensynet til å få igjennom rekonstruksjoner, samtidig som man slipper urimelige og uforutsigbare løsninger for kreditorene.

Løsningen på økonomiske problemer under en rekonstruksjon er sjeldent å øke gjeldsbyrden, med mindre fremtidige inntekter kan forventes å stige minst like mye. Vilkårene for konvertering av gjeld til egenkapital er således av stor samfunnsmessig betydning. Spørsmålet blir hvorvidt det norske samfunn ser seg bedre tjent med mindre grad av forutsigbarhet og sikkerhet ovenfor kreditorer og aksjonærer ved å åpne for å kunne tvinge gjennom en løsning om gjeldskonvertering.

#### *5.2.1.1 Aksjonærenes makt*

Som redegjort for ovenfor må selskapet selv fatte en beslutning om en kapitalforhøyelse gjennom vedtak i generalforsamlingen med simpelt flertall. Det er et økonomisk grunnprinsipp at egenkapitalen skal tapes før fremmedkapitalen. Som hovedregel vil skyldneren i en rekonstruksjonsprosess være insolvent, noe som innebærer at egenkapitalen er tapt. Når egenkapitalen er tapt veier hensynet til kreditorene mer enn hensynet til eierne.

Finans Norge<sup>86</sup> skriver i sitt innspill at det i den permanente loven bør sikre at eierne ikke får en uberettiget fordel ved å gjennomføre en rekonstruksjon, og at loven dermed bør ha verktøy som åpner for at eierne tvinges til å bidra. Som et konkret forslag foreslår de at den permanente loven, som et minimum, må åpne for at kreditorene kan fremme alternativer i en rekonstruksjon. Gitt at det fremmes forslag om en emisjon kan det gi kreditorene som bidrar i redningsaksjonen en anledning til å ta del i en mulig fremtidig oppside. Og motsatt, de nåværende aksjonærene må vike dersom de ikke bidrar. Finans Norge mener at dersom eierne ikke i større grad kan tvinges til å bidra kan det føre til at de unnlater å sette frisk egenkapital inn i selskapet og at de i stedet tar risiko med de sikrede kreditorenes penger. Oslo byfogdembete<sup>87</sup> stiller seg bak og mener at det bør utredes i hvilken grad aksjonærer skal kunne stanse konvertering i de tilfeller der aksjene har mistet sin verdi.

---

<sup>86</sup> Finans Norge (2020). Notat til Justis- og beredskapsdepartementet, «*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon*»

<sup>87</sup> Oslo Byfogdembete (2020) Notat til Justis- og beredskapsdepartementet, «*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon*»

---

Problemstillingen kan belyses gjennom et eksempel om PGS ASA. I 2004 ble PGS refinansiert under det amerikanske rekonstruksjonsregimet, Chapter 11, med vellykket resultat.<sup>88</sup> PGS var svært gjeldtyngt og hadde en total gjeldsbyrde som oversteg estimert «*enterprise value*», som er verdien av selskapet som et «*going concern*». Egenkapitalen var således tapt, noe som innebar at selskapet i realiteten drev på kreditorenes regning. I en slik situasjon er det nærliggende å vurdere en gjeldskonvertering. PGS klarte nærmest å halvere gjelden fra 2,5 milliarder USD til ca. 1,2 milliarder USD. Dette innebærer normalt at alle involverte parter må bidra og medfører at de opprinnelige aksjonærene nærmest blir fullstendig utvannet av selskapet.<sup>89</sup> I Norge hadde en slik løsning under gjeldende rett krevd tilslutning av et simpelt flertall i generalforsamling. Gitt aksjonærenes betydelige utvanning kan det tenkes at dette alternativet ikke vil oppnå tilstrekkelig tilslutning, selv i tilfeller der alternativet er konkurs. Saken står nettopp derfor som et eksempel på hvorfor aksjonærer ikke bør kunne stanse en gjeldskonvertering når aksjene alt har mistet sin verdi. Den forklarer også hvorfor hensynet til kreditorene, i en situasjon hvor egenkapitalen er tapt, bør veie tyngre enn hensynet til aksjonærene.

Formålet med en rekonstruksjon er imidlertid at selskapet skal drive videre. Aksjonærene representerer en viktig del av selskapsinteressen og av hensyn til dette bør de ikke avskrives helt fra å kunne ta del i beslutninger som påvirker deres rettigheter. I tillegg er også formålet med de nye reglene at lovverket skal brukes mer. Regler som i for stor grad tilsidesetter eierne, vil trolig gjøre rekonstruksjon til et lite attraktivt alternativ for aksjonærene. I en konkurs har aksjonærene alt tapt sin investering. Dersom de i en rekonstruksjon også mister sin eierposisjon helt som følge av en gjeldskonvertering, vil aksjonærene ha lite insentiv til stemme for konverteringen, og på den måten unngå konkurs. Det er fordi de i begge tilfeller ikke sitter igjen med noe. I restruktureringsprosesser kan det derfor være hensiktsmessig å ivareta eksisterende aksjonærers interesser for å sikre at gjeldskonverteringen vedtas. Dette kan eksempelvis gjøres ved at det i tillegg til en gjeldskonvertering gjennomføres en fortrinnsrettsemisjon, hvor eksisterende aksjonærer får mulighet til å kjøpe aksjer i det «nye» rekonstruerte selskapet.

---

<sup>88</sup> PwC rapport (2017), finansiell restrukturering. S. 7

<sup>89</sup> PwC rapport (2017), finansiell restrukturering. S. 27

---

I den nåværende rekonstruksjonsloven har departementet allerede redusert aksjeeiernes makt ved å endre flertallskravet fra to tredjedeler til simpelt flertall. Beslutningen er begrunnet i at *«et relativt lite flertall av aksjeeierne ikke bør kunne blokkere en beslutning som kan legge til rette for videre drift av selskapet»*.<sup>90</sup> I utformingen av ny lov må det vurderes om dette er tilstrekkelig.

#### 5.2.1.2 Kreditorenes makt

Hovedregelen i § 34 tredje ledd er, som nevnt, at konvertering av gjeld til aksjer *«bare kan omfatte fordringshavere som samtykker til dette»*. Konvertering av gjeld kan være mer attraktivt for kreditorene enn en ren nedsettelse av kravet, fordi det gir dem mulighet til å ta del i en potensiell fremtidig verdiøkning. I de tilfeller selskapet oppnår en vellykket rekonstruksjon kan aksjene gi kreditorene gevinst, enten i form av utbytte og/eller ved salg av aksjene. Videre vil kreditorene sine eierinteresser kunne tilføre virksomheten ny kunnskap og visjoner som kan ha positiv innvirkning på videre drift. Det er imidlertid ikke alltid tilfellet at slik konvertering er attraktivt for alle kreditorer.

Det er i utgangspunktet ikke ønskelig å tvinge kreditorer til å bli eiere i selskaper de ikke ønsker å være eiere i. Finans Norge<sup>91</sup> gikk langt i sine innspill til den nåværende rekonstruksjonsloven med å påpeke at det å pålegges en gjeldskonvertering er for inngripende og må være basert på avtalefrihet. Skattedirektoratet er samme oppfatning og begrunner dette i at kreditorer er en svært heterogen gruppe og at det dermed kan være mange ulike formål med deres avtale med skyldneren. Flere offentlige kreditorer, eksempelvis Skatteetaten, vil ikke kunne velge å gå inn som eier av illikvide aksjer i et hvert selskap. Det finnes, i tillegg til dette, flere andre begrensninger som ikke vil tillate slik konvertering uten samtykke fra kreditorene. I finansforetaksloven foreligger det, blant annet, begrensninger for finansinstitusjoners anledning til å eie aksjer som gir bestemmende innflytelse over selskaper som hverken driver med virksomhet

---

<sup>90</sup> Prop. 75 L (2019–2020) s. 50

<sup>91</sup> Finans Norge (2020). Notat til Justis- og beredskapsdepartementet, *«Innspill til permanente regler om rekonstruksjon»*

---

banker har tillatelse til å drive, eller virksomhet som har naturlig tilknytning til denne.<sup>92</sup>

I utredningen ble det foreslått at en kreditor bør kunne tvinges av flertallet til å være med på en ordning med at gjeld konverteres til egenkapital.<sup>93</sup> Det begrunnes i at det er uheldig om én enkelt kreditor, eller noen få, kan forhindre gjeldskonvertering i de tilfeller det er nødvendig for å få til en god løsning for selskapet.<sup>94</sup> De fleste store aktørene har imidlertid uttrykt at slik konvertering bør være frivillig for kreditorene og lovgiver har av den grunn bestemt at hovedregelen for gjeldskonvertering er frivillighet. Det er imidlertid tatt inn en slags «*sikkerhetsventil*» som innebærer at retten har mulighet til å beslutte at en ordning med gjeldskonvertering skal omfatte samtlige kreditorer dersom «*tungtveiende hensyn*» taler for det, eller at de kreditorene som har motsatt seg ordningen «*åpenbart ikke har rimelig grunn til dette*». Forskjellsbehandling kan dermed kun skje i begrenset grad etter dagens lovverk, noe som kan bidra til at det norske systemet er lite egnet til å komme frem til en god løsning, totalt sett.

Gjeldskonvertering var en av de løsningene som ble valgt av PGS (2004)<sup>95</sup> Seadrill (2017)<sup>96</sup> og Norwegian (2020)<sup>97</sup> da de løste sine gjeldsproblemer. Dersom formålet med de nye reglene er at lovverket skal brukes mer, bør det foreligge adgang til å konvertere gjeld til aksjekapital i tilstrekkelig grad.

### **5.3 Det amerikanske regelverket**

Et vanlig element i en Chapter 11-prosess er gjeldskonvertering. Rekonstruksjonsplanen i amerikansk rett er svært fleksibel og det oppstilles ingen forslag i loven om hva denne planen bør gå ut på. Det er opp til de involverte aktørene å komme frem til en løsning, og planen er dermed i stor grad basert på alminnelige forhandlinger mellom partene.<sup>98</sup> Selskaper i rekonstruksjoner har som regel ikke anledning til å yte kompensasjon til kreditorene i form av kontanter, noe

---

<sup>92</sup> Se lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern § 13-1 og unntakene i § 13-2 annet ledd.

<sup>93</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 59

<sup>94</sup> Prop. 75 L (2019–2020) s. 51

<sup>95</sup> PwC (2017), rapport finansiell restrukturering (s.7 og 27)

<sup>96</sup> Det juridiske fakultet, UiO (2018) Marie Meling, «*EU planlegger norsk Chapter 11*»

<sup>97</sup> Euronext (2020) Norwegian Air Shuttle ASA (NAS), “*Conversion of vendor debt*”

<sup>98</sup> Hillestad (2007) s. 20

---

som gjør gjeldskonvertering til et gunstig alternativ og medfører at mange planer innebærer konvertering av gjeld til aksjer.

Amerikansk konkurslovgivning er i stor grad basert på et prinsipp som omtales som «*absolutt prioritet*». Dette innebærer at kreditorers krav av alle slag går foran eiernes krav på aksjekapital (se mer i punkt 6.3.3). Det betyr at aksjonærene er inkludert i restruktureringsplanen på lik linje med kreditorene og stemmer over vedtakelse av planen som en eller flere interessentklasser, 11 U.S.C. § 1126, jf. § 502 (a). En rekonstruksjonsplan som inneholder en gjeldskonvertering, kan dermed gjennomføres uten et separat vedtak fra generalforsamlingen.<sup>99</sup>

Aksjonærene blir ofte ansett som én klasse med interessenter. Når en klasse med aksjonærer skal stemme over en plan som inneholder gjeldskonvertering, vil stemmen avgjøres av hvorvidt aksjonærene er villig til å dele sitt eierskap i bytte mot en sjanse til å redde selskapet. Som tidligere nevnt kan en plan under Chapter 11 vedtas av retten til tross for at ikke samtlige klasser har stemt for planen, dersom ulike vilkår er oppfylt (se punkt 6.3.3 for mer informasjon om tvungen godkjenning av planen). I de tilfeller aksjene er verdiløse, noe som ofte er tilfellet hos selskaper i rekonstruksjon, kan dermed planen vedtas uavhengig av aksjonærenes samtykke. Dette skiller seg fra norsk rett.

En problemstilling som gjør seg gjeldende, er hvordan man fastsetter verdien av selskapet og dets eiendeler. Når det er snakk om konvertering av gjeld til aksjer, må bytteforholdet mellom gjeld og aksjer fastsettes. Det er derfor nødvendig å gjennomføre en verdsettelse av selskapets egenkapital/aksjer. Denne verdsettelsen er avhengig av sterke modellantakelser og prognoser for selskapets verdiutviklingspotensiale i kjølvannet av en vellykket rekonstruksjon.<sup>100</sup> Usikkerheten er stor i verdivurderingen av selskaper og er krevende selv under normale forhold, og desto større for et selskap i økonomiske problemer.

De involverte partene vil ha ulike incentiver til å argumentere for ulike selskapsverdier.<sup>101</sup> En aksjonær eller en etterstilt kreditor vil eksempelvis ha

---

<sup>99</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 54

<sup>100</sup> See, e.g., Hon. Christopher S. Sontchi, *Valuation Methodologies: A Judge's View*, 20 AM. BANKR. INST. L. REV. 1, 14 (2012).

<sup>101</sup> C. Gilson, Hotchkiss, S. Ruback (200). Oxford Academic. *Valuation of Bankrupt Firms*. "Cross-sectional analysis indicates that the variation in these errors is related to empirical proxies for claimholder's incentives to overstate or understate the firm's value."

---

insentiver for å argumentere for en høyere verdsettelse av selskapet. En etterstilt kreditor vil ønske at det er nok verdier igjen til fordeling etter at de prioriterte kreditorene har fått det de har krav på. Tilvarende vil en aksjonær ønske en høyest mulig pris per aksje (høyest mulig selskapsverdi), slik at antall nye aksjer som utsteders minimeres og at graden av utvanning dermed reduseres. En prioritert kreditor vil derimot ha insentiver for å argumentere for en lavere verdsettelse. Hvis verdsettelsen av selskapet er så lav at selv prioriterte kreditorer må kompenseres med aksjer i selskapet, vil vanligvis prioriterte kreditorer få tildelt et flertall av aksjene, mens etterstilte kreditorer vil motta mindre eller ingenting.<sup>102</sup> Dette fører til at prioriterte kreditorer får en høyere avkastning på egenkapitalen i selskapet etter rekonstruksjonen. En dommer vil måtte ta i betraktning disse sprikende insentivene i verdsettelsen av selskapet.

Verdsettelsesfeil under Chapter 11 vil kunne få store konsekvenser for partene. Ved å undervurdere selskapet vil dette gagne aktørene som mottar aksjer eller opsjoner på bekostning av andre. Den estimerte verdien av selskapet påvirker også allokeringen av eiendeler og utbetalinger etter planen.

#### ***5.4 Komparativ analyse***

Rekonstruksjonslovgivningen innebærer et historisk skifte fra det norske gjeldsforhandlingsinstituttet ved at det for første gang gjøres tydelig i loven at aksjeeierne har en rolle i lovregulert rekonstruksjon. Loven åpner for at en rekonstruksjonsplan kan innebære konvertering av kreditorenes krav til egenkapital med samtykke fra generalforsamlingen. Kravet om samtykke fra generalforsamlingen skiller seg fra de amerikanske reglene, der aksjonærene blir ansett som en klasse interessenter som er med i vedtakelsesprosess på lik linje med kreditorene. Vedtakelse av en rekonstruksjonsplan som innebærer en gjeldskonvertering i amerikansk rett baseres utelukkende på forhandlinger mellom partene.

Et spørsmål som gjør seg gjeldene er hva lovgiver skal velge å gjøre i utarbeidelsen av en ny permanent lov. Som presentert innledningsvis i kapittelet reiser dette særlig to spørsmål. Det første spørsmålet dreier seg om aksjonærenes beslutning,

---

<sup>102</sup> Edward I. Altman, Edith Hotchkiss and Wei Wang, *Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*, 4. utg., Hoboken, New Jersey 2019, s. 111.

---

og herunder særlig forholdet til mindretallsaksjonærene - hvor stor makt skal aksjonærene ha i vedtakelsen av en gjeldskonvertering? Er det riktig at de skal kunne stanse et godt forslag til rekonstruksjon? Det andre dreier seg som kreditorenes beslutning – Bør kreditorene kunne tvinges til å ta del i en gjeldskonvertering som er til fellesskapets beste?

#### *5.4.1 Aksjonærenes beslutning*

Når det gjelder selskapets beslutning blir vurderingen i praksis en avveining mellom hensynet til aksjonærenes rettigheter og hensynet til videre drift.

Som redegjort for tidligere er det et økonomisk grunnprinsipp at egenkapitalen skal tapes før fremmedkapitalen. Spørsmålet er derfor om aksjonærene skal kunne stanse et godt forslag til rekonstruksjon i de tilfeller deres rettigheter påvirkes. I amerikansk rett blir aksjonærene likestilt med kreditorene hvor det avgjørende for vedtakelse av rekonstruksjonsplanen (som kan innebære en gjeldskonvertering) er til fellesskapets beste, og at alle klasser kommer bedre ut enn ved konkurs. Omfanget av inngrep i aksjonærenes rettigheter avhenger av hvor stor del av gjelden som skal konverteres og følgelig hvor stor del av aksjene aksjonærene sitter igjen med.

Minoritetsvernet står generelt sterkt i norsk lovgivning. Av den grunn kan det trolig anses for noe radikalt å se helt bort fra aksjonærenes ønsker. Til tross for at deres verdier som regel er tapt når et selskap rekonstrueres, har det en viss urimelighet over seg at selskapets eiere skal settes helt til side. Det kan også her understrekes at eierskapsstrukturen i USA er en nokså annen enn i Norge. De fleste selskapene i USA har et svært spredt eierskap, mens kontrollen i Norge har en tendens til å være konsentrert på én, eller et fåtall, aksjonærer.<sup>103</sup> Mange av selskapene i USA er også mye større enn de aller fleste selskapene i Norge. Som en følge av dette er det også ofte større skille mellom selskapsinteressen og aksjonærinteressen. Med selskaper i den størrelsesordenen som finnes i Norge kan det lettere argumenteres for at aksjonærene ikke skal settes helt på sidelinjen.

---

<sup>103</sup> Goergen (2012). Corporate Governance, a global perspective. Figure 2.4. “Firms with blocking minority in Europe and USA.”



---

På den andre siden er konkurs i fleste tilfeller skyldners eneste reelle alternativ til en rekonstruksjon. Fordi aksjonærenes eierskap i prinsippet er verdiløst ved en konkurs er det dermed betenkelig at de skal kunne sette en stopper for en gjeldskonvertering som potensielt kan redde selskapet. På bakgrunn av dette virker det også rimelig at aksjeeierne i større grad kan tvinges til å ta del i selskapets tap og at rekonstruksjonsplanen i noen tilfeller bør kunne avgjøres mot eiernes ønsker.

Diskusjonen om aksjeeierens rettigheter i restruktureringsprosesser står nå på agendaen i mange EU-land, hvor det jobbes med å implementere EUs restruktureringsdirektiv. I spørsmålet om i hvilken grad aksjeeiere skal involveres oppstiller direktivet to valg. Den ene muligheten er å inkludere aksjonærene i avstemningen av rekonstruksjonsplanen. I direktivets artikkel 9 åpnes det for klassebasert avstemningssystem. Aksjonærene kan således gjøres til en egen klasse som kan bindes gjennom en «*cram down*» når vilkårene i artikkel 11 er oppfylt. Det betyr at en rekonstruksjonsplan som innebærer endring i aksjonærenes rettigheter kan godtas uten særskilt vedtak i generalforsamlingen. Den andre muligheten er å ekskludere aksjonærene fra avstemningen om planen. I så tilfellet gjør reglene i artikkel 12 seg gjeldene. Ifølge artikkel 12 skal aksjonærene ikke ha mulighet til å «*urimelig forhindre eller skape hindringer for vedtagelsen og stadfestelsen av en restruktureringsplan*». Hva dette innebærer, er det likevel i stor grad opp til den enkelte medlemsstat å avgjøre. EU-direktivet åpner således for å gruppere aksjeeierne som en klasse med interesser som må stemme over rekonstruksjonsplanen (og da en eventuell gjeldskonvertering) på lik linje som andre klasser.

I utarbeidelsen av innspill til permanent lov på dette området søker avhandlingen inspirasjon fra den svenske regjeringsoppnevnte utrederen sin vurdering av spørsmålet. Et utgangspunkt i direktivet er at eierne i selskapet ikke skal kunne hindre en rekonstruksjonsplan som er antatt å gjenopprette skyldnerens levedyktighet.<sup>104</sup> Den svenske utrederen påpeker at aksjonærer normalt er sist i prioritetsrekkefølgen ved en konkurs. Det skrives at det er urimelig om denne prioritetsrekkefølgen ikke skal gjøre seg gjeldende ved en rekonstruksjon, da alternativet, som oftest, nettopp er konkurs. Den svenske utredningen foreslår derfor at aksjonærene skal ta del i avstemningen på lik linje som de øvrige

---

<sup>104</sup> SOU 2021:2, Andra chans för krisande företag - En ny lag om företagsrekonstruktion. 397

---

kreditorene i selskapet. Det betyr at en gjeldskonvertering kan vedtas uten særskilt generalforsamlingsvedtak, tilsvarende en «*cram down*».

#### 5.4.1.1 Forslag

Den permanente loven må altså sikre en fornuftig avveining mellom hensynet til selskapets eksisterende eiere og hensynet til en suksessfull redningsaksjon. Noen må som regel betale for at selskapet skal kunne leve videre etter en restrukturering og det må vurderes hvilke konsekvenser det vil kunne ha om en lovendring medfører utvanning av aksjonærenes eierposisjon.

Det er trolig urimelig at aksjonærer skal kunne motsette seg et godt forslag til rekonstruksjon i frykt for å få sin eierinteresse utvannet. Særlig sett i lys av at deres eierinteresser i en konkurs trolig ville vært utvasket. Vårt forslag er dermed å ytterligere utrede muligheten for og virkning av å anse aksjonærene som en egen klasse som deltar i avstemningen av planen på lik linje som de øvrige kreditorene. På denne måten kan de, som alle andre klasser, være gjenstand for «*cram down*» gitt at vilkårene for det er oppfylt.

#### 5.4.2 Kreditorenes beslutning

Når det gjelder kreditorenes beslutning blir vurderingen i praksis en avveining mellom hensynet til kreditorvern og hensynet til videre drift.

I norsk rett er det i utgangspunktet frivillig for kreditorene om de vil ta del i en gjeldskonvertering. Dette skiller seg fra amerikansk rett der et tilstrekkelig flertall innad i hver klasse kan binde den enkelte kreditor. Det kan dermed sies at det i amerikansk rett er lagt mer vekt på hensynet til en totalløsning enn hensynet til den enkelte kreditor.

Mens norsk lovgivning i stor grad er ansett for å være kreditororientert, er Chapter 11 allment kjent å være blant verdens mest skyldnerorienterte rekonstruksjonslov.<sup>105</sup> I en empirisk studie ble det imidlertid gjort en komparativ analyse av Chapter 11 og et annet mer kreditorvennlig rekonstruksjonsregime (på linje med norsk lovgivning). Overraskende nok viser studien at til tross for at

---

<sup>105</sup> Eisenberg, Theodore and Sundgren, Stefan, "Is Chapter 11 Too Favorable to Debtors? Evidence from Abroad" (1997). Cornell Law Faculty Publications. Paper 383. s.1533

---

Chapter 11 i utgangspunktet er ansett mindre kreditorvennlig, er det de usikrede kreditorene etter de amerikanske rekonstruksjonsplanene som mottar mest. En mulig forklaring er at den absolutte prioritetsregelen sikrer full betaling til kreditorer med sikrede krav før kreditorer med alminnelig usikrede krav, og til sist aksjonærer, mottar noe som helst.<sup>106</sup> Denne studien kan tale for at det burde være adgang til å binde et mindretall av kreditorer som motsetter seg gjeldskonvertering.

EUs insolvensdirektiv inneholder ingen retningslinjer for hva rekonstruksjonsplanen kan inneholde. Den kan inneholde de tiltak som kreves for å gjøre en virksomhet lønnsom igjen.<sup>107</sup> Planen kan dermed inneholde krav om at kreditors gjeld må konverteres til aksjer i selskapet. Planen anses å være vedtatt hvis et flertall av de berørte partene i en klasse, beregnet på grunnlag av deres krav, stemmer for planen. Det er således ikke et krav i direktivet om at hver enkelt kreditor må samtykke til en gjeldskonvertering, hvilket også åpner for at Norge kan velge en slik løsning.

Det faktum at en gjeldskonvertering medfører et krav om samtykke fra samtlige berørte kreditorer vanskeliggjør vedtakelse av gjeldskonvertering, og kan i mange tilfeller stå i veien for løsninger som er til fellesskapets beste. Et selskap i økonomisk krise vil nærmest alltid ha begrensede midler til å dekke forpliktelsene ovenfor kreditorer. Kreditorene vil i mange tilfeller komme bedre ut dersom disse midlene holdes igjen i selve virksomheten for å sikre videre drift versus å kreve delvis dekning av utestående krav.

Til tross for dette er det i norsk rett tillagt mer vekt det faktum at det ikke er ønskelig å tvinge kreditorer til å bli eiere i selskaper de ikke vil bli eiere i.

#### *5.4.2.1 Forslag*

Den permanente loven må treffe en rimelig balanse mellom hensynet til den enkelte kreditor og hensynet til selskapets mulighet til en suksessfull rekonstruksjon. Det synes uheldig at et mindretall av kreditorene kan stanse en løsning som flertallet av kreditorene ønsker og som er nødvendig for en suksessfull redningsaksjon. Trolig vil det kunne være både tilstrekkelig rettferdig og fleksibelt at kreditorene deles inn

---

<sup>106</sup> Eisenberg, Theodore and Sundgren, Stefan, "Is Chapter 11 Too Favorable to Debtors? Evidence from Abroad" (1997). Cornell Law Faculty Publications. Paper 383. s.1563

<sup>107</sup> SOU 2021:2, Andra chans för krisande företag - En ny lag om företagsrekonstruktions. 165

---

i klasser basert på sine krav (tilsvarende som for aksjonærene i forslaget i 5.4.1.1) og stemmer over planen klassevis.

En alternativ løsning som kan ivareta hensynet til å få igjennom rekonstruksjoner, samtidig som man slipper løsninger som ender med at aktører som blant annet Skatteetaten blir eier av illikvide aksjer i et unotert selskap, er å gjøre reglene om hvem som kan få sitt krav konvertert klarere. Eksempelvis kan det oppstilles en regel om at kravene til offentlige kreditorer ikke kan konverteres. Dette vil gi større forutberegnelighet for kreditorene.

---

## Kapittel 6 - Adgang til å dele inn kreditorer i klasser

### 6.1 Innledning

Det tredje punktet vi mener er kritisk i en velfungerende og effektiv lov om rekonstruksjon er et regelverk som i tilstrekkelig grad åpner for forskjellsbehandling av kreditorene. Kapitlets formål er å vurdere hvorvidt det bør åpnes for et regelverk som har større adgang til å dele kreditorene i klasser, med den hensikt å kunne vedta en effektiv og rettferdig rekonstruksjonsplan. Også her vil det redegjøres for rettsstilstanden i de ulike regelverkene, før de sammenlignes for å fremme forslag til permanente regler.

Til forskjell fra norske regler om rekonstruksjon, er det større adgang til å differensiere kreditorer og eiere i forhandlinger etter Chapter 11. I det amerikanske regelverket gjøres dette ved at kreditorene deles inn i ulike klasser, hvor det kan tilbys ulike løsninger for de ulike klassene. Formålet med klasseinndelingen er å lette godkjennelsesprosessen ved at kravet til flertall beregnes innenfor hver klasse og at det kan tilbys ulike løsninger for de ulike klassene. Det vil dermed i større grad være mulig å forskjellsbehandle kreditorene fremfor å behandle alle kreditorene likt i én stor kreditorgruppe. Muligheten for forskjellsbehandling av klassene gir regelverket større fleksibilitet og åpner for flere gjennomførbare løsninger.

En inndeling av krav i klasser for avstemming av en rekonstruksjonsplan brukes aktivt i en del jurisdiksjoner, som blant annet i USA, England og Frankrike.<sup>108</sup> Adgangen til dette er imidlertid svært begrenset i norsk lovgivning, utover særbehandling av pantesikrede og fortrinnsberettigede fordringer og etterprioriterte fordringer, som kan ses som en form for lovbestemt klasseinndeling.

### 6.2 Det norske regelverket

Som tidligere redegjort for i kapittel 3.2.5 vil en vellykket rekonstruksjon resultere i enstemmig godkjennelse av planen som frivillig rekonstruksjon eller ved at retten stadfester en tvangsakkord. En frivillig rekonstruksjon er basert på avtalefrihet og i den midlertidige loven er det ikke lenger et lovbestemt krav om likebehandling i

---

<sup>108</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 52

---

disse tilfellene. En tvangsakkord kan vedtas av et simpelt flertall av alle kjente fordringer som har stemmerett. Stemmerett er forbeholdt de kreditorer som påvirkes av avgjørelsen. Typisk vil sikrede, motregningsberettigede og fortrinnsberettigede kreditorer som får full dekning ikke ha stemmerett.

Rekonstruksjonsloven § 34 annet ledd angir hva en tvangsakkord kan gå ut på og åpner for at alle krav kan dekkes opp til en viss sum, jf. Annet ledd. Dette innebærer at det vil være mulig å skyve den relative byrden over på kreditorer med større krav. Det fremkommer ikke et direkte krav til at nedskrivning av beløp som overstiger en slik eventuell terskel må være proratarisk. Likebehandlingsprinsippet, som fortsatt står sterkt i norsk lovgivning, kommer imidlertid til uttrykk i rekonstruksjonsloven § 48. Der fremgår det at et rekonstruksjonsforslag kan nektes dersom det *«ikke er rimelig og rettferdig overfor fordringshaverne»*. For å nå formålet med å oppnå vellykkede forhandlinger er det i forarbeidene dermed ikke forutsatt et absolutt krav om likebehandling i en rekonstruksjonsprosess.<sup>109</sup> Det gis dermed adgang til å fravike likhetsprinsippet under en tvangsakkord dersom det er nødvendig for å *«vinne tilslutning blant et bredt flertall av kreditorene»*.<sup>110</sup> Forarbeidene er imidlertid tause når det gjelder hva som ligger i dette. Denne adgangen har uansett resultert til en mer skjønnsmessig vurdering av likebehandling.

Rekonstruksjonsloven inneholder ingen nedre grense for hvor mye kreditorene må sitte igjen med etter en tvangsakkord. Det er med andre ord ikke et minstevern av kreditorbeskyttelse for den enkelte kreditor som stemmer mot planen. Rekonstruksjonsloven § 49 nr. 2 bokstav åpner imidlertid for at retten kan avstå planen dersom en kreditor kommer *vesentlig* dårligere ut enn ved en eventuell konkurs. En slik bestemmelse medfører at alminnelige usikrede krav ikke har en ubetinget rett til å motta minst like mye som ved en konkurs, og kan dermed risikere å komme dårligere ut i en rekonstruksjon under dagens regler. En sikret kreditor vil derimot ha like rettigheter ved en rekonstruksjon som ved en konkurs. Konsekvensen av dette er at det åpnes for en markant forskjellsbehandling mellom vernet av sikrede og usikrede kreditorer, sammenlignet med en konkurs.

---

<sup>109</sup> Prop. 75 L (2019–2020) s. 73.

<sup>110</sup> Høringsnotat: *Utredning av Leif Villars-Dahl* (2016) s. 89, sitert i Prop. 75 L (2019–2020) på s. 73.

---

Utover dette er det i norsk rett begrenset med måter å forskjellsbehandle kreditorer på. En mulighet er gitt gjennom den alminnelige avtalefriheten, hvor det kan avtales at hver enkelt kreditor aksepter å bli svakere stilt enn øvrige usikrede uprioriterte kreditorer. En annen måte er gjennom kravet til minimumsdekning opp til en viss sum etter § 34 annet ledd. En tredje mulighet til å forskjellsbehandle kreditorer er at det i prinsippet er mulighet for å holde enkelte krav fullstendig utenfor tvangsakkorden etter § 48. Riktignok er det uklart når dette er tillatt, fordi at loven bruker vage kriterier. I tillegg til dette, åpnes det for en forskjellsbehandling mellom usikrede- og sikrede og fortrinnsberettigede kreditorer. Mens de usikrede kreditorer kan bindes av simpelt flertall, kan det ikke gjøres inngrep i de sikrede og fortrinnsberettigede kreditorenes krav med mindre den enkelte kreditor samtykker.

### *6.2.1 Bør det innføres system for kreditorklasser?*

Kravet til enighet mellom samtlige berørte sikrede kreditorer kan medføre at rekonstruksjonsprosessen kompliseres og vanskeliggjøres. Det er derfor flere ganger blitt tatt til orde for en bredere adgang til å inndele kreditorer i ulike klasser.<sup>111</sup> En klasseinndeling av kreditorene kan, som nevnt, gjøre avstemningen av rekonstruksjonsforslaget mer fleksibel ved at det kan kreves flertall i hver enkelt klasse. Dette ble påpekt i Villars-Dahl utredning til nåværende rekonstruksjonslov, men foreslått vurdert på et senere tidspunkt. Konkursrådet stiller seg også bak en slik adgang. De påpeker at et absolutt krav om likebehandling vil kunne vanskeliggjøre en rekonstruksjon og at det i mange tilfeller er gode grunner for å forskjellsbehandle de ulike kreditortypene.<sup>112</sup> Det vil for eksempel, for mange virksomheter være avgjørende å sørge for at enkelte grupper i mindre grad blir berørt av rekonstruksjonen. Det kan blant annet være kritiske leverandører eller nødvendige kunder som selskapet er avhengige av for å kunne drive videre.

Det er imidlertid flere faktorer som kan være med på å vanskeliggjøre slik klasseinndeling. Det kan for eksempel oppstå utfordringer med å bestemme hvordan klassene skal settes sammen. Dette kan gi opphav til mange tvister. Et annet moment som må tas stilling til er om retten kan stadfeste en rekonstruksjon som enten én eller flere klasser har stemt mot og i tilfellet under hvilke vilkår.

---

<sup>111</sup> Regjeringen (2020). Innspill til permanente regler om rekonstruksjon.

<sup>112</sup> Prop. 75 L (2019–2020) s. 43

I dag behandles kreditorene etter prioritetsrekkefølgen som følger av prioritetsreglene i dekningsloven kapittel 9. Det er imidlertid gjort visse justeringer, for eksempel er fortrinnsretten for skatte- og avgiftskrav etter dekningsloven § 9-4 tilsidesatt i de tilfeller det er åpnet rekonstruksjonsforhandlinger, jf. forskrift nr. 948/2020. Utover dette er det ikke gjort store unntak for å endre prioritetsrekkefølgen. Disse reglene er lite fleksible og åpner i begrenset grad for forskjellsbehandling blant de uprioriterte kreditorene. Det foreligger i mange tilfeller behov for å kunne forskjellsbehandle kreditorer eller grupper av kreditorer. Noen kreditorer er mer kritiske for driften enn andre. Et selskap kan for eksempel har et kritisk behov for at en leieavtale skal fortsette for å kunne ha et sted å drive virksomheten under prosessen. Dette innebærer at det være gode grunner til at denne kreditoren kan behandles annerledes enn de øvrige kreditorene, for å komme frem til gode og velfungerende løsninger for fellesskapets beste.

### **6.3 Det amerikanske regelverket**

#### *6.3.1 Klasseinndelingen*

De amerikanske rekonstruksjonsreglene i Chapter 11 legger opp til bruk av avstemmingsklasser. Dette gjøres ved at rekonstruksjonsplanen kan gå ut på å dele inn kravene til kreditorer og aksjonærer i ulike klasser. En slik adgang til å differensiere kreditorene i forhandlingene gjør at planen kan tilby forskjellige løsninger for de ulike klassene. Dette skiller seg fra norsk rett. Inndeling av krav og interesser i ulike klasser reguleres i 11 U.S.C. § 1122. Kreditorene blir fordelt inn klasser basert på deres likhet og interesser. Det avgjørende er om kravene er «vesentlig like» («*substantially similar*»), 11 U.S.C. § 1122 (a).

*“a plan may place a claim or an interest in a particular class only if such claim or interest is substantially similar to the other claims or interests of such class”, 11 U.S.C. § 1122 (a)*

Generelt vil en rekonstruksjonsplan definere «vesentlig like» krav og interesser ut fra deres prioritet, herunder sikrede kreditorer, usikrede kreditorer med prioritet, generelle usikrede kreditorer og aksjonærer.<sup>113</sup> Se mer om krav av ulik prioritet

---

<sup>113</sup> U.S. Courts. Chapter 11. “Generally, a plan will classify claim holders as secured creditors, unsecured creditors entitled to priority, general unsecured creditors, and equity security holders.”



---

under avsnitt 3.3.4. Krav og interesser er iboende forskjellige, og det er ikke alltid enkelt å inndelegne kreditorer etter deres prioritet. Som hovedregel bør inndelingen i klasser baseres på kravets juridiske natur. Dette betyr likevel ikke at alle krav som er «*vesentlig like*» må plasseres i samme klasse.<sup>114</sup> Det åpnes for at også like krav kan plasseres i ulike klasser, dersom det gis en rimelig begrunnelse for slike separate klasseinndelinger.<sup>115</sup> Gjennom mer komplekse rekonstruksjonsplaner har det blitt spesifisert et antall separate klasser innenfor disse brede grupperingene av kreditorerens prioritet. Eksempelvis kan amerikansk rett vise til en inndeling av hele 12 ulike klasser<sup>116</sup> i rekonstruksjonen av Lehman Brothers Holdings Inc, som hittil er den største konkursbehandlingen i USAs historie.<sup>117</sup>

Kravene trenger dermed ikke å være nøyaktig de samme, og et forslag til en rekonstruksjonsplan kan således opprette andre klasser av krav basert på et rimelig skille mellom kravene. Kreditorer med samme prioritet kan således deles inn i ulike klasser. Fed. R. Bankr. P. 3013 gir veiledning for hva som er en passende klassifisering av krav.

Som hovedregel skal det være likebehandling av hvert krav innad i hver klasse, 11 U.S.C. § 1123 (a)(4).

*«Provide the same treatment for each claim or interest of a particular class, unless the holder of a particular claim or interest agrees to a less favorable treatment of such particular claim or interest», 11 U.S.C. § 1123 (a)(4).*

Dette kravet innebærer at kreditorer innad i hver klasse skal behandles likt, og at krav som inngår i forskjellige klasser, kan behandles ulikt. Det kan i så måte argumenteres for at lovens system tillater en saklig forskjellsbehandling av kreditorer. Kreditorer kan også akseptere å stå tilbake for de øvrige kreditorer i samme klasse og på den måten utvide adgangen til forskjellsbehandling, 11 U.S.C. § 1123 (a)(4).

---

<sup>114</sup> In Re Dow Corning Corp., 280 F.3d 648, 661 (6th Cir. 2002).

<sup>115</sup> In Re Armstrong World Industries Inc., 348 B.R. 136 159 (Bankr. D. Del. 2006).

<sup>116</sup> United States Bankruptcy Court (2010). Overview of the plan. Classification.

<sup>117</sup> Edward I. Altman, Edith Hotchkiss and Wei Wang, *Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*, 4. utg., Hoboken, New Jersey 2019. "Largest Bankruptcy Filing of all time (in dollars)"

---

En ytterligere adgang til forskjellsbehandling, utover klasser med krav som er «*vesentlig like*», har vokst frem gjennom en prejudikatslære som medfører at selskapet ved inngåelse av en rekonstruksjon kan lage en liste over kritiske handelskreditorer som anses som «*unnværlige*» for selskapet. Doktrinen omtales gjerne som «*kritiske leverandører*» («*critical vendors*») og innebærer at kreditorer som er uunnværlige for selskapets videre drift kan få sine krav betalt fullt, som en gruppe usikrede kreditorer med prioritet.<sup>118</sup> Prinsippet har kommet som et resultat av at retten gjerne har godtatt å betale de kreditorene selskapet anser som kritiske for selskapets drift. Eksempler på slike kritiske leverandører kan være handelskreditorer som leverer varer og/eller tjenester som er helt avgjørende for selskapets mulighet til å finansiere driften underveis i rekonstruksjonen.

### 6.3.2 Avstemmingsreglene

Som nevnt i kapittel tre kan en rekonstruksjonsplan etter amerikansk rett åpnes på to måter. I utgangspunktet skal planen godkjennes av et tilstrekkelig flertall i alle klassene, men retten kan også, unntaksvis, godkjenne planen gjennom en såkalt «*cram down*».

For at en rekonstruksjonsplan skal vedtas, kreves det i utgangspunktet at planen blir godkjent av et tilstrekkelig flertall i alle klassene, 11 U.S.C. § 1129 (a)(8). Det er kun kreditorer som påvirkes (blir «*impaired*») av rekonstruksjonsplanen som kan stemme, 11 U.S.C. § 1126 (a) og (f). En kreditorklasse som ikke mottar noe etter planen slipper å stemme, da det antas at de stemmer imot planen, 11 U.S.C. § 1126 (g). Hovedregelen er at en hel klasse anses for å stemme for planen hvis planen blir akseptert av kreditorer som har minst to tredjedeler i beløp og mer enn halvparten av antall krav i klassen, 11 U.S.C. § 1126 (c). Hensikten med slikt dobbeltkrav er å sikre at utfallet ikke avgjøres av et stort antall kreditorer som kun innehar små krav eller av et fåtall kreditorer med store krav.

Det er et generelt minstekrav til kreditorbeskyttelse for de nedstemte kreditorene som er «*impaired*» innad i en klasse, 11 U.S.C. § 1129 (a)(7)(i). Har en kreditorklasse vedtatt en rekonstruksjonsplan med tilstrekkelig flertall, er de nedstemte kreditorene som er «*impaired*» beskyttet av kravet om at individuelle

---

<sup>118</sup> Roe, Mark J., and Frederick Tung (2013) s. 1255

---

kreditorer under restruktureringsplanen må motta eller bevare *minst like mye som ved en eventuell konkurs*, 11 U.S.C. § 1129 (a)(7)(ii). Dette minstekravet omtales gjerne som en test av «*kreditors beste interesse*» («*best interest test*») og vurderes ut ifra en analyse av balansen til selskapet.

Før en godkjenning av planen kan foreligge, må retten imidlertid være overbevist om at alle andre krav i § 1129 er overholdt. For å bekrefte planen må retten blant annet konkludere med at (1) planen er gjennomførbar («*feasible*»), at (2) forslaget er i god tro («*good faith*»), og (3) planen er i samsvar med kravene etter loven, Fed. R. Bankr. P. 3020(b)(2).

### 6.3.3 Tvungen godkjenning av planen for alle kreditorer - «*Cram down*»

I tillegg åpner det amerikanske regelverket unntaksvis for at retten kan godkjenne planen til tross for at den ikke oppnår tilstrekkelig flertall i samtlige påvirkede («*impaired*») klasser, 11 U.S.C. § 1129 (b). Retten kan godkjenne planen uten tilstrekkelig flertall i de tilfeller:

*“The plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan”*, 11 U.S.C. § 1129 (b)(1).

Dette gjør det mulig for domstolen å godta en rekonstruksjonsplan forutsatt at den (1) ikke diskriminere urimelig og (2) er rimelig og rettferdig for hver klasse som har fått svekket sine krav. Disse kravene gjelder for hver klasse og ikke individuelle kreditorer.

Det første vilkåret om at en plan ikke skal «*diskriminere urimelig*», kan generelt sies å innebære at klasser med samme prioritet skal behandles likt. Loven åpner likevel for at klasser med samme prioritet kan behandles ulikt dersom det foreligger en rimelig begrunnelse. Eksempelvis kan en domstol tillate at en restruktureringsplan kan differensiere i form av å gi to klasser med lik prioritet forskjellig prosentandel av tilbakebetalingen begrunnet i at det er viktigere å beholde gode relasjoner til en gruppe av kreditorer, fremfor en annen.<sup>119</sup>

---

<sup>119</sup> In re Kliegl Bros. Universal Elec. Stage Lighting Co., 149 B.R. 306, 308 (Bankr. E.D.N.Y. 1992).

---

Det andre vilkåret om at en plan skal være «*rimelig og rettferdig*» involverer to prinsipper; en absolutt prioritetsregel («*the absolute priority rule*») og at ingen skal motta mer enn sitt opprinnelige krav.

Et grunnleggende prinsipp under Chapter 11 er en «*absolutt prioritetsregel*» som skal følges ved fordeling av rekonstruksjonsverdien mellom klassene. Den absolutte prioritetsregelen var opprinnelig en domstolskapt doktrine, men fremgår nå som et lovfestet krav om at rekonstruksjonsplanen kan bli godkjent, til tross for at en klasse stemmer mot, dersom visse vilkåret oppfylt. Den absolutte prioritetsregel er oppfylt dersom planen er «*rimelig og rettferdig*», 11 U.S.C. § 1129 (b)(2)(B)(ii). For å overholde det som er «*rimelig og rettferdig*» kan rekonstruksjonsplaner ledes gjennom prioritetsrekkefølgen som følger av 11 U.S.C. § 507. Regelen har eksempelvis et krav om at en usikret kreditor og aksjonær ikke kan sitte igjen med verdier, med mindre betingelsene i prioritetsrekkefølgen er oppfylt. Reglene for hva som anses som «*rimelig og rettferdig*» vil dermed være ulikt for sikrede kreditorer, usikrede kreditorer og aksjonærer i selskapet. Prioritetsrekkefølgen følger «*waterfall-effekten*» som går ut på at ingen i en underprioritert gruppe får dekning før alle i de bedre prioriterte gruppene får full dekning. Denne rekkefølgen er i utgangspunktet tilsvarende prioriteringsreglene etter norsk rett, jf. dekl. §§ 9-3 og 9-4.

En «*cram down*» kan således, gitt at disse vilkårene er oppfylt, gi den amerikanske domstolen muligheten til å overkjøre kreditorer som har stemt mot planen og redusere den overordnede verdien av deres krav.

#### **6.4 Komparativ analyse**

Likhetsprinsippet står således fremdeles sterkt i norsk rett og kreditorene skal i utgangspunktet fremdeles behandles som én gruppe. Det amerikanske regelverket har derimot et midlere utslag av likhetsprinsippet i sin lovgivning, som vises ved at kreditorer og aksjonærer kan fordeles i ulike klasser, basert på deres interesser og likhet.

Den største forskjellen mellom regelsettene er imidlertid knyttet til at kreditorer i amerikansk rett kan tvinges til å godta rekonstruksjonen mot sin vilje, som følger av reglene om «*cram down*». Under norsk rett er kreditorer som stemmer mot planen vernet mot tvangsakkorder ved at det kreves et flertall av stemmene for

---

vedtakelse av planen. Den enkelte kreditor er derimot ikke vernet. Som nevnt kan retten imidlertid nekte planen dersom en nedstemt kreditor kommer vesentlig dårligere ut enn ved en konkurs, men dette kravet er ubetinget. Dette er i motsetning i amerikanske rett, hvor den enkelte kreditor har krav om å motta minst like mye som ved en eventuell konkurs.

Spørsmålet som gjør seg gjeldene er hva lovgiver skal velge å gjøre i utarbeidelsen av en ny permanent lov. Som presentert i avsnitt 6.3.2 reiser dette området særlig to spørsmål. Det første spørsmålet er om det i det hele tatt bør innføres et system for kreditorklasser? Det andre spørsmålet som beror på det første, er om det da bør innføres regler for at retten kan stadfeste en rekonstruksjon som enten én eller flere klasser har stemt mot, og i tilfellet under hvilke vilkår? I praksis blir dette en avveining mellom hensynet til likhetsprinsippets sterke stilling og hensynet til den nødvendige fleksibilitet som trengs for å hjelpe selskaper å overkomme finansielle problemer. Et spørsmål i forlengelsen av dette er om et sterkt likhetsprinsipp faktisk ivaretar kreditors interesse, eller om en lemping av dette prinsippet vil kunne gi kreditorer et bedre resultat i lengden. Spørsmålet settes særlig på spissen når et selskap er under rekonstruksjon og kreditorene allerede har svekkede dekningsmuligheter.

Selv om norsk rett i større grad åpner for forskjellsbehandling enn tidligere, er fleksibiliteten i planen fremdeles begrenset. Avstemningen skjer kun i én stor kreditorgruppe som i utgangspunktet ikke skal forskjellsbehandles, med unntak av uklare og skjønnsmessige bestemmelser som gjør det mulig å holde krav helt utenfor tvangsakkorden, jf. rekonstruksjonsloven § 48. Det vil dermed være vanskelig å utarbeide en fleksibel løsning som ikke forskjellsbehandler.

Hensynet til rettferdighet og hensynet til fleksibilitet vil kunne komme i konflikt med hverandre. Rettferdighet sikrer behovet til at kreditorer av samme prioritet behandles likt. Flexibilitet sikrer behovet for gode og gjennomførbare løsninger. Alminnelige usikrede kreditorer vil allerede ha svekkede dekningsmuligheter under rekonstruksjonsforhandlinger. Vurderingen er om den enkelte kreditor kan øke denne dekningsmuligheten på sikt, ved å tillate mer forskjellsbehandling som gir fleksible løsninger. Det kan eksempelvis være gjennom nødvendig forskjellsbehandling av kritiske leverandører. At noen kreditorer godtar å stå tilbake for at enkelte kritiske kreditorer blir ivaretatt kan gagne alle, ved at sjansen for at

---

selskapet lever videre blir større. Lempingen av likhetsprinsippet vil således kunne gi kreditorer et bedre resultat i lengden.

Et mildere likhetsprinsipp forutsetter imidlertid et minstevern til kreditorbeskyttelse for å ivareta hensynet til rettferdighet. Den komparative analysen av regelverkene viser at det amerikanske regelverket har et midlere likhetsprinsipp, men en sterkere beskyttelse av nedstemte kreditorer. Den enkelte kreditor er dermed vernet. En nedstemt kreditor kan ikke komme dårligere ut enn ved en eventuell konkurs. Det norske regelverket gir ikke den enkelte kreditor en slik ubetinget rett. Både konkurs og rekonstruksjon dreier seg grunnleggende sett om en tapsfordeling. Av fordelingsreglene i en konkurs følger en absolutt prioritetsregel, det fremstår derfor nærliggende at dette også bør gjelde ved en rekonstruksjon, med mindre kreditorer samtykker til en dårligere prioritet. Det gjør det imidlertid ikke, og for at det ikke skal bli en markant forskjell mellom vernet av sikrede og usikrede kreditorer sammenlignet med utfallet ved en konkurs, kan tungtveiende grunner tale for at det også bør foreligge et ubetinget vern om at den enkelte kreditor ikke kan komme dårligere ut enn ved en eventuell konkurs.

Det er gode grunner til at norsk lovgiver ikke har tatt i bruk kreditorklasser i en hastevedtatt midlertidig lov om rekonstruksjon. Det amerikanske regelverket som omfatter bruk av kreditorklasser og er både omfangsrikt og komplekst. Vilkårene for å tvinge flere ulike kreditorklasser med på en rekonstruksjonsplan innebærer en omfattende og krevende vurdering. Beslutningen må fattes av en domstol og det kreves således at retten har en klar oppfatning om både hva verdien av selskapets eiendeler og fremtidige kontantstrøm er, for å avgjøre om disse vilkårene er oppfylt. Bruk av kreditorklasser vil fort bli en kamp om verdsettelsen av selskapet for å overbevise domstolen om at vilkårene er oppfylt eller ikke. En slik vurdering av regelverket vil kreve en bred juridisk og økonomisk kompetanse i norske domstoler.

Det norske rettssystemet har ikke tilsvarende erfaring med et slikt omfattende regelverk. Oslo byfogdembete var Norges eneste særdomstol, men ble tidligere i 2021 slått sammen med Oslo Tingrett. Selv om det argumenteres for at sammenslåingen medfører et større og bredere fagmiljø enn før er det usikkert om det er tilstrekkelig. For å kunne dele kreditorer inn i klasser og tvinge klasser som stemmer mot med på rekonstruksjonsløsning, krever dette både kapasitet og spesialkompetanse. En slik lovgivning vil gi opphav til mange tvister som krever

---

en vanskelig interesseavveining mellom rettferdighet og fleksibilitet. Denne interesseavveiningen er imidlertid ikke tilstrekkelig ivaretatt etter dagens regelverk og bør utbedres i en permanent lov.

De amerikanske reglene om kreditorklasser har langt på vei vært inspirasjonen til EUs rekonstruksjonsdirektiv, som nå legger opp til et system hvor kreditorer og eiere skal deles inn i klasser og stemme over rekonstruksjonsplanen, artikkel 9.4. Direktivet oppstiller krav om likebehandling av kreditorer innad i hver klasse, artikkel 10.2 b). I tillegg gir artikkel 10.2 d) et minstekrav til kreditorbeskyttelse gjennom kriteriet om «*kreditors beste interesse*» som innebærer at en kreditor ikke kan komme dårligere ut enn ved en konkurs, tilsvarende amerikansk rett. Direktivet inneholder også en bestemmelse om «*cram down*» i artikkel 11. Direktivet ser dermed nødvendigheten av å kunne tvinge gjennom en løsning for å oppnå formålet med lovgivningen. Det betyr også at Norge har mulighet til å innføre et system som legger til rette for klasseinndeling og avstemning i grupper.

Den svenske utrederen har foreslått en løsning som åpner for en «*gruppöverskridande cram-down*», til tross for at en eller flere grupper stemmer mot planen. Det betyr at det under spesielle omstendigheter kan gjennomføres en «*cram-down*» selv om den avviker fra prinsippet om likebehandling eller regelen om absolutt prioritet. Unntaket forutsetter at planen ikke urimelig skader partenes rettigheter eller interesser.<sup>120</sup>

### **6.5 Forslag**

Vårt forslag er at det i den permanente loven åpnes for å inndele kreditorer og eiere i klasser. Det er imidlertid en viktig forutsetning at det foreligger klare retningslinjer for hvordan disse klassene skal settes sammen. Dette fordrer at det tilrettelegges for både kapasitet og spesialkompetanse i norske domstoler. For å sikre fleksible og gode løsninger mener vi regelverket burde ha bestemmelser som gir retten anledning til å tvinge gjennom en løsning som er til fellesskapets beste. Vilkåret må imidlertid være at den enkelte kreditor ikke kommer bedre ut ved en konkurs.

---

<sup>120</sup> SOU 2021:2, Andra chans för krisande företag - En ny lag om företagsrekonstruktions s. 464

---

## 7.0 Konklusjon

Innledningsvis ble det forklart at avhandlingen skulle vurdere om de nåværende regler om rekonstruksjon bidrar til et effektivt lovverk og om det er et reelt alternativ for selskaper i økonomisk krise. Av plasshensyn valgte vi oss ut tre områder i loven som etter vår mening er kritiske for et godt og effektivt regelverk. Etter analyser og sammenligning av det norske og amerikanske regelverket har avhandlingen kommet med forslag til hvordan disse områdene bør utformes i et permanent regelverk for å få selskaper tilbake på stø kurs.

Lovgiver har historisk sett vært svært moderat i revideringen av konkurslovgivningen, ved at det ikke tidligere er foretatt større endringer til tross for beskjeden bruk. Dette har medført at selskaper i praksis ikke har hatt et reelt alternativ til konkurs og utenrettslige forhandlinger. Den midlertidige lov om rekonstruksjon representerer på mange måter en vilje til å endre et institutt som ikke har fungert etter sin hensikt. Vår vurdering er likevel at det foreligger et behov for ytterligere modernisering og større endringer før dette vil fungere etter hensikt.

Vi mener den midlertidige loven generelt sett er et steg i riktig retning. Den inneholder for det første økt beskyttelse av selskapsverdien ved at rekonstruksjoner kan begjæres på et tidligere tidspunkt enn tidligere. Det betyr at selskapet på rekonstruksjonstidspunktet besitter større verdier som fortsatt kan reddes og har bedre likviditet til å klare seg igjennom prosessen. De nye reglene om lån på superprioritet bidrar også til at selskapet kan få ytterligere likviditet til å drive under forhandlingene. For det andre legger loven, til en viss grad, bedre til rette for forhandlinger. Ved at loven hjemler at en rekonstruksjonsplan kan medføre konvertering av gjeld til egenkapital, innebærer den et historisk skifte ved at det for første gang gjøres tydelig i loven at aksjeeierne har en rolle i rekonstruksjonsprosessen.

Vi mener imidlertid at det fortsatt er en vei å gå for å oppnå et godt regelverk som i tilstrekkelig grad legger til rette for å redde selskaper i en rettslig prosess. Det første området avhandlingen berørte, var hvorvidt loven i tilstrekkelig grad åpner for finansiering av drift under prosessen. Den aktuelle drøftelsen var i praksis en interesseavveining mellom hensynet til de eksisterende pantehaverne og hensynet til selskapets adgang til å hente nødvendig finansiering for å sikre fortsatt drift. Vi



---

mener adgangen for skyldnere i rekonstruksjonsforhandlinger til å sikre nye lån på superprioritet er for snever. For å gjøre rekonstruksjonslovens regler mer attraktive for alle typer virksomheter mener vi pantsettelsesadgangen bør utvides til å også omfatte realregistrerte formuesgoder.

Det andre området som var gjenstand for vurdering, var hvilken makt henholdsvis aksjonærer og kreditorer skal ha i vedtakelsen av en rekonstruksjonsplan som innebærer gjeldskonvertering. Vurderingen baserte seg i stor grad på en interesseavveining mellom hensynet til både aksjonærenes og kreditorenes rettigheter vurdert opp mot sannsynligheten for en suksessfull prosess. Vi mener det er urimelig at aksjonærer skal kunne motsette seg et godt forslag til rekonstruksjon i frykt for å få sin eierinteresse utvannet, når dette kan bidra til en suksessfull rekonstruksjon. Det samme gjelder den enkelte kreditor. Det er uheldig om én enkelt eller noen få kreditorer kan forhindre gjeldskonvertering i de tilfeller det er nødvendig for å få til en god løsning for selskapet. Vårt forslag er dermed at muligheten for å anse både aksjonærer og kreditorer som egne klasser, som deltar i avstemningen av planen, utredes ytterligere. På den måten kan alle parter tvinges til å bidra i redningsaksjonen. Dog gitt at visse vilkår er oppfylt.

Dette bringer oss over på det siste området som har vært gjenstand for vurdering i avhandlingen. Dette omhandlet spørsmålet om hvorvidt det kan og bør innføres klassesystem i avstemningen over rekonstruksjonsplanen. Interesseavveiningen står i praksis mellom hensynet til rettferdig fordeling og hensynet til nødvendig fleksibilitet. Vi mener at til tross for at rekonstruksjonsloven ikke er like streng som tidligere lovgivning hva gjelder likebehandling, er det fortsatt svært begrenset med måter å forskjellsbehandle kreditorer på. Rekonstruksjonsprosessen kompliseres og vanskeliggjøres ved at det blant annet ikke kan gjøres innhogg i sikrede kreditorens krav og at kreditorene som utgangspunktet skal behandles likt. Vi mener det er mange gode grunner til at kreditorer og aksjonærer bør kunne deles inn i grupper basert på sine krav for deretter å stemme over planen i disse klassene. Som redegjort for i kapittel sek fordrer imidlertid dette et strengt minimumsvern som sikrer den enkelte kreditor fra å komme dårligere ut enn ved en konkurs.

Det er enda tidlig å si noe om virkningene av den midlertidige loven og dermed hvorvidt den har bidratt til å redde selskaper som ble rammet av akutt inntektssvikt som følge av utbruddet av covid-19-pandemien. Det er imidlertid klart at antall

---

rekonstruksjonsforhandlinger har økt siden 2019. I 2019 ble det åpnet fem gjeldsforhandlinger<sup>121</sup> mens det i perioden fra loven trådte i kraft i mai til utgangen av 2020 ble åpnet 19 rekonstruksjonsforhandlinger<sup>122</sup>. Rekonstruksjonsloven må trolig kunne tillegges noe av æren for dette. Vi tror at ved å ytterligere åpne for mer moderne løsninger kan regelverket bidra til å redde mange selskaper i fremtiden.

---

<sup>121</sup> Brønnøysundregistrene (2021). Søkekriterier: dato fra 01.01.2019 til 31.12.2019, kunngjøringstype: Gjeldsforhandling

<sup>122</sup> Brønnøysundregistrene (2021). Søkekriterier: dato fra 01.01.2020 til 31.12.2020, kunngjøringstype: Rekonstruksjonsforhandling

---

---

## 8.0 Referanser

### Litteratur

- Altmann, Hotchkiss (2019) Edward I. Altman, Edith Hotchkiss og Wei Wang, “*Corporate Financial Distress, Restructuring and Bankruptcy*”, 4. utg., Hoboken, New Jersey, 2019.
- Andrew N. Karlen (1982) Andrew N. Karlen, “*Adequate Protection under the Bankruptcy Code, Its Role in Business Reorganization*”, 2 Pace L. Rev. 1, 1982. Available at: <https://digitalcommons.pace.edu/plr/vol2/iss1/1>
- Ayotte, Kenneth and Hotchkiss, Edith S. and Thorburn, Karin S. (2012) Ayotte, Kenneth and Hotchkiss, Edith S. and Thorburn, Karin S., «*Governance in Financial Distress and Bankruptcy*» (November 15, 2012). Oxford Handbook of Corporate Governance, Forthcoming, Northwestern Public Law Research Paper No. 12-37. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2176316>
- Børresen (2013) Børresen, Pål B, 2013, “*Konkurs: enkeltforfølgning, gjeldsforhandlinger og konkurs*. 7. utgave, Kristiansand: Cappelen Damm Akademisk, 2013.
- Eisenberg, Theodore and Sundgren (1997) Eisenberg, Theodore and Sundgren, Stefan, “*Is Chapter 11 Too Favorable to Debtors? Evidence from Abroad*”. Cornell Law Faculty Publications. Paper 383, 1997.

- 
- Ellingsæter og Meling (2020) Ellingsæter, Sjur Swensen og Meling, Marie, «*Rekonstruksjonslovens muligheter og begrensninger*». Tidsskrift for forretningsjus, 2020.
- Gilson, Hotchkiss, Ruback. (2000) C. Gilson, Hotchkiss, S. Ruback, Oxford Academic. “*Valuation of Bankrupt Firms*”, 2000.
- Gilson, John and Lang (1990) Gilson, John and Lang 1990; Asquith, Gertner and Scharfstein, 1994, Bolton and Scharfstein, 1996. “Academic studies on how the complexity of debt affect distressed companies’ restructure”.
- Goergen (2012) Goergen, Mark. “*Corporate Governance, a global perspective*”, 2020.
- Hillestad (2007) Hillestad, Aksel: Gjeldsforhandlinger for PGS – et bevis på norsk insolvenslovgivnings utilstrekkelighet? I: Tidsskrift for forretningsjus, 2007 nr. 1.
- Hon. Christopher S. Sontchi (2012) Hon. Christopher S. Sontchi, “*Valuation Methodologies: A Judge’s View*”, 20 AM. BANKR. INST. L. REV. 1, 14. 2012.

- 
- Journal of Financial Economics (2003)      Journal of Financial Economics. Volume 69, issue 1. "Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution. Empirical evidence", 2003. Available at: <https://www.sciencedirect.com.ezproxy.library.bi.no/science/article/pii/S0304405X03001132?via%3Dihub>
- Nazarian (2012)      Nazarian, Henriette og Nylund, Anna: "Konkursrett". 1. utgave, Tromsø: Cappelen Damm AS, 2012.
- Roe and Tung (2013)      Roe, Mark J., and Frederick Tung. "Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain." Virginia Law Review, vol. 99, no. 6, October 2013. HeinOnline.
- Skoghøy (2019)      Skoghøy, Jens Edvin A. Panterett (4. utgave). Oslo: Universitetsforlaget, 2018.

### **Norske og internasjonale lover**

- Akkordloven      Lov 06. mai 1899 om akkordforhandling
- Aksjeloven      Lov 13 juni 1997 om aksjeselskaper
- Allmennaksjeloven      Lov 13 juni 1997 om allmennaksjeselskaper

---

Dekningsloven	Lov 8 juni 1984 nr. 59 om fordringshavernes dekningsrett
EUs direktiv om rekonstruksjon og insolvens (EU) 2019/1023	Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Counsel of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132
Finansforetaksloven	Lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern
Konkursloven	Lov 8 juni 1984 om gjeldsforhandling og konkurs
Panteloven	Lov 2. august 1980 nr. 2 om pant
Rekonstruksjonsloven	Lov 07. mai 2020 nr. 38 om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19
United States Bankruptcy Code (USBC)	Title 11 of the United States Code (1978) [USA].
Federal Rules of Bankruptcy Procedure (Fed. R. Bankr. P.)	

## Norske og internasjonale forarbeid

NUT 1970:2	Rådsregn 8 (1979) om pant
NOU 1972:20	Gjeldsforhandling og konkurs
NOU 1993:16	Etterkontroll av konkurslovgivningen m.v.
Ot.prp.nr. 50 (1980-1981)	Om lov om gjeldsforhandlinger og konkurs
Ot.prp.nr.26 (1998-1999)	Om lov om endringer i konkurs- og pantelovgivningen m.v.
Prop. 75L (2019-2020)	Proposisjon til Stortinget om midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19
SOU 2021:2	Andra chans för krisande företag - En ny lag om företagsrekonstruktion
Høring fra utredning av Leif Villars-Dahl (2016)	Høringsnotat: Utredning av Leif Villars-Dahl, 29. juni 2016, " <i>Rekonstruksjon i turbulente tider</i> ". Tilgang: <a href="https://www.regjeringen.no/contentassets/7ebc47eaba664515969a1765477e8a16/utredning-av-leif-villars-dahl-word.pdf">https://www.regjeringen.no/contentassets/7ebc47eaba664515969a1765477e8a16/utredning-av-leif-villars-dahl-word.pdf</a> (Sisert 05.03.21)

## Nettsider

- 
- Advokatforeningen (2020) Advokatforeningen, 2020, "*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon*". Tilgang: <https://www.advokatforeningen.no/aktuelt/horingsuttalelser/2020/desember/innspill-til-permanente-regler-om-rekonstruksjon/> (Sisert 06.05.2021)
- Brønnøysundregistrene (2021) Brønnøysundregistrene, 2021, «*Kunngjøringer*». Tilgang: <https://w2.brreg.no/kunngjoring/index.jsp> (Sisert 06.06.21)
- Euronext (2020) Euronext, Norwegian Air Shuttle ASA (NAS), 2020, "*Conversion of vendor debt*". Tilgang: <https://live.euronext.com/en/node/3516186> (Sisert 01.04.2021)
- Finans Norge (2020) Finans Norge, 2020, Notat til Justis- og beredskapsdepartementet, "*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon*." Tilgang: [https://www.regjeringen.no/contentassets/50415af1fb8342dc8c6a6c1a5770bd44/finans-norges-innspill-til-revisjon-av-rekonstruks\\_637435798002853282.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/50415af1fb8342dc8c6a6c1a5770bd44/finans-norges-innspill-til-revisjon-av-rekonstruks_637435798002853282.pdf) (Sisert 06.06.2021)
- Konkursrådet (2012) Konkursrådet, 24. januar 2012, "*Innføring i konkurs*". Tilgang: <http://www.konkursradet.no/innfoering-i-konkurs.305266.no.html> (Sisert 02.06.2021)



- 
- Meling (2018) Meling, Marie, 2018, "*Hva er rettferdig restrukturering?*" Tilgang: <https://www.dn.no/kreditt/chapter-11/konkurs/eu/hva-er-rettferdig-restrukturering/2-1-432107> (Sisert 05.05.2021)
- Det juridiske fakultet, UiO (2018) Meling, Marie, 2018, "*EU planlegger norsk Chapter 11*" Tilgang: <https://www.jus.uio.no/nifs/forskning/aktuelle-saker/kronikker/2018-05-03-marie-meling.html> (Sisert 01.04.2021)
- Oslo Byfogdembete (2020) Oslo Byfogdembete, Notat til Justis- og beredskapsdepartementet, 2020, "*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon.*" Tilgang: <https://www.regjeringen.no/contentassets/50415af1fb8342dc8c6a6c1a5770bd44/oslo-byfogdembete.pdf> (Sisert 06.05.2021)
- PWC (2017) PWC rapport, 2017, "*Finansiell restrukturering av større selskapet.*" Tilgang: <https://www.pwc.no/no/tjenester/kapitalmarkeder/pwc-rapport-finansiell-restrukturering.pdf> (Sisert 30.05.2021)
- Regjeringen (2020) Regjeringen, 2020, "*Innspill til permanente regler om rekonstruksjon.*" Tilgang: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/dep/jd/nyheter/2020/innspill-til-permanente-regler-om-rekonstruksjon/id2770134/> (Sisert 06.05.2021)
-

- 
- Thorburn (2020) Thorburn, Karin S. NFF Webinar, 2020, "*Norway's new temporary law for voluntary restructuring.*"  
Tilgang: <https://www.finansanalytiker.no/wp-content/uploads/2020/05/20200512-NFF-webinar-karin-thorburn-midlertidig-ny-rekonstruksjonslov.pdf>  
(Sisert 01.05.2021)
- United States Bankruptcy Court (2021) United States Bankruptcy Court, 2021, Overview of the plan. Classification. Tilgang: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465910019942/a10-8193\\_2ex99d1.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465910019942/a10-8193_2ex99d1.htm)  
(Sisert 25.05.2021)
- United States Courts (2021) United States Courts, 2021, "*Chapter 11 - Bankruptcy Basics.*" 2020. Tilgang: <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics> (Sisert 22.04.2021)
- Valebrokk (2020) Valebrokk, Per og Stordalen, Petter, 2020, «*Vi elsker konkurser*». Tilgang: <https://open.spotify.com/episode/4sUzWHIkYBBDZA60YrWbrM> (Sisert 20.05.2021)