

# Konvertible lån som kilde til finansiering

*Med særlig fokus på utvalgte problemstillinger for  
teknologiske oppstartsbedrifter organisert som  
aksjeselskaper*

Kandidatnummer: 105

Antall ord: 36359



JUS397 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

23. juni 2023



# Innholdsfortegnelse

<b>1. Introduksjon til emnet .....</b>	<b>4</b>
1.1. Introduksjon av tema og problemstilling.....	4
1.2. Den rettslige bakgrunnen for problemstillingen.....	5
1.2.1. Aksjeselskapsrettslige metoder for kapitalinnhenting .....	5
1.2.2. Bakgrunn for og utviklingen av regler om finansielle instrumenter.....	8
1.2.3. Konvertible lån som finansieringsform .....	10
1.3. Avgrensning.....	11
1.4. Metodiske utfordringer og plan for den videre fremstillingen .....	12
<b>2. Relevante hensyn.....</b>	<b>14</b>
2.1. Innledende om hensynene .....	14
2.2. Aksjeselskapsrettslige målsetninger.....	15
2.3. Midler for å oppnå målsetningene .....	17
2.3.1. Hensynet til aksjeeierne .....	17
2.3.2. Hensynet til kreditor .....	19
2.3.3. Hensynet til effektivitet .....	21
2.3.4. Hensynet til en effektiv næringsvirksomhet .....	21
2.3.5. Stakeholder-interesser og selskapsinteressen .....	22
2.3.6. Samsvar med andre lands rett .....	23
<b>3. Konvertible lån .....</b>	<b>24</b>
3.1. Utgangspunkt og siktemål for tolkning av reguleringen .....	24
3.2. Utvikling av lovreguleringen om konvertible lån.....	26
3.3. Funksjonaliteten av konvertible lån.....	30
3.3.1. Om forholdet mellom fordringen og motregningsretten.....	30
3.3.2. Om konverteringsprosessen og kursfastsettelse .....	31
3.3.3. Om innholdet i låneavtalen .....	33
3.3.4. Om beskyttelse av rettighetshaver .....	34
3.4. Betydning av regulering i vedtekter og aksjonæravtaler .....	35
3.5. En side mot uregistrerbare konvertible lån.....	37
3.6. Utfordringer ved dagens regulering.....	39
<b>4. Verdifastsettelse av teknologiske oppstartsbedrifter .....</b>	<b>41</b>
4.1. Om problemstillingene og faktorene som påvirker dem .....	41
4.2. Verdifastsettelse i aksjeloven .....	43
4.2.1. Verdifastsettelse etter asl. § 11-2 (3) .....	43
4.2.2. Verdifastsettelse etter andre bestemmelser i aksjeloven.....	47
4.3. Betydningen av rettspraksis knyttet til andre bestemmelser .....	49
4.4. Oppsummering .....	52
<b>5. Rettighetshavers stilling ved ulike selskapsrettslige beslutninger .....</b>	<b>53</b>

5.1.	Nærmere om vilkåret i asl. § 11-2 (3) nr. 10 .....	53
5.2.	Innholdet i og virkningen av rettighetsposisjonen.....	54
5.3.	Vern av rettighetshaver i lovgivningen og låneavtalen .....	61
5.3.1.	Nærmere om de mulige rettighetsgrunnlagene.....	61
5.3.2.	Selskapsrettslig eller kontraktsrettslig vern? .....	62
5.3.3.	Andre avtalte forpliktelser mellom rettighetshaver og selskapet.....	65
5.4.	Oppsummering .....	67
<b>6.</b>	<b>Økonomisk utvanning ved konvertering .....</b>	<b>69</b>
6.1.	Utvanningsproblematikken.....	69
6.1.1.	Nærmere om økonomisk utvanning.....	69
6.1.2.	Et historisk og komparativt blick på problematikken.....	70
6.2.	Økonomisk utvanning og myndighetsmisbruk.....	72
6.2.1.	Tegningskursen som omdreiningspunkt .....	72
6.2.2.	Kan økonomisk utvanning være saklig begrunnet?.....	77
6.3.	Oppsummering .....	80
<b>7.</b>	<b>En rettsøkonomisk og rettspolitisk evaluering av reguleringen .....</b>	<b>81</b>
7.1.	Utgangspunkter for den rettspolitiske og rettsøkonomiske evalueringen .....	81
7.1.1.	Nærmere om tilnærmingen til evalueringen .....	81
7.1.2.	Restriktivitet eller fleksibilitet? .....	83
7.1.3.	Noen rettsøkonomiske konsepter.....	86
7.1.4.	Et rettsøkonomisk blick på ulike lovsystemer.....	89
7.2.	Alternative innfallsvinkler til problemstillingene.....	90
7.2.1.	Verdifastsettelse.....	90
7.2.2.	Rettighetshavers posisjon ved selskapets beslutninger.....	93
7.2.3.	Økonomisk utvanning ved konvertering.....	97
7.3.	Avsluttende analyser og konklusjoner.....	100
	<b>Litteraturliste .....</b>	<b>104</b>

# 1. Introduksjon til emnet

## 1.1. Introduksjon av tema og problemstilling

Temaet for avhandlingen er gjeldende rettslige rammevilkår for aksjeselskapers (AS) bruk av konvertible lån.<sup>1</sup> Konvertible lån er enkelt forklart låneavtaler hvor rettighetshaver, långiver, kan kreve fordringen motregnet til aksjer dersom den ønsker det, men hvor den også kan velge å holde på posisjonen som kreditor med krav på å få tilbakebetalt lånet. Dette er en finansieringsform som kan stimulere til deltagelse i finansieringen av risikofylte prosjekter.<sup>2</sup> Avhandlingen fokuserer på hvordan rammevilkårene for slike lån fungerer for teknologiske oppstartsbedrifter, altså bedrifter organisert som aksjeselskaper som utvikler teknologiske produkter eller tjenester som i sin karakter er nyskapende.<sup>3</sup>

Oppgavens hovedproblemstilling er derfor om, og eventuelt hvordan, låneavtalens funksjonalitet virker inn på teknologiske oppstartsbedrifters muligheter til å benytte konvertible lån som finansieringsform – med fokus på utvalgte problemstillinger.<sup>4</sup>

Teknologiske oppstartsbedrifters muligheter for å utstede konvertible lån følger av en generell regulering i aksjelovens kapittel 11 §§ 11-1 flg. Reguleringen løser ikke nødvendigvis direkte de problemstillinger som følger av låneavtalens funksjonalitet. Når oppstartsbedriftene ellers opplever utfordringer med finansiering, enten det gjelder egenkapital og fremmedkapital, kan reguleringen fremstå som et hinder for mer tilgjengelig kapital. Disse selskapene har få eller ingen eiendeler som kan stilles som sikkerhet og manglende kontantstrøm til å betjene lånet. Sammenstilles svak markedsposisjon og begrenset kontantstrøm, med det store vekstpotensialet, fremstår konvertible lån som praktiske instrumenter som incentiv for investeringer i oppstartsbedrifter. Det kan sørge for investeringer som ellers ikke ville kommet til dersom investor kun kunne velge mellom egenkapital- og fremmedkapitalinvesteringer. Siktemålet med hovedproblemstillingen er å belyse tre aktuelle problemstillinger knyttet til

---

<sup>1</sup> Det norske akademis ordboks definisjon, hentet fra «<https://naob.no/ordbok/rammevilk%C3%A5r>» (20.11.2022) Rammevilkår er i denne sammenheng «betingelser (av begrensende art) for hvordan en virksomhet skal (finansieres)».

<sup>2</sup> Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjer - aksjeloven (asl.) § 11-1 flg. Se også Andenæs (2016) s. 531.

<sup>3</sup> Utvalget av aksjeselskaper baserer seg på Lov 26. mars 1999 om skatt av formue og inntekt (sktl.) § 6-53 som angir seks år som grense, heller enn Innovasjon Norge sitt femårskriterium for tildeling av oppstartslån som har grunnlag i registrering i foretaksregisteret. Dette av hensyn til investorfokus i enkelte delkapitler, slik som punkt [5.3.](#)

<sup>4</sup> Med funksjonalitet menes låneavtalens egenskaper og innretning.

låneavtalen, i lys av teknologiske oppstartsbedrifters særegne økonomiske og organisatoriske forhold, og med det fremheve hvordan teknologiske oppstartsbedrifter kan benytte seg av konvertible lån som finansieringsform.

Hovedproblemstillingen reiser flere delproblemstillinger. Først og fremst et spørsmål om hvordan konvertible lån fungerer, som krever en analyse av et stort sett preseptorisk rammeverk og aksjeselskapsrettslige hensyn ([kapittel 2](#) og [3](#)). Her løfter jeg også frem historiske og komparative utviklingstrekk for å begrunne utvalget av problemstillinger. Deretter analyserer jeg tre utvalgte problemstillinger som oppstår i skjæringspunktet mellom aksjelovens regulering av konvertible lån, og teknologiske oppstartsbedrifters særegne økonomiske og organisatoriske forhold. Jeg undersøker først verdifastsettelse av selskapets aktiva ([kapittel 4](#)), så rettighetshavers stilling ved ulike selskapsrettslige beslutninger ([kapittel 5](#)) og avslutningsvis økonomisk utvanning av aksjeeiere ved konvertering ([kapittel 6](#)). Jeg avrunder fremstillingen med en oversiktspreget rettsøkonomisk og rettspolitisk evaluering av problemstillingene ([kapittel 7](#)). Skillet mellom rettsdogmatikk og rettsøkonomi er gjort av hensyn til leservennlighet, fordi det er nødvendig å klargjøre den rettsdogmatiske tilnærmingen før rettsøkonomiske perspektiver introduseres. Kunnskap om gjeldende rett er vesentlig når den senere skal tolkes rettsøkonomisk. Siktemålet med den rettsøkonomiske og rettspolitiske evalueringen er å belyse hvordan eventuell presisering av reguleringen kan bidra til å effektivisere konvertible lån som kapitalinnhentingsinstrument til bruk for teknologiske oppstartsbedrifter.<sup>5</sup> Dette i tråd med det overordnede formålet om å oppnå økt verdiskaping.<sup>6</sup>

## **1.2. Den rettslige bakgrunnen for problemstillingen**

### **1.2.1. Aksjeselskapsrettslige metoder for kapitalinnhenting**

Aksjeselskaper er verktøy for å drive næringsvirksomhet fordi organisasjonsformen ordinært har et styrende vinningsformål hvor vinningen skal tilfalle aksjeeierne.<sup>7</sup> Det finnes et mylder av ulike virksomheter i aksjeselskaps form og aksjeloven er en «one size, fits all»-regulering som gjelder for alle selskaper organisert som aksjeselskaper.<sup>8</sup> Aksjeloven har ikke uttømmende

---

<sup>5</sup> Erling Eide og Endre Stavang, «Rettsøkonomi» 2. utgave, Oslo:2018 s. 55-56.

<sup>6</sup> Se [delkapittel 2.2.](#) om det formuerettslige formålet om verdiskaping.

<sup>7</sup> Asl. § 1-1 (3) nr. 2 jf. § 2-2 (2) Det kan altså gjøres unntak fra dette utgangspunktet i vedtektene.

<sup>8</sup> Asl. § 1-1 (2). Fremstillingen gjelder kun aksjeselskaper. Noen nyanser til aksjeselskapsbegrepet finnes likevel. I 1995, fikk aksjeloven av 1976 fikk en inndeling i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Senere kom lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.) til, slik at allmennaksjeselskaper ble regulert av en egen lov.

regulering av finansiering, til tross for at virksomheter i aksjeselskaps form har svært ulike finansieringsbehov. Aksjeselskaper kan finansieres på tre hovedmåter. Gjennom egenkapital, fremmedkapital og finansielle instrumenter.

*Egenkapital* kan selskapsrettslig defineres som «den delen av selskapets eiendeler som ikke er gjeldsfinansiert».<sup>9</sup> Det begrensede ansvaret for aksjeeierne fordrer at virksomheten dels er egenkapitalfinansiert, eksempelvis ved stiftelseskravet om minste egenkapital på kr. 30 000.<sup>10</sup> Det begrensede ansvaret kan samtidig stimulere til etablering av risikofylt virksomhet.<sup>11</sup> Egenkapitalfinansiering ved aksjeerverv er det som gir aksjeeiere rettigheter, av organisatorisk og økonomisk karakter.<sup>12</sup> For egenkapital er det innført preseptoriske regler grunnet aksjeeiernes «innskuddsplikt», selskapsinteressen omkring kredittverdighet og dekningsobjektet for kreditorene.<sup>13</sup> Kompetansen til å fatte beslutninger om egenkapital er i stor grad tillagt aksjeeierne gjennom generalforsamlingen.<sup>14</sup> *Fremmedkapital* er selskapets gjeld, i alle former.<sup>15</sup> Dette reguleres ikke aksjeselskapsrettslig, men er underlagt alminnelige kontraktsrettslige regler.<sup>16</sup> Kompetansen til å fatte beslutninger om fremmedfinansiering er tillagt styret og daglig leder.

Alminnelig egenkapitalfinansiering kan være utfordrende for selskaper som enda ikke kan vise til at selskapet er et attraktivt investeringsobjekt. Særlig tilgang på institusjonelle egenkapitalinvestorer vanskeliggjøres av risikoen forbundet med virksomheten. Selskapene har særlige utfordringer med å hente inn fremmedkapital som følge av kravene om sikkerhetsstillelse for lånekapital i lys av egen kontantstrøm. Teknologiske oppstartsbedrifter har som nevnt typisk få eiendeler, og ofte kun immaterielle verdier i selskapet. Dette gir sjeldent

---

<sup>9</sup> Johannes Meyer-Myklestad, Praktiske innfallsvinkler i forsvarlighetsvurderingen av egenkapital og likviditet i aksjeselskaper, i «Jussens Venner» 2017 s. 45-65 på s. 54. Denne definisjonen av egenkapital er for øvrig i tråd med den tradisjonelle regnskapsrettslige eiersynet på årsregnskapet. Eiersynet har eierne i selskapet i fokus og egenkapitalen vises som den kapital som tilhører eierne jf. Hans Robert Schwencke, Grensen mellom egenkapital og gjeld i norsk regnskapsrett, i «Nordisk Tidsskrift for Selskapsret» 2003 vol.1. fra s. 41-52 på s. 43.

<sup>10</sup> Altså gjennom aksjeeiernes kapitalinnskudd ved kjøp av aksjer i selskapet jf. asl. § 3-1. Kravet ble endret i 2013 for å stimulere til økt etablering av AS sml. NUF, og verdiskaping jf. Prop. 148 L (2010-2011) s. 18-20.

<sup>11</sup> Rt. 2010 s. 306 (Hempel) avsn. 69.

<sup>12</sup> Asl. § 4-2.

<sup>13</sup> Mads Henry Andenæs, «Selskapsrett», Oslo: 2007.s. 211. Forsvarlighetskravet følger av § 3-4. I dette ligger det en skjønsmessig helhetsvurdering av blant annet selskapsforhold, fremtidsutsikter, kommende disposisjoner og bransje. Ellers er også utdelingsreglene i asl. § 3-6 flg. et godt eksempel på preseptoriske kapitalbeskyttelsesregler.

<sup>14</sup> Eksempelvis følger det av asl. § 8-2 (2) at styret kan få kompetanse for utdelinger etter styrefullmakt fra generalforsamlingen.

<sup>15</sup> Andenæs (2007) s. 210 drøfter fremmedkapital så kort som at «selskapets fremmedkapital har ikke like stor selskapsinteresse som egenkapitalen, og skal ikke behandles nærmere».

<sup>16</sup> Aksjonærlån faller utenfor denne definisjonen jf. reguleringen i asl. § 8-7 - § 8-11.

fullgod sikkerhet for kreditor. For å tiltrekke seg investorer kan aksjeselskaper bruke finansielle instrumenter som gir en annen risikofordeling enn ordinær egenkapital og fremmedkapital, og dermed sikre tiltrengt finansiering.

*Finansielle instrumenter* hjemles i aksjelovens kapittel 11, og inkluderer tegningsretter, lån på særlige vilkår og lån med rett til å kreve utstedt aksjer, herunder konvertible lån.<sup>17</sup> Siktemålet med instrumentene er å gi selskapene et bredt register av finansieringsformer. Motstridende interesser mellom selskapet og investor gjør at det er finansmarkedet som har utviklet en rekke finansielle instrumenter som fordeler risikoen mellom partene på en annen måte enn tradisjonell gjeld og egenkapital.<sup>18</sup> Uavhengig av instrument, kreves det at generalforsamlingen involveres med flertall som for vedtektsendringer.<sup>19</sup>

*Tegningsrettsaksjer* er et finansielt instrument hvor det er avtalt at en aksjeeier ved kapitalforhøyelse gis rett til å senere kreve utstedt en eller flere aksjer i selskapet.<sup>20</sup> Tegningsrettene utstedes i forbindelse med en kapitalforhøyelse.<sup>21</sup> Det er kun for nye aksjer at det kan påheftes tegningsretter, ikke for allerede eksisterende aksjer.<sup>22</sup> *Frittstående tegningsretter* gir en rett til å tegne aksjer uten at denne retten følger av en aksje eller et lån.<sup>23</sup> Selskapet forhåndsbinder kompetansen til, å på et angitt tidspunkt når rettighetshaveren krever det, utstede en eller flere aksjer. *Lån på særlige vilkår* er et lån som avhenger helt eller delvis av utbyttet som utdeles til aksjeeierne eller selskapets resultat.<sup>24</sup> Lånevilkårene gir mulighet til å delta i gevinstpotensialet, men lånet gir ikke egenkapital til selskapet, da det ikke gis ytterligere tegningsrett. Generalforsamlingen har kompetanse, noe som er et unntak fra utgangspunktet om at låneopptak er en sak for styret og daglig leder. Årsaken er långivers rett til andel i utbytte og overskudd.<sup>25</sup> *Lån med rett til å kreve utstedt aksjer* gir långiver rett til

---

<sup>17</sup> I Lov 29. juni 2007 om verdipapirer (vphl.) § 2-2 finnes en fullstendig oversikt over alle finansielle instrumenter som er aktuelle i norsk rett. Dette inkluderer også alminnelige aksjer. Hugo P. Matre «Gjeld og renter» Bergen: 2012 s. 25 benytter også denne tredelingen i sin fremstilling.

<sup>18</sup> Matre (2012) s. 57. Lovgivers rolle i reguleringen av finansielle instrumenter drøftes ytterligere i delkapittel [1.2.2](#), og for de konvertible lånene spesifikt i delkapittel [3.2](#).

<sup>19</sup> Asl. § 11-4.

<sup>20</sup> Asl. § 11-10 og § 11-11.

<sup>21</sup> Asl. § 11-10 jf. asl. kapittel 10. Fortrinnsrett for eksisterende aksjeeiere gjelder ikke for tegningsrettsaksjene jf. asl. § 11-11.

<sup>22</sup> Asal. § 11-10 jf. asl. § 4-1. Det skal og kan settes vilkår for tegningsretten. Vederlaget må angis, og tegningsretten kan inngå som del av en aksjeklasse uten stemmerett på generalforsamlingen.

<sup>23</sup> Asl. § 11-12 (1) jf. asl. § 11-14. I likhet med tegningsrettene må beslutningen angi blant annet vederlaget som må ytes og hvilken aksjeklasse tegningsretten skal tilhøre.

<sup>24</sup> Asl. § 11-14.

<sup>25</sup> Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, «Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave». 4. utgave, Oslo: 2017 s. 750 jf. § 11-14 første setning. Ansvarlige lån ble



aksjer i selskapet mot innskudd eller hvor fordringen benyttes som motregning.<sup>26</sup> Enten kan rettighetshaver få en rett til å tegne aksjer i selskapet ved at lånet gis (lån med tegningsrett), eller så kan lånet gi rettighetshaver en rett til å kreve fordringen ombyttet i en eller flere aksjer (konvertibelt lån).<sup>27</sup> Retten til å kreve utstedt aksjer kan omtales som en tegningsrett, eller som en opsjon.<sup>28</sup> Beslutningen kan kun fattes etter et forslag fra styret.<sup>29</sup> Utstedelseskompetansen kan delegeres fra generalforsamlingen til styret gjennom styrefullmakt.<sup>30</sup> Det er kun aksjeeiere eller bestemte navngitte personer som kan tegne slike lån, i tråd med aksjelovens system.<sup>31</sup>

### **1.2.2. Bakgrunn for og utviklingen av regler om finansielle instrumenter**

Selskapspraksis var en utløsende årsak for innføringen av konvertible lån og lån på særlige vilkår i aksjeloven av 1976.<sup>32</sup> Praksisen fremstår som et forsøk på å sørge for en mer effektiv organisering av næringsvirksomhet enn det loven åpner for. Der hvor tilrettelegging ikke er gjort av lovgiver, finner selskapene en egen vei. Eksempelvis er ikke konvertible lån et i utgangspunktet lovgivekonstruert instrument.<sup>33</sup> Behovet for lovfesting av finansielle instrumenter ble begrunnet i at en begrenset avtalefrihet ville sørge for at det ikke ble gjort endringer i selskapsstrukturen som aksjeeierne ikke tok høyde for da instrumentet ble utstedt.<sup>34</sup> Selskapene benyttet seg likevel i praksis av finansieringsformer som ikke var regulert i aksjeloven, slik som tegningsretter.<sup>35</sup> Selv etter praksis antydnet at selskapene ønsket instrumentene, ville lovgiver forsiktig prøve disse ut. Etter en utprøving i allmennaksjeloven mellom 1997 og 2006, ble også tegningsrettene innført for aksjeselskaper i 2006.<sup>36</sup> Avveiningen mellom lovregulering og avtalefrihet er dermed sentralt i spørsmål om lovreguleringen av finansielle instrumenter.

---

diskutert ved lovendringen av lån på særlige vilkår i Ot. prp. nr. 23 (1996-1997) s. 164. Det ble ikke ansett hensiktsmessig at også optak av ansvarlige lån skulle kreve beslutning fra generalforsamlingen.

<sup>26</sup> Asl. § 11-1.

<sup>27</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 725.

<sup>28</sup> I denne fremstillingen benyttes uttrykket tegningsrett, for å markere sammenhengen med øvrige finansielle instrumenter i aksjelovgivningen jf. asl. §§ 11-10 til 11-13.

<sup>29</sup> Asl. § 11-3.

<sup>30</sup> Asl. § 11-8 jf. § 11-9.

<sup>31</sup> Asl. § 11-2 (2). Se også Mads Henry Andenæs, «Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper», 3. utgave, redigert av Ole Andenæs, Stig Berge og Margrethe Buskerud Christoffersen, Oslo:2016, s. 529.

<sup>32</sup> Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper jf. NUT 1970:1 s. 102.

<sup>33</sup> Nærmere om tidlige konvertible lån i delkapittel [3.2](#).

<sup>34</sup> Ot. prp. Nr. 36 (1993-1994) s. 111, som viser til NOU 1992:29 s. 50. Dette kommer blant annet til uttrykk i utvanningsproblematikken som er tema i [kapittel 6](#).

<sup>35</sup> Dette i perioden mellom 1976-1997.

<sup>36</sup> Nå regulert i asl. §§ 11-10 til 11-11 og §§ 11-12 og 11-13, implementert gjennom lov 15. desember 2006 nr. 88 om endringer i aksjelovgivningen mv.

Aksjelovgivningen er på formuerettens område og prinsippet om privatautonomi står sentralt. Rettsøkonomisk er en interessant diskusjon om selskapene bør stå fritt til å velge sine finansieringsformer, da de kjenner sine forhold bedre enn lovgiver.<sup>37</sup> Uklar lovgivning gir rom for tolkning og dermed får selskapene muligheter til tilpasninger. Følges grunnleggende, preseptoriske aksjeselskapsrettslige regler, er det i teorien ikke noe som hindrer selskapet fra å benytte andre avtalebaserte finansieringsformer. Forutsatt at finansieringsformene ikke bryter med reglene. Dette kommer til uttrykk ved uregistrerbare konvertible lån, hvor de selskapsrettslige bindingsvirkningene ikke er til stede.<sup>38</sup> Utenfor den særskilte reguleringen av finansielle instrumenter, er reglene i aksjeloven til hinder for at tilsvarende avtaler inngås med selskapsrettslig bindende virkning.

Årsaken til dette er at finansielle instrumenter gjør unntak fra to grunnleggende aksjeselskapsrettslige prinsipper.<sup>39</sup> At aksjeeiere eller tredjepersoner kan kreve forhøyelse av aksjekapitalen, strider mot prinsippet om at denne kompetansen er tillagt alle aksjeeierne gjennom generalforsamlingen, eller til styret ved styrefullmakt. Slik forhåndsbinding er ellers ikke tillatt. Videre settes aksjeeiernes fortrinnsrett til aksjer til side når rettighetshaverne kan kreve utstedt aksjer.<sup>40</sup> Grunnet unntakene var lovfesting nødvendig, men reglene har utviklet seg lite siden 2006. Ved forenklingen og moderniseringen av aksjeloven som fant sted i 2013 ble det heller ikke gjort endringer.<sup>41</sup> Departementet anså reglene som komplekse og lite relevante for små selskaper.<sup>42</sup> I den forbindelse påpekte departementet at

«for små selskaper er det gjerne ikke aktuelt verken med fusjoner eller fisjoner, erverv av egne aksjer eller utstedelse av finansielle instrumenter. Mange av reglene gjelder dessuten kompliserte rettslige disposisjoner. Dette vil uten videre ha betydning for reglenes kompleksitet».<sup>43</sup>

---

<sup>37</sup> Mer om rettsøkonomi i delkapittel [1.4](#), og kapittel [7](#).

<sup>38</sup> Mer om uregistrerbare konvertible lån i [delkapittel 3.5](#).

<sup>39</sup> Dette var også en del av begrunnelsen for lovgivers restriktivitet ved innføring av finansielle instrumenter.

<sup>40</sup> Andenæs (2016) s. 530.

<sup>41</sup> Prop. 111 L (2013-2014) og NOU 2016:22 jf. asl. kapittel 11. Det skjedde heller ingen endringer av reguleringen under aksjelovrevisjonen i 2016. Det kan bemerkes at spørsmålet om en mulig tredje aksjelov også ble fremmet av Gudmund Knudsen, «Forenkling og modernisering av aksjeloven», skrevet etter oppdrag fra Justis- og politidepartementet, Oslo: 2011, men det førte ikke frem da eller ved NOU 2016:22.

<sup>42</sup> Prop. 111 L (2013-2014) s. 19.

<sup>43</sup> Prop. 111 L (2013-2014) s. 19.

### 1.2.3. Konvertible lån som finansieringsform

Det har historisk sett vært små og mellomstore bedrifter som har benyttet finansieringsformen konvertible lån.<sup>44</sup> Dette kan indikere at departementet i Prop. 111 L (2013-2014) feilvurderte betydningen slike lån kunne ha for oppstartsbedriftene. Videre viser rapporter fra Refinitiv at det er teknologisektoren som utsteder konvertible lån i størst utstrekning. Per 2020 er over 60% av verdens markedsandel for konvertible lån å finne i USA.<sup>45</sup> Samme rapport viser at Europa, per 2020, er verdens nest største markeds plass for konvertible lån.<sup>46</sup> Konvertible lån har også utkonkurrert statlige lån og global egenkapital målt i avkastning siden 1997.<sup>47</sup> Denne utviklingen kan spores tilbake til lånemarkedet rundt 1970, hvor konvertible lån i Nederland var dominerende. På Eurodollararkedet kunne konvertible lån allerede mellom 1963-68 skilte seg med en utvikling på 5 mill. USD til 1 800 mill. USD.<sup>48</sup> Betydningen av konvertible lån for de små og mellomstore kan dermed ikke ses bort fra i en vurdering av gjeldende rett.

Låneformen er betydningsfull ved sin risikofordeling da den er mer attraktiv for en investor grunnet forhandlings elementet og mer oppnåelig enn tradisjonelle lån for selskaper med lav kontantstrøm. Fordi markedsrenten typisk er lavere, rettighetshaver kan begunstiges ut over lånet alene, samt at lånets nominelle beløp og rente fastsettes av selskapet, gir konvertible lån en annen tilgang på fremmedkapital enn alminnelige lån. Koblingen mellom fordringen og konverteringsretten omtales som en «udelelig enhet», og det i kreves i utgangspunktet ikke ytterligere innskudd for å bli aksjeeier.<sup>49</sup> Når rettighetshaver hurtig og uten ytterligere kostnad kan ombytte sin kreditorposisjon med en aksjeeierposisjon, gis det en særegen rettighetsposisjon. Muligheten for balansering mellom aksjeeiergruppene kan også gjøre instrumentet attraktivt i en fase hvor sammensetningen kan endre seg i tråd med helt nødvendige kapitalinnskudd. Det ovennevnte kan ha rettslig interessante virkninger for selskapets interesseaktører.

Risikofordeling, incentivfunksjonen og tilgangen på ellers utilgjengelig fremmedkapital tilsier derfor at konvertible lån kan være av stor betydning for teknologiske oppstartsbedrifter.

---

<sup>44</sup> IBM brøt med systemet da de på 1980-tallet finansierte et stort oppkjøp gjennom utstedelse av konvertible lån.

<sup>45</sup> Rapport fra Refinitiv, 31. desember 2020. Fremstilt i Credit Suisse Investment Partners, «The case for convertible bonds» (23. 02. 2023)

<sup>46</sup> Rapport fra Refinitiv, 31. desember 2020. Fremstilt i Credit Suisse Investment Partners, «The case for convertible bonds» (23. 02. 2023)

<sup>47</sup> Rapport fra Refinitiv, 31. desember 2020. Fremstilt i Credit Suisse Investment Partners, «The case for convertible bonds», (23. 02. 2023)

<sup>48</sup> NUT 1970 s. 102.

<sup>49</sup> Rt. 2011 s. 1620.

Tilsvarende fremmer også *Tore Bråthen*, som poengterer at konvertible lån og lån med tilhørende tegningsrett «er særlig gunstige hvor fremtidsutsiktene i selskapet er usikre, men hvor inntjeningsmulighetene er store».<sup>50</sup> Standpunktet til *Bråthen* tilsvarende lovgivers i stor grad. Allerede i NUT 1970:1 påpekes behovet for denne låneformen for de små aksjeselskapene, selv om lånet trolig vil rette seg mot et fåtall investorer, sammenlignet med store aksjeselskapers rekkevidde.<sup>51</sup>

### 1.3. Avgrensning

Analysen avgrenses til oppstartsbedrifter organisert som aksjeselskaper som driver teknologisk nyskapende virksomhet.<sup>52</sup> Slik forskning og utvikling bærer med seg enkelte utfordringer som stiller slike selskaper i en økonomisk særstilling. Teknologi begrenser seg ikke til en bestemt sektor eller bransje, den er anvendbar på tvers av landegrenser og skaleringspotensialet er stort. Det er nødvendig med nye teknologiske løsninger i en stadig mer digital verden. Immaterielle verdier plasserer selskapene i en særpreget økonomisk situasjon, som er av relevans ved vurderingen av de utvalgte problemstillingene.

Avgrensningen mot en drøftelse av andre finansielle instrumenter er gjort for å skape tilstrekkelig dybde på et avgrenset felt av selskapsretten. Konvertible lån åpner samtidig for en ganske annen risikofordeling enn øvrige finansielle instrumenter. Det er derfor et interessant forskningsobjekt. Det foretas ikke en kronologisk drøftelse av alle regler om konvertible lån i aksjelovens kapittel 11 I. Relevante regler fremheves underveis, når det er hensiktsmessig.

Aksjeselskapsformen og de konvertible låneavtalene aktualiserer en rekke tilgrensende rettsfelt og rettsspørsmål, slik som de av skatterettslig og kontraktsrettslig art. Fremstillingen avgrenser mot en drøftelse av særlige skatterettslige og kontraktsrettslige spørsmål som oppstår ved utstedelse og tegning av konvertible lån.<sup>53</sup> Dette svekker likevel ikke betydningen disse rettsfeltene kan ha ved bruk av konvertible lån som finansieringsform. Premisset for analysen er imidlertid basert kun på aksjeselskapsrettslige faktorer.

---

<sup>50</sup> Tore Bråthen, «Selskapsrett», 7. utgave, Oslo:2022 s. 296.

<sup>51</sup> NUT 1970:1 s. 104.

<sup>52</sup> Teknologisk virksomhet omfatter alle former for utvikling av produkter og tjenester, det tas ikke sikte på noen avgrensning mellom ulike former for teknologi.

<sup>53</sup> Et unntak fra denne avgrensningen er uregistrerbare konvertible lån som er underlagt den alminnelige kontraktsretten. Begrunnelsen er deres selskapsrettslige betydning, som drøftes ytterligere i [delkapittel 3.5](#).

## 1.4. Metodiske utfordringer og plan for den videre fremstillingen

Analysen av hovedproblemstillingen og temaet for fremstillingen er todelt. Først foretar jeg en rettsdogmatisk analyse med en systematisk fremstilling av gjeldende rett om konvertible lån, på grunnlag av aksjelovens regler. Jeg setter søkelys på tre problemstillinger grunnet låneavtalens funksjonalitet og de særegne økonomiske og organisatoriske forhold ved teknologiske oppstartsbedrifter som er fremmet tidligere i kapitlet. Sentralt i drøftelsen står overordnede aksjeselskapsrettslige målsetninger og midler for å oppnå disse. De tre utvalgte problemstillingene er verdifastsettelse, rettighetshavers stilling ved visse selskapsrettslige beslutninger og utvanning av eksisterende aksjeeiere.

De to første problemstillingene er konkrete vilkår som asl. § 11-2 (3) stiller til låneavtalen. Utvanningsproblemet er på sin side fremhevet i forarbeidene til aksjeloven av 1976, men er ikke et direkte vilkår ved låneavtalen. Alle tre problemstillinger knytter seg opp mot reelle utfordringer som teknologiske oppstartsbedrifter står overfor ved bruk av konvertible lån.

Et gjennomgående spørsmål i avhandlingen er om man kan gjøre en tolkning av positivistiske regler om konvertible lån, med hensyn til bedriftenes særegne forhold. Lovgivers restriktive holdning til innføring av finansielle instrumenter,<sup>54</sup> kan tilsi lite rom for tolkning.<sup>55</sup> Også omgåelsesbetraktninger kan tilsi mindre tolkningsrom i enkelte bestemmelser.<sup>56</sup> Aksjeloven ellers legger imidlertid opp til relativt fleksible tolkninger av reglene, så fremt grunnleggende preseptoriske regler og prinsipper ikke brytes. Aksjelovgivningen er nettopp en minimumsregulering, hvor selskapet kan velge egne løsninger innenfor visse rammer.<sup>57</sup> Et spørsmål er da om loven må oppfattes som preseptorisk og restriktiv, eller om behovet for fleksibilitet tilsier nettopp en fleksibel lovgivning. Dersom det ikke er adgang til en fleksibel tolkning, vil en «one-size fits all»-lov, som aksjeloven er, ikke kunne være fullstendig operasjonell og effektiv for alle typer aksjeselskaper.

---

<sup>54</sup> Andenæs (2016) s. 529

<sup>55</sup> NUT 1970:1 og Ot.prp. nr. 36 (1993-1994).

<sup>56</sup> Henrik Skar, Omgåelse i aksjeselskapsretten, i Tidsskrift for rettsvitenskap, vol 132, utg. 3-4 (2019), s. 296-306 på s. 4.

<sup>57</sup> Her siktes det til adgangen til særregulering i vedtekter og aksjonæravtaler.

I den avsluttende evalueringen kombinerer jeg rettspolitiske og rettsøkonomiske betraktninger. Dette er fordi de utvalgte problemstillingene i høy grad aktualiserer begge former for analyseverktøy, gjennom de utfordringene problemstillingene medfører. Kombinasjonen av juss og økonomi kan gi svar på spørsmål som rettsdogmatikk alene ikke kan besvare.<sup>58</sup> De rettsdogmatiske begrensningene blir spesielt tydelig hvor departementet om innføring av finansielle instrumenter inntok en forsiktig holdning, for å «se hva som skjer».<sup>59</sup> Holdningen er preget av uklarheter omkring virkningene av reguleringen. Nettopp slike normative spørsmål kan lede til svar som ikke er rent rettslige.

Evalueringen forankres i det overordnede aksjeselskapsrettslige formålet om effektivitet.<sup>60</sup> Formålet er sentralt både rettspolitisk og rettsøkonomisk, som igjen underbygger betydningen av aksjeselskapsrettslig effektivitet i en bredere samfunnsøkonomisk kontekst.<sup>61</sup> Reguleringen har både rettslige og faktiske konsekvenser, og begge har betydning for hvorvidt selskaper utsteder konvertible lån og med hvilket innhold låneavtalen utformes. Derfor gir rettspolitiske og rettsøkonomiske betraktninger noe til forståelsen av tolkningsalternativer i og utenfor dagens regulering.

Karakteristisk for kildetilfanget i analysen er mangelen på rettspraksis, kombinert med lite åpenhet omkring kontraktspraksis. Dette gir en utfordrende rettskildesituasjon hvor drøftelsen i stor grad baserer seg på lovtekst og forarbeider. Utvalget av problemstillinger er gjort på bakgrunn av lovvilkår for låneavtalen som i seg selv er kompliserte, som igjen aktualiserer relevante hensyn. Premisset for drøftelsen er derfor at vilkårene og til dels funksjonaliteten kan legge opp til konflikter, selv om disse ikke nødvendigvis ender for domstolene. Manglende åpenhet om kontraktspraksis gjør på sin side at det er uklart hvilke vilkår selskapet og/eller investor går med på ved utformingen av låneavtaler.<sup>62</sup> I en presset økonomisk situasjon, slik tilfellet teknologiske oppstartsbedrifter i oppstartsfasen, er det ikke utenkelig at selskapet strekker utformingen for langt i lys av aksjelovens regler. Derfor sondres det mellom avtaler som oppfyller kravene i asl. kapittel 11 og de som ikke gjør det, såkalte uregistrerbare konvertible lån. Bruk av sistnevnte kan være en indikator på at lovreguleringen ikke er

---

<sup>58</sup> Robert Cooter og Thomas Ulen, «Law & Economics», 6. utgave Boston: 2012 s. 3.

<sup>59</sup> NUT 1970:1 s. 105.

<sup>60</sup> Se [punkt 2.3.3.](#) og [2.3.4.](#)

<sup>61</sup> Eide og Stavang (2018) s. 24.

<sup>62</sup> Registrerbare konvertible lån er tilgjengelige i kunngjøringsoversiktene til Foretaksregisteret, med begrenset informasjon. På det åpne nettet finnes kun dato for låneopptaket, konverteringsfrist og maksimal kapitalforhøyelse jf. <https://w2.brreg.no/kunngjoring/index.jsp>

tilstrekkelig funksjonell. Av denne grunn er det et sentralt spørsmål om det er et stort nok rom for tolkning av reguleringen, altså fleksibilitet, slik at de regulerte lånene kan fremstå mer attraktive.

Fordi analysen av de nevnte spørsmålene krever en forforståelse for både aksjeselskapsrettslige hensyn, og konvertible lån mer spesifikt, tar fremstillingen derfor følgende form: Det gis innledningsvis en fremstilling av relevante aksjeselskapsrettslige målsetninger og midler for å oppnå disse ([kapittel 2](#)), før fokuset dreies til reguleringen av konvertible lån ([kapittel 3](#)). Deretter deles analysen inn i de tre nevnte praktiske problemstillingene (kapittel [4](#), [5](#) og [6](#)) med en etterfølgende rettsøkonomisk og rettspolitisk del ([kapittel 7](#)).

## 2. Relevante hensyn

### 2.1. Innledende om hensynene

Grunnlaget for evalueringen av gjeldende rett om konvertible lån er aktuelle målsetninger og hensyn i aksjelovgivningen. En nødvendig betingelse for en funksjonell aksjelovgivning er at den ivaretar aktuelle interessegrupper og aktørkonstellasjoner. Det er ivaretagelsen av nettopp disse gruppene som medvirker til at aksjeloven oppnår sine målsetninger.

Behovet for nyskaping og verdiskaping, krever miljøer hvor nyskaping og verdiskaping kan skje. Miljøene må være dynamiske nok til å ikke hindre nyskapingen, men samtidig rigide og gjennomregulerte slik at risikoen begrenses. Et kreditorvennlig miljø kan oppleve utfordringer ved nyetableringer og nyskaping. En kapitalkrevende virksomhet er likevel prisgitt at investorer og kreditorer tilgjengeliggjør midler for selskapet. Aksjelovgivningen gir et bakteppe for de avveininger som er nødvendige for å sikre innhenting av kapital, slik at en funksjonell balanse mellom ulike aktører kan oppnås.

Mitt utvalg av følgende hensyn bygger på vurderinger gjort av Aksjelovutvalget<sup>63</sup> og arbeidsgruppen for aksjelovgivning<sup>64</sup>, samt innstillingen NUT 1970:1 til aksjeloven 1976 og

---

<sup>63</sup> NOU 1996:3.

<sup>64</sup> NOU 1992:29.

departementet.<sup>65</sup> Det er varierende i hvor stor grad hensynene fremheves i forarbeidene. Den mest utførlige vurderingen av hensynene er foretatt i NUT 1970:1. Dette var den første innføringen av slike lån for norske aksjeselskaper, noe som fordret grundig behandling. I senere tid har det kun skjedd små endringer av reguleringen for konvertible lån. Hensynene i det følgende er hentet fra forarbeidene til aksjeloven av 1976, men det påpekes også om dette hensynet er videreført eller endret gjennom 1997-loven. Før konkrete aksjeselskapsrettslig hensyn trekkes frem, er det naturlig å fremheve overordnede siktemål med aksjelovgivningen.

## 2.2. Aksjeselskapsrettslige målsetninger

Sentralt i aksjelovsystemet står balanseringen mellom ulike interesser, slik som blant annet aksjeeierinteresser, kreditorinteresser og samfunnsinteresser. Balanseringen er en nødvendig betingelse for å oppnå det overordnede siktemålet med selskapslovgivningen, nemlig å legge til rette for en *velfungerende næringsvirksomhet*.<sup>66</sup> Definisjonen av et velfungerende næringsliv vil variere ut fra hvilket perspektiv den vurderende har. En jurist har en annen tilnærming enn en økonom.<sup>67</sup> Dersom oppfatningene sammenstilles i en rettsøkonomisk kontekst, kan selskapsrettens formål oppsummeres til verdiskapning og effektiv ressursutnyttelse. Begge har betydning ved tolkning av de aksjerettslige reglene som reelle hensyn.<sup>68</sup>

I en rettsdogmatisk kontekst er det særlig interessant hvilken balansering som kan oppnås mellom relevante hensyn med sikte om å oppnå aksjerettslige målsetninger. Generelle målsetninger skal være relevante og passende, slik at aksjeselskapet fortsetter å være en god organisasjonsform for ulike typer næringsvirksomhet. Det begrensede ansvaret gir handlingsrom under ansvar. Ved utstedelse og tegning av konvertible lån, må det spesielt ses hen til funksjonen lånet skal ha for å tiltrekke en investor med nødvendig kapital, samt også sikre en rimelig balanse mellom interessegrupper i selskapet for øvrig, herunder mellom

---

<sup>65</sup> Av departementer er det henholdsvis Justis- og politidepartementet for aksjeloven 1976, og nærings- og fiskeridepartementet for aksjeloven 1997 som har hatt kompetanse.

<sup>66</sup> Gina Bråthen, «Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt», Oslo: 2013. s. 28. Dette kan også gjenfinnes i Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe av 4. november 2002 på s. 29: «The primary purpose of company law {is} to provide a legal framework for those who wish to undertake business activities efficiently, in a way they consider to be the best suited to attain success. Company law should first of all facilitate the running of efficient and competitive business enterprises».

<sup>67</sup> Dette blir tydelig i [kapittel 7](#) hvor det gis en fremstilling av rettsøkonomiske betraktninger som gjør seg gjeldende.

<sup>68</sup> G. Bråthen (2013) s. 29 jf. Truyen (2004) s. 92-93.



majoritet og minoritet.<sup>69</sup> Ved stiftelse av et aksjeselskap er nettopp gevinstmaksimering styrende, grunnet aksjeselskapets *vinningsformål*.

*Vinningsformålet* anses av enkelte som selskapslovgivningens hovedformål, omtalt som «shareholder value-teorien».<sup>70</sup> Enkelt forklart er teorien at lovgivningen skal legge til rette for mest mulig avkastning for aksjeeierne. For øvrig vil det for selskapets kreditor være en interesse i at selskapet har økonomisk vinning som formål slik at dekningsobjektet består.<sup>71</sup> Med tiden, og i en stadig mer globalisert verden, må formålet justeres. Andre interessegrupper og hensynet til disse har fått større betydning også i forbindelse med vinningsformålet.

Dette formålet kan ses i sammenheng med at verdiskaping er sentralt i formueretten.<sup>72</sup> Verdiskaping ble også fremhevet ved den siste store revisjonen av aksjeloven. Siktemålet var da forenkling og modernisering for å sørge for flere etableringer og samfunnsmessig *verdiskaping*.<sup>73</sup> Gina Bråthen formulerer dette i sin doktoravhandling som at «verdiskaping er ansett for å være et grunnleggende formål med formuerettslovgivningen, og aksje- og allmennaksjeselskaper er antatt å ivareta dette formålet». Formålet er blant annet antatt å kunne oppnås gjennom forutsigbarhet og et klart juridisk rammeverk.<sup>74</sup>

Reguleringen i aksjeloven, og i rettssystemet ellers, har både til hensikt å sørge for *forutberegnelighet* for aktørene og mulige investorer. Interesseavveininger mellom ulike interessegrupper og deres respektive interesser står helt sentralt i lovens bestemmelser. Loven må derfor leses med dette i mente.<sup>75</sup> Når hensynene vektet slik lovgiver har hatt til hensikt, er siktemålet forutberegnelighet og sikkerhet for de involverte. Altså er et formål juridisk trygghet for partene.<sup>76</sup> Forutberegnelighet er tema i en rekke forarbeider til aksjeloven.<sup>77</sup> Det dekker både forutberegnelighet for aksjeeiere, kreditorer, ansatte, lokalsamfunnet og i forlengelsen av

---

<sup>69</sup> Paul Krüger Andersen, Shareholder conflicts – Problems and solutions, i «Shareholder Conflicts», red. Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog, København: 2006, fra s. 27-49, på s. 28. Her oppsummerer Andersen aksjelovsystemer som å ha to hovedoppgaver, nettopp å gjøre det attraktivt å være en investor, og sørge for en rimelig balanse mellom majoritet og minoritet.

<sup>70</sup> T. Bråthen (2022), s. 81.

<sup>71</sup> T. Bråthen (2022) s. 80.

<sup>72</sup> G. Bråthen (2013) s. 29 jf. Filip Truyen «Aksjonærenes myndighetsmisbruk» Bergen: 2004 s. 92-93.

<sup>73</sup> NOU 2016:22 s. 9.

<sup>74</sup> NOU 2016:22 s. 15.

<sup>75</sup> Ot. prp. nr. 23 (1996-1997) s. 14: «En stor del av lovens bestemmelser må leses på bakgrunn av at de forsøker å avveie de kryssende hensyn og interesser som kan gjøre seg gjeldende mellom de ulike grupper og mellom de ulike interesser. Bestemmelser av næringsrettslig innhold finnes stort sett ikke i aksjeloven»

<sup>76</sup> Andenæs (2007) s. 15.

<sup>77</sup> Eks. Prop. 112 L (2016-2017).

dette, staten.<sup>78</sup> På denne bakgrunn kan man dele inn hensynene etter ulike interessegrupper, hvor hensynene er midler for å oppnå de overordnede målsetningene.

## 2.3. Midler for å oppnå målsetningene

### 2.3.1. Hensynet til aksjeeierne

Hensynet til aksjeeiere er sentralt i aksjelovgivningen. Det er i hovedsak todelt, ved en avveining mellom *majoritetsprinsippet* og *minoritetsvernet*.<sup>79</sup>

*Majoritetsprinsippet* fremgår av asl. § § 5-17, hvor det kreves «(...)flertall av de avgitte stemmer (...)» for at en beslutning i generalforsamlingen skal gjennomføres, altså et simpelt flertall.<sup>80</sup> Den tette koblingen mellom vinningsformålet i aksjeselskapet og majoritetsprinsippet ved at flertallet styrer, kan gi økt effektivitet og fleksibilitet. Generalforsamlingen kan da velge alternativet med størst gevinstpotensiale.<sup>81</sup> Majoritetsprinsippet gjelder imidlertid ikke ubegrenset, det må avveies mot *minoritetsvernet*. Vernet omfattes av misbruksregler og regler om minoritetsrettigheter. Det kommer til uttrykk som skranker for generalforsamlingens kompetanse, som saksbehandlingsregler og som særrettigheter for aksjeeierne.<sup>82</sup> På samme måte som majoritetsprinsippet begrenses av minoritetsvernet, vil minoritetsvernet begrenses av majoritetsprinsippet.

Mellom aksjeeiere kan interessekonflikter ha basis i forholdet mellom majoritet og minoritet, eller eksisterende og senere tilkommende aksjeeiere. Utstedelse av konvertible lån krever flertall som for vedtektsendringer, altså minst to tredjedeler av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen.<sup>83</sup> Dette i motsetning til det alminnelige flertallskravet som krever flertall av de avgitte stemmer.<sup>84</sup> En stor aksjeeiermajoritet kan i utgangspunktet overkjøre aksjeeierminoriteten ved utstedelse, men myndighetsmisbrukslæren

---

<sup>78</sup> Prop. 112 L (2016-2017) s. 5: «Selskapenes virksomhet og deres økonomiske situasjon påvirker mange. I tillegg til aksjeeiernes interesse i selskapet, vil både ansatte og kreditorer ha en direkte interesse i hvordan selskapet forvaltes. I mange tilfeller har selskapenes virksomhet også en direkte påvirkning på lokalsamfunnet gjennom arbeidsplasser, arealbruk og miljøpåvirkning. Staten har også interesse knyttet til beskatning av selskapene og aksjeeierne»

<sup>79</sup> Andenæs (2007), s. 17. Fremhever at «selskapslovgivningen inneholder i stor grad regler som kan sies å rette seg mot ulike former for misbruk i selskapsforhold».

<sup>80</sup> Aksjeloven inneholder også strengere flertallskrav for enkelte former for beslutninger, slik som et kvalifisert flertallskrav i asl. § 5-19.

<sup>81</sup> Truyen (2004) s. 445.

<sup>82</sup> NOU 1992:29 «Lov om aksjeselskaper» s. 46.

<sup>83</sup> Asl. § 5-18 (1).

<sup>84</sup> Asl. § 5-17 (1).

oppstiller begrensninger. I en situasjon der nye aksjeeiere er kommet til etter tegning, kan konflikter oppstå, særlig der styret har inngått avtale om et uregistrerbart konvertibelt lån.

Aksjeeierhensynet kommer særlig på spissen under konverteringsprosessen i en konvertibel låneavtale. Her oppstår utfordringen om utvanning av eksisterende aksjeeiere.<sup>85</sup> Aksjeselskapsrettslig er det lite ønskelig at sammensetningen av aksjeeiere kan endre seg drastisk på et tidspunkt som aksjeeierne ikke selv «bestemmer». Når kompetansen til generalforsamlingen er forhåndsbundet, kan beslutningen fra rettighetshaver om konvertering medføre uheldige strategiske og økonomiske konsekvenser for aksjeeierne. Spesielt strategi for styring av selskapet kan være et punkt hvor det ikke er gitt at langvarige aksjeeiere og ny aksjeeier er enige.

Som ledd i vernet av aksjeeierne var det tidligere en regulert sikkerhetsventil for generalforsamlingens beslutning.<sup>86</sup> Konvertible lån kunne da kun opptas med sum inntil halvparten av aksjekapitalens størrelse ved tegning. I aksjeloven 1997 har lovgiver gått bort fra en slik begrensningsregel for generalforsamlingen, men den gjelder fremdeles for utstedelse etter styrefullmakt. Endringen ble ansett forsvarlig i lys av at regelen ikke lenger var ny, og at erfaring tilsa at man ikke behøvde utvise slik forsiktighet med hensyn til eksisterende aksjeeiere.<sup>87</sup> Slikt sett kan man anse vernet av eksisterende aksjeeiere som noe redusert ved konvertible lån i gjeldende aksjelov, sammenlignet med tidligere.

Aksjeeierhensynet viser seg også ved den innledende motstanden mot styrefullmakt for slike avtaler. Aksjelovutvalget var spesielt skeptiske til å tillate styrefullmakt for private aksjeselskaper, men departementet motgikk dette.<sup>88</sup> Det var uklarhet om behovet omkring styrefullmakt, men hensynet til eksisterende aksjeeiere var ikke tilstrekkelig tungtveiende til at dette ikke kunne tillates. Vernet ble dermed svekket også med hensyn til aksjeeiernes kontroll over beslutningen. I tilknytning til dette kan det fremheves at departementet anså at konvertible lån var en slags spesiell form for kapitalforhøyelse, og at hensynet til eksisterende aksjeeiere ikke kunne tillegges annen vekt enn ved en ordinær kapitalforhøyelse.<sup>89</sup>

---

<sup>85</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>86</sup> Asl. (1976) § 5-1 som var gjeldende rett mellom 1976-1997.

<sup>87</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 113, som viser til NOU 1992:29 s. 127.

<sup>88</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 114.

<sup>89</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 111-112. Dette var i tråd med Aksjelovgruppens standpunkter i utredningen, se NOU 1992:29 s. 54-55.

Sist kommer hensynet til aksjeeierne også frem i reguleringen av femårsfristen for rettighetshavers rett til å kreve konvertering.<sup>90</sup> Det ville være uheldig om man i en lengre periode, etter lånet er tegning, har rettighetshavere som kan tegne aksjer til en kurs som er uforholdsmessig lavere enn aksjenes egentlige verdi. Jo lengre tid fra generalforsamlingens beslutning som er forløpt, jo større er faren for at en slik verdiendring har forekommet.<sup>91</sup>

### 2.3.2. Hensynet til kreditor

*Kreditorhensynet* er et bærende hensyn i selskapsretten og det ivaretas gjennom preseptoriske regler i aksjelovgivningen.<sup>92</sup> Kreditorvernet kan deles inn i regler om et minimumskrav om aksjekapital, regler om ivaretagelse av aksjekapital og kreditorvarsel.<sup>93</sup> Førstnevnte begrunnes i det begrensede ansvaret i aksjeselskapet, en buffer mot konkurs og sikkerhet for kreditorene.<sup>94</sup> Aksjekapitalen skal nettopp tjene som dekningsgrunnlag for en kreditor og kreditor prioriteres foran aksjeeierne ved konkurs.<sup>95</sup> Ivaretagelse av aksjekapital dekker regler om kapitalnedsettelse, utdelinger og selskapets erverv av egne aksjer.<sup>96</sup> Selskapet skal ikke kunne råde fritt over sine midler på bekostning av kreditorene og det er sentralt at selskapet har bunden egenkapital. Har ikke selskapet tilstrekkelige midler til å dekke utestående krav, vil de usikrede kreditorene være skadelidende. Kreditorvarsel er særlig kjent i de nordiske landene, og dekker situasjoner hvor selskapets beslutninger kan innvirke på kreditorposisjonen.<sup>97</sup>

Ved konvertible lån må det tas hensyn til kreditorposisjonen som rettighetshaver innehar før konvertering, samt selskapets øvrige kreditorer. Generelle kreditorvernreglene i aksjeloven gir et bakteppe som skal dekke både rettighetshaver og selskapets øvrige kreditorer.<sup>98</sup> Kreditorposisjonen sikrer tilbakebetalingsplikt, prioritet ved konkurs, og den gir krav på renter

---

<sup>90</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 8. Vilkåret ble innført ved aksjeloven 1997 og er spesielt myntet på vernet av aksjeeiere.

<sup>91</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 226.

<sup>92</sup> NOU 2016:22 s. 21.

<sup>93</sup> Jan Andersson, *Creditors and company law – Do we discuss one area of the law and pretend to be ignorant of another?* i «Company law and Finance», redigert av Paul Krüger Andersen og Karsten Engsig Sørensen, København:2008, s. 151-166, på s. 151-156 og 164.

<sup>94</sup> Andersson (2008) s. 154.

<sup>95</sup> Dette er et grunnleggende prinsipp i aksjelovgivningen, se Prop. 111 L. (2012-2013) s. 54. Det kommer mellom annet til uttrykk i reglene om bundet egenkapital i asl. § 3-1 til § 3-3.

<sup>96</sup> Andersson (2008) s. 156 jf. asl. kapittel 12 og 9, samt asl. § 3-6 og § 3-7.

<sup>97</sup> Andersson (2008) s. 156. Dette gjelder ved kapitalnedsettelser, fusjon, fisjon og oppløsning jf. asl. § 12-6, § 13-14, §14-7 og § 16-4.

<sup>98</sup> NUT 1970:1 s. 102.

av lånet, uavhengig av om selskapet går i overskudd.<sup>99</sup> I perioden før konvertering er rettighetshaver på mange måter en alminnelig kreditor,<sup>100</sup> men adgangen til å gi rettighetshaver retter ved enkelte selskapsbeslutninger gir mulighet for en utradisjonell kreditorposisjon. Denne kan gi rettighetshaver vern.<sup>101</sup> Lovgiver har landet på en regel som pålegger selskapet å vurdere hvilken posisjon rettighetshaver skal ha ved å måtte ta stilling til problematikken.<sup>102</sup>

Hvilke rettigheter rettighetshaver kan tildeles, og hvilken vern den skal ha er to sider av samme sak. Vern ved regulering ble ikke ansett som en gunstig løsning, da det ville være til hinder for at man i forhandlinger kunne komme frem til en skreddersydd løsning.<sup>103</sup> Løsningen må imidlertid ikke trekkes så langt at andre hensyn ikke ivaretas. Dette spesielt hvor rettighetshaver før konvertering er i en særstilling sammenlignet med andre kreditorer, og om mulig kan delta som aksjeeiere ved enkelte beslutninger.<sup>104</sup> Interessekonflikter kan da oppstå mellom rettighetshaver og selskapets generalforsamling eller styret. Selskapet ønsker lånefinansiering med lavere rentenivå enn tradisjonelle lån, mens rettighetshaver kan ønske innflytelse og risikominimering.<sup>105</sup> I slike tilfeller vil blant annet avveiningen mellom selskapets vinningsformål og utvanningsspørsmål kunne komme på spissen. Langt på vei har likevel en rettighetshaver i kreditorposisjon og aksjeeierne i selskapet samme interesser. Begge ønsker at verdiene i selskapet opprettholdes og utbetales når dette ønskes.

Til tross for at kreditorhensynet er bærende, vil det være nødvendig å avveie dette opp mot hensynet til aksjeeierne, og øvrige aksjeselskapsrettslige hensyn. Særlig er det «behov for å foreta en avveining mellom hensynet til kreditorene og ønsket om å legge forholdene til rette for nyetableringer og et konkurransedyktig næringsliv.»<sup>106</sup> Noe prinsipp for en slik avveining er imidlertid ikke oppstilt. Avveiningen kommer også til uttrykk i NOU 2016:22 hvor utvalget fremmer at «hensynet til selskapenes kreditorer må avveies mot et samfunnsmessig ønske om å legge forholdene til rette for å etablere ny konkurransedyktig næringsvirksomhet». Hensynet

---

<sup>99</sup> Ønsker kreditor renter tilknyttet selskapets resultat, gir regelen i asl. § 11-14 adgang til en slik løsning.

Innenfor rammen av asl. § 11-1 og § 11-2, er det ikke noen naturlig adgang til en slik tilpasning, spesielt med hensyn til at det finnes en mer passende lovregulering.

<sup>100</sup> Forutsatt at det ikke er avtalt at fordringen skal ha etterprioritert som ved ansvarlige lån jf. NOU 1992:29 s. 56-57.

<sup>101</sup> Gjelder nåværende regel i asl. § 11-2 (3) punkt 10 jf. NUT 1970:1 s. 104-105.

<sup>102</sup> NUT 1970:1 s. 102.

<sup>103</sup> NUT 1970:1 s. 103 om sammenligningen med den franske aksjeloven.

<sup>104</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 10.

<sup>105</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 10.

<sup>106</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 14.

til en effektiv og velfungerende næringsvirksomhet er derfor et av hensynene som står opp mot kreditorvernet i aksjelovgivningen.

### 2.3.3. Hensynet til effektivitet

Aksjeloven skal fremme *effektivitet*. Dette gjelder både i forholdet mellom aksjeeiermajoritet og -minoritet, og i forholdet til øvrige interesseaktører. Særlig knyttes det mer generelle effektivitetshensynet til spørsmål om tilrettelegging for næringsvirksomhet. Aksjeselskapsretten har nettopp som formål å sørge for at det er mulig å drive næringsvirksomhet i aksjeselskaps form. Det er ønskelig at reglene er praktiserbare og operasjonelle. Et utslag av effektivitet er *likhetsprinsippet* for aksjeeierne, hvor aksjeeiere i samme aksjeklasse skal ha samme rettigheter.<sup>107</sup> Et annet utslag av effektivitet kan spesifiseres som hensynet til en *effektiv næringsvirksomhet*.

### 2.3.4. Hensynet til en effektiv næringsvirksomhet

Hensynet til en *effektiv næringsvirksomhet* kommer til uttrykk i departementets uttalelser ved innføringen av konvertible lån, til tross for at det ikke var et etablert aksjeselskapsrettslig hensyn på tidspunktet for vedtakelse.<sup>108</sup> Selskapers interesse for lån av denne art kan spores tilbake til 1965.<sup>109</sup> Ønsket om tilgang på kapital og åpningen for at aksjeselskapene kunne benytte seg av konvertible lån for å finansiere sin virksomhet, var særlig myntet på risikopregede virksomheter. Eksempelvis «nystartede selskaper eller selskaper som er inne i en investeringsperiode», slik som teknologiske oppstartsbedrifter.<sup>110</sup> Likevel ble det lagt til grunn at større selskaper hadde bedre forutsetninger enn nystartede for å benytte seg av konvertible lån som finansieringsform. Begrunnelsen var at større selskaper hadde en bedre utviklet forståelse av problematikken som slike lån kan introdusere, og at de dermed har større oppfordring til å utforme en god låneavtale.<sup>111</sup>

Uten skillet mellom store og små aksjeselskaper i aksjeloven av 1976, fikk ikke betraktningene større konsekvenser for reguleringen av konvertible lån en den regulerte sikkerhetsventilen.

---

<sup>107</sup> Filip Truyen, «Likhetsprinsippet i art. 42 i det annet selskapsdirektiv», i Tidsskrift for rettsvitenskap 2004, s. 580-592, på s. 581.

<sup>108</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 61. Mellom 1976 og 1997 er hensynet ikke viet særlig oppmerksomhet. Dette er endret ved lovendringen i 2013 som var drevet frem av effektivitetsbetraktninger, med hensyn til spesielt de små og mellomstore bedriftene.

<sup>109</sup> NUT 1970:1 s. 102. Uttalelse fra Norges Industriforbund til Regjeringen.

<sup>110</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>111</sup> NUT 1970:1 s. 104.

Denne knytter seg nærmere opp mot hensynet til aksjeeierne, men samlet sett kan man se innføringen av konvertible lån som et utslag av hensynet til effektiv næringsvirksomhet. Det var ønskelig at norske aksjeselskaper kunne hente inn fremmedkapital, fra utenlandske investorer, på en anerkjent måte, med de nødvendige selskapsrettslige bindingene og sikkerhetsmekanismene i bunn.<sup>112</sup>

Hensynene som har blitt fremhevet under lovarbeidet tar ikke nødvendigvis høyde for dagens aksjeselskaper og deres finansieringsbehov. Selv om hensynet til effektiv næringsvirksomhet har fått en større betydning med tiden, har lovgiver ikke angitt hvilke faktorer som skal vektlegges. Derfor er det være behov for å se hen til andre selskapsrettslig hensyn for veiledning.

### 2.3.5. Stakeholder-interesser og selskapsinteressen

I aksjelovgivningen finnes som nevnt innslag av at hensyn tas til øvrige interessegrupper, såkalte *stakeholder-interesser*. Et sentralt eksempel er representasjonsordningen for ansatte.<sup>113</sup> Når det gjelder andre interesser «kan det (fra et rettsøkonomisk perspektiv) være unødvendig å lovfeste (særlige samfunnsinteresser); hvis de er i selskapets interesse vil selskapene innføre dem av eget tiltak».<sup>114</sup> Det leder til et spørsmål om hvor stor betydning samfunnsmessige hensyn har ved tolkningen av aksjelovens regler. For større virksomheter gjelder åpenhetsloven som «skal fremme virksomheters respekt for grunnleggende menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold».<sup>115</sup> For de små og mellomstore bedriftene gir likevel ikke åpenhetsloven veiledning og det er uklart hvilke samfunnsmessige hensyn som kan trekkes inn for aksjeselskaper.

Grunnet selskapets rettssubjektivitet er *selskapsinteressen* også et viktig hensyn, i sammenheng med *vinningsformålet*. Som eget rettssubjekt bærer selskapet egne plikter og rettigheter, og forpliktelsene kommer til uttrykk i aksjelovgivningen.<sup>116</sup> Begrepet «selskapsinteressen» er ikke

---

<sup>112</sup> NUT 1970:1 s. 104.

<sup>113</sup> Forskrift 24. august 2017 nr. 1277 om de ansattes rett til representasjon i aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers styre og bedriftsforsamling mv. Ansatte gis, på nærmere vilkår, rett til deltagelse i styret og bedriftsforsamling.

<sup>114</sup> Andenæs, (2007), s. 18. Mer om rettsøkonomiske betraktninger i [kapittel 7](#).

<sup>115</sup> Lov 18. juni 2021 nr. 99 om virksomheters åpenhet og arbeid med grunnleggende menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold § 2.

<sup>116</sup> Spesielt ved skillet mellom asl. § 3-6 om utbytte og asl. § 3-9 om konserninterne transaksjoner jf. Filip Truyen, *Selskapsrettslig direktekrav*, i «Med ære og samvittighet -Festskrift til Magnus Matningsdal» Bergen: 2021, s. 737-749, på s. 739.

entydig i sitt innhold.<sup>117</sup> Høyesterett angir i HR-2018-570-A at i kjernen av selskapets interesse kan man finne formålet om videre drift.<sup>118</sup> Sammenstilt med vinningsformålet kan selskapsinteressen uttrykke et formål om fremtidig eksistens, noe som ikke er en motsetning til aksjeeiernes interesser.<sup>119</sup> Eksempelvis i spørsmål om myndighetsmisbruk etter § 5-21 kan forskjellsbehandling til fordel for selskapet være rettmessig. Selskapet og majoriteten har dermed en overlappende interesse som er i samsvar med vinningsformålet.<sup>120</sup>

### 2.3.6. Samsvar med andre lands rett

I en stadig mer globalisert verden, er det vesentlig å kunne delta som aktør. Formålet ved innføringen var å legge «forholdene til rette» for å bruke konvertible lån som finansieringsform.<sup>121</sup> Dette kan sees på som et utslag av hensyn til koherens mellom flere rettssystemer. Man tilstrebet at norske aksjeselskaper skulle kunne tiltrekke seg utenlandsk kapital ved bruk av finansieringsformer som var kjent i utlandet.

Internasjonal sammenheng har vært avgjørende for innføringen av konvertible lån.<sup>122</sup> Dette både i forbindelse med vurdering av norsk tilslutning til EF (nå EU) i 1972 og det nordiske samarbeidet om aksjelovgivningen fra og med 1959. Et lovmessig skille mellom allmennaksjeselskaper og aksjeselskaper i aksjeloven fra 1995 medførte kun tilpasninger som var nødvendige for reglene om konvertible lån.<sup>123</sup> For aksjeselskaper som opererer utenfor regulerte markeder, har hensynet til koherens hatt mindre betydning, men ikke i slik grad at det er valgt særlig annen regulering. Norsk regulering av konvertible lån samsvarer nemlig relativt godt med andre tilsvarende lands rett, med visse unntak.<sup>124</sup> Avveiningene som ble foretatt for å innføre konvertible lån ([kapittel 3](#)) viser dette. Internasjonale forbilder gir innblikk i konsekvensene lånet har for interessegruppene. Konsekvensene er spesielt i fokus i [kapittel 7](#), for å gi dybde til evalueringen.<sup>125</sup> I det følgende kapitlet – konvertible lån – gis en oversikt over tolkningen og funksjonaliteten av aksjelovens regulering.

---

<sup>117</sup> HR-2018-570-A avsn. 41.

<sup>118</sup> Dommen gjelder gyldighet av vedtak i Skatteklagenemnda om ligningen av et selskap etter at aksjene i selskapet ble solgt til ny eier. Spørsmål om fradragsrett for tilleggshonorar til selskapets finansielle rådgiver og termineringsgebyr betalt til en tilbyder.

<sup>119</sup> Førstvoterende i HR-2018-570-A avsn. 42.

<sup>120</sup> Geir Woxholth, «Selskapsrett», 7. utgave, Oslo:2021. s. 79.

<sup>121</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 61.

<sup>122</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 10.

<sup>123</sup> Lov 12. desember 1995 nr. 80 om endringer i lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper mv. (EØS-tilpasning) § 1-1 (3), (4) og (5). Nærmere om dette i kapittel 3.2.

<sup>124</sup> Nærmere om dette i del[kapittel 3.2](#).

<sup>125</sup> Synne Sæther Mæhle og Ragna Aarli, «Fra lov til rett» 3. utgave, Oslo: 2022, s. 255.



## 3. Konvertible lån

### 3.1. Utgangspunkt og siktemål for tolkning av reguleringen

Hovedproblemstillingen krever en fremstilling av gjeldende rett om konvertible lån. I dette kapitlet (kapittel 3) vil jeg vise hvordan dagens regulering fikk sin utforming, og hvordan reglene i asl. §§ 11 flg. virker sammen med øvrige aksjeselskapsrettslige regler, vedtekter og aksjonæravtaler. Jeg trekker opp komparative forbindelseslinjer, og viser også til selskapenes praksis omkring uregistrerbare konvertible lån. Hensikten med kapitlet er å legge grunnlaget for en analyse av problemstillinger som er et resultat av dagens regulering, og kapitlet vil forklare hvor og hvordan problemstillingene oppstår.

Det er en todelt begrunnelse for den tolkningen jeg tar sikte på å gjennomføre i denne fremstillingen. Først og fremst følger valget av lovens vilkår for utforming av konvertible lån, som krever at selskapet tar stilling til spørsmål som for kan være særlig utfordrende for de teknologiske oppstartsbedriftene. Som drøftet i [kapittel 1](#) er det et kjent fenomen at oppstartsbedrifter har vanskeligheter med å få lånefinansiering, grunnet utfordringer med sikkerhetsstillelse og kontantstrøm. Når eiendelene stort sett er immaterielle kreves riktig utvikling og implementering for at eiendelene ikke skal bli tilnærmet verdiløse. I motsetning kan bedrifter innen tradisjonell industri skilte med fysiske eiendeler slik som eiendom og en maskinpark. En for streng utforming av krav til den konvertible låneavtalens innhold kan utgjøre et ytterligere hinder for lånefinansiering for de bedrifter med stort finansieringsbehov.

Samtidig gir de konvertible lånene muligheten for forhandlinger med den som skal tre inn i rettighetsposisjonen, i større grad enn alminnelige finansieringsformer. Dette kan gjøre instrumentet mer attraktivt for investor, da likhetsprinsippet medfører at rettighetshaverne stiller likt med aksjeeiere ved konvertering, med mindre det finnes særregulering i aksjeklasser.<sup>126</sup> For alminnelige lån er reglene mer rigide, og selskapet har derfor vanskeligheter med å forhandle seg ut av kreditors krav om sikkerhetsstillelse. Forhandlingselementet ved konvertible lån gir

---

<sup>126</sup> Asl. § 4-1.

mulighet for at partene kan finne den løsningen som best ivaretar begge interesser. Forhandlingene må likevel ikke resultere i krenkelse av andre interessegrupper som har selskapsrettslig vern.<sup>127</sup>

Reguleringen av konvertible lån og kompetansen for utstedelse skiller seg fra øvrig aksjeselskapsrettslig regulering om låneopptak, hvor styret har kompetansen. Konvertible lån vedtas enten i generalforsamlingen, eller gjennom en styrefullmakt etter et generalforsamlingsvedtak. Sondringen mellom bindingsvirkningene av ulike former for lån i aksjeloven, sammen med selskapsorganet som vedtar opptaket, drøftes ytterligere i tilknytning til de utvalgte problemstillingene. Et overordnet spørsmål er likevel hva som er tilsiktet selskapsrettslig bindende og hva som er tilsiktet kontraktsrettslig regulert og bindende i spesielt § 11-2 (3) nr. 5, 7 og 10, men også øvrige regler i aksjeloven.<sup>128</sup>

Tolkningen i de følgende kapitlene baserer seg på lovtekst, formål, hensyn, praksis og litteratur som kan bidra til å oppfylle eller kaste lys over aksjeselskapsrettslige målsetninger. Grunntanken er at slike selskaper best kan oppnå det overordnede formuerettslige formål om verdiskaping, dersom de har effektiv tilgang til finansiering.<sup>129</sup> Når konvertible lån har en innebygget fleksibilitet, kan mer effektiv tilgang sørge for flere aktuelle investorer, slik som eksempelvis risikokapitalfirmaer og -fond. Innebygget fleksibilitet ved en bundet kapitalforhøyelse viser videre at ivaretagelse av selskapets kapitalbehov er et helt overordnet formål med nettopp dette regelsettet. *Gina Bråthen* argumenterer tilsvarende, av hensyn til at selskapet og kapitalbehovet taler for å ha effektive og fleksible regler for utvidelse av aksjekapitalen i forholdet mellom aksjeeierne.<sup>130</sup> Aksjeeierne må nettopp kunne fatte beslutninger om kapitalforhøyelser, både de ordinære og de som gjennomføres som ledd i et finansielt instrument. Avveiningen mellom effektivitet og restriktivitet er dermed sentral. For å forklare hvordan balanseringen skjer i praksis, er det nødvendig med en oversikt over den historiske utviklingen av lovreguleringen av konvertible lån.

---

<sup>127</sup> Slik krenkelse kan eksempelvis aktualisere myndighetsmisbrukslæren, gjennom asl. § 5-21 og § 6-28.

<sup>128</sup> Dette sikter til øvrige regler i asl. kapittel 11, samt myndighetsmisbruk, aksjeeierrettigheter, flertallskrav på generalforsamlingen m.m.

<sup>129</sup> Om verdiskaping, se [delkapittel 2.2.](#)

<sup>130</sup> G. Bråthen (2013), s. 29. Argumentet knytter seg primært til spørsmålet om kapitalforhøyelse etter styrefullmakt, men det har likevel overføringsverdi til konvertible lån og kapitalforhøyelsen som er innebygget i instrumentet.

## 3.2. Utvikling av lovreguleringen om konvertible lån

Lån med rett til å kreve utstedt aksjer ble i Norge først lovregulert i aksjeloven av 1976.<sup>131</sup> Avtaleformen konvertible lån kan imidlertid spores helt tilbake til utbyggingen av den amerikanske jernbanen rundt 1900 og jernbanemagnaten J.J. Hill. Instrumentet har utviklet seg de siste hundre årene, men prinsippet om en kombinasjon av egenkapital og fremmedkapital består.<sup>132</sup> Med et slikt tydelig internasjonalt forbilde, stod derfor komparative betraktninger sentralt ved innføringen av konvertible lån for norske aksjeselskaper.<sup>133</sup> Selskapspraksis er også den drivende årsaken til at konvertible lån lovreguleres i Norge.

Et norsk selskap fremsatte nemlig et spørsmål for Finansdepartementet i 1962, om obligasjonseiere med aksjer kunne forlange disse ombyttet med selskapsrettslig bindende virkning.<sup>134</sup> Under dagjeldende aksjelovs utforming kom Justisdepartementet til at dette ikke kunne være bindende. Det kunne riktignok være muligheter for at aksjeeierne kunne binde sin kompetanse til å stemme for en fremtidig kapitalforhøyelse overfor långiver. Likevel tilsa hensynet til aksjeeiernes suksessorer at disse neppe kunne bindes for fremtiden fra tidligere aksjeeieres beslutning. Videre ville generalforsamlingens beslutning om kapitalforhøyelse til fordel for långiver være i strid med reglene om aksjeeiernes fortrinnsrett.<sup>135</sup> Av denne grunn kom Justisdepartementet til at man ikke kunne akseptere konvertible lån med selskapsrettslig bindende virkning, uten en lovendring. Det ble ansett nødvendig med endring for at norske aksjeselskaper kunne hente inn fremmed kapital.<sup>136</sup>

Aksjeloven av 1976 følger andre europeiske lands innføring av lignende aksjelovregulering.<sup>137</sup> Tyskland inntok regulering av konvertible allerede i 1937 og myndigheten ble lagt til generalforsamlingen. Frankrike fulgte samme system ved sin innføring i 1953, men her beskyttet reguleringen også obligasjonseierne, i tillegg til aksjeeiere og øvrige kreditorer. Denne løsningen er et unntak fra øvrige lands lovgivning, da selskapslovgivningen sjelden gjør

---

<sup>131</sup> Asl. (1976) § 5-1.

<sup>132</sup> Jan De Spiegeleer, Wim Schoutens, Cynthia Van Hulle, «The Handbook of Hybrid Securities», Hoboken:2014, s. 19.

<sup>133</sup> NUT 1970:1 s. 44.

<sup>134</sup> NUT 1970:1 s. 102.

<sup>135</sup> Justisdepartementet viser i sitt svar til Per Augdahl «Aksjeselskaper etter norsk rett» 3. utg. Oslo:1959 s. 316 jf. NUT 1970:1 s. 102. Man kunne, til tross for avtalens selskapsrettslig bindende virkning, knytte erstatningsansvar for en eventuell unnlattelse av å gjennomføre en kapitalforhøyelse.

<sup>136</sup> NUT 1970:1 s. 104.

<sup>137</sup> NUT 1970:1 s. 102. Særlig fremheves Tyskland, Frankrike og Nederland.

forsøk på å løse slike konfliktkonstellasjoner.<sup>138</sup> I fransk rett ble det sett som nødvendig at selskapslovgivningen la begrensninger på selskapets adgang til å fatte visse beslutninger som kan skade långivers interesser. Norsk regulering inneholder motsetningsvis en rekke regler om varsel av kreditor ved enkelte selskapsbeslutninger, samtidig som utformingen av låneavtalen gir mulighet for å inkludere rettighetshaver i enkelte selskapsrettslige beslutninger.<sup>139</sup> Sistnevnte gir mulighet for økt vern av rettighetshaver enn det som følger av aksjelovgivningen.

I de nordiske landene ble det gjennomført et felles utredningsarbeid på 1960-tallet med inspirasjon fra EF (nå EU) som arbeidet for høy grad av likhet.<sup>140</sup> Utredningsarbeidet dekket hele aksjeselskapslovgivningen, som følge av høy grad av rettslikhet.<sup>141</sup> Da eksisterende nordisk lovgivning var samsvarende, handlet arbeidet om å bygge broer over uenighetene.<sup>142</sup> Samordning kunne bidra positivt til bedriftssamarbeid, økonomisk integrasjon og nyetableringer på tvers av landegrensene. Erfaringer fra EF om at ensartet selskapslovgivning kunne lette arbeidet for selskaper på tvers av landegrensene var en medvirkende faktor.<sup>143</sup> Fra EF kunne dermed de nordiske landene hente inspirasjon til hvor høy grad av likhet man hadde etablert mellom de forskjellige landenes aksjelover, og hvilke fordeler slik likhet kunne ha for de nordiske landene.<sup>144</sup>

Selv om siktemålet om nordisk rettslikhet begrenset seg til de nordiske landene, var det ikke uten betydning at man tilstrebet noe harmonisering med også andre europeiske land. Næringsøkonomisk kunne dette være av stor betydning. På de nordiske forhandlingsmøtene mellom 1961 og 1969 blir det enighet om at det burde gis bestemmelser som gir selskapene adgang til å ta opp lån med ombytningsrett.

Reglene var i det vesentlige sammenfallende i de nordiske utkastene, selv om formen for innføring varierte.<sup>145</sup> Ettersom de nordiske landene ikke tidligere hadde hatt noen regulering av slike lån, så var det nødvendig å se hen til hvilke løsninger andre land hadde valgt, spesielt med

---

<sup>138</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>139</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 10.

<sup>140</sup> Møte i Helsingfors 12.-16. mars 1962 jf. NUT 1970:1 s. 39.

<sup>141</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 9.

<sup>142</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 9.

<sup>143</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 9. Det må merkes at utviklingen av økonomisk integrasjon vil også være sterkt påvirket av skatte- og konsesjonslovgivningen. Slike betraktninger var også noe som tidligere, på EF-nivå, hadde blitt fremhevet i Romtraktaten, nå TFEU artikkel 54.

<sup>144</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 9 jf. NUT 1970:1 s. 50.

<sup>145</sup> NUT 1970:1 s. 103-104.

hensyn til de interessekonflikter som kan oppstå, som nevnt i oppgavens [kapittel 2](#). Løsningen for det enkelte land tok også utgangspunkt i hvilken selskapsregulering som allerede var gjeldende. I Sverige ble løsningen en egen lov om «konvertibla skuldebrev».<sup>146</sup> I Danmark et to-lovsystem, med aktieselskaber og anpartsselskaber.<sup>147</sup> Norge valgte regulering av konvertible lån i en lov, nemlig aksjeloven som gjaldt alle former for aksjeselskaper. En sentralt begrunnelse for lovreguleringen i norsk rett var departementets bekymring for utvanning.

Frykten for utvanning adresseres i både innstillingen,<sup>148</sup> og i forarbeidet til lovendringen.<sup>149</sup> Låneformen innebærer et kompromiss som beror på en avveining av hensynet til eksisterende aksjeeiere og hensynet til kreditor.<sup>150</sup> Løsningen ble at det ikke kunne opptas lån for mer enn halvparten av aksjekapitalen på tidspunktet for tegning av lånet. Reguleringsformen ble valgt for å motvirke at selskapet etter en eventuell konvertering får en helt annen eierstruktur.<sup>151</sup> Selskapene ble oppfordret til å legge stor vekt på utformingen av den enkelte avtale, og føre en nøytral politikk med hensyn til momentene som kunne innvirke på ombyttingsinteressen.<sup>152</sup> Forsiktighetstankegangen er velkjent i aksjelovgivningens regulering av finansielle instrumenter, og tilsvarende tilbakeholdenhet trekkes også frem ved innføringen av allmennaksjeloven, og endringen av aksjeloven, i 1997.

Skillet mellom allmennaksjeselskaper og aksjeselskaper var i overensstemmelse med reguleringen i en rekke EU-land, som opererte med ulike selskapsformer for selskaper med liten og stor estimert aksjespredning.<sup>153</sup> EU har hatt stor betydning for aksjeselskapslovgivningen, men da primært for allmennaksjeselskapene i form av selskapsdirektiver som i det vesentlige kun gjelder «store aksjeselskaper». Dette ledet frem mot et lovmessig skille mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Behovet for skillet ble innledningsvis avvist av

---

<sup>146</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 61.

<sup>147</sup> I Danmark eksisterte det mellom 2015-2019 en tredje selskapsform for selskaper med begrenset ansvar. Dette var de såkalte «iværksætterselskab», hvor aksjeinnskuddet var minimum 1 DKK og maksimum 49999 DKK ved stiftelse. Selskapene var særlig tiltenkt oppstartsbedrifter, noe som reflekteres i kravet om oppsporing av en prosentandel av overskuddet for selskapet. Også for slike selskaper var det adgang til utstedelse av konvertible lån, men regelverket ellers var noe forenklet sammenlignet med aksjeselskapene og anpartsselskapene. Selskapsformen er nå avvirket, og omdanning til annen selskapsform måtte skje innen 2021.

<sup>148</sup> NUT 1970: 1 s. 102-106.

<sup>149</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) pkt. 4.5.1. og 4.5.2.

<sup>150</sup> Denne hensynsavveiningen kommer på spissen for de utvalgte problemstillingene i [kapittel 4](#), [5](#) og [6](#).

<sup>151</sup> NUT 1970: 1 s. 104. Denne begrensningen er etter tysk mønster, noe som fremheves i fremstillingens komparative del. Løsningen er videreført for styrefullmakt i 1997-loven, men avvirket for generalforsamlingens vedtak.

<sup>152</sup> NUT 1970:1 s. 104.

<sup>153</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 13.

Aksjelovkomiteen og Justisdepartementet, med den begrunnelse at aksjeloven kunne anvendes for selskaper med vidt forskjellig struktur og størrelse, og at det i den nordiske rettstradisjonen ikke har vært noen interesse for et skille. Differensieringen mellom aksjeselskaper med liten og stor aksjespredning i 1995, er et resultat av at Aksjelovgruppen ikke fant de mulig å tilpasse den norske aksjeloven til EØS-reglene, uten nettopp dette skillet.<sup>154</sup> Aksjelovgruppen ønsket samtidig en videreføring av eksisterende system med særregulering i samme lov.<sup>155</sup>

Regulering i samme lov bestod fra endringsloven i 1995 til aksjeloven 1997.<sup>156</sup> Skillet i samme lov var ikke en tilstrekkelig tilpasning til EØS-regelverket og Aksjelovutvalget gjorde i NOU 1996:3 arbeidet med tilpasninger i to lover.<sup>157</sup>

Med et lovmessig skille mellom aksjeloven og allmennaksjeloven, ble det også innført enkelte særreguleringer i reglene om konvertible lån. Dette i tråd med lovenes respektive formål. Det er primært to forskjeller mellom allmennaksjelovens og aksjelovens regulering av konvertible lån. For allmennaksjeselskaper kan fordringen skilles fra retten til å kreve utstedt aksjer og videre kan enhver innbys å tegne lånet, så fremt aksjeeierne ikke benytter seg av sin fortrinnsrett. Aksjeloven har som nevnt forbud mot å skille fordring fra tegningsretten, og begrensning for hvem som kan innbys å tegne lånet. Sett bort fra dette, er reguleringen tilsvarende i aksjeloven og allmennaksjeloven, noe som er i overensstemmelse med seriøsitetssiktemålet. For en investor skal ikke skillet mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap være noe hinder for investeringer.<sup>158</sup>

Hensynet til fleksibilitet og lovgivers tilbakeholdenhet til finansielle instrumenter har vært sentralt i en årrekke. Hvorvidt man i dag har en fleksibel lovregulering som kan utnyttes av aksjeselskapene er et spørsmål som enda ikke er besvart i denne fremstillingen. Dette er tema for analysen i [kapittel 4](#), [5](#), [6](#) og [7](#). Enkelte prosesser later til at man i større grad går i retning

---

<sup>154</sup> Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) punkt 2.1, som viser til NOU 1992:29.

<sup>155</sup> NOU 1992:29 s. 9.

<sup>156</sup> Lov 12. desember 1995 nr. 80 om aksjeselskaper mv. (EØS-tilpasning).

<sup>157</sup> Dette var et resultat av at forarbeidene til ny aksjelov i NOU 1992:29, Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) og Innst. O nr. 45 (1994-1995) ble sendt tilbake fra Odelstinget til Regjeringen med krav om nytt forslag med nødvendige EØS-tilpasninger inkludert. Dette resulterte i NOU 1996:3, Ot.prp. nr. 23 (1996-1997), Ot.prp. nr. 39 (1996-1997) og Innst. O nr. 80 (1996-1997).

<sup>158</sup> Prop. 148 L (2011-2012) s. 18-19.

av deregulering og større fleksibilitet, men om dette gjelder konvertible lån er ikke drøftet i teorien.<sup>159</sup>

For å forklare hvordan aksjeselskaper kan hente inn kapital ved å utstede konvertible lån, er det nødvendig med en forklaring av låneavtalens funksjonalitet. Dette vil også belyse hvorfor problemstillingene verdifastsettelse, rettighetshavers stilling ved visse selskapsrettslige beslutninger og utvanning utgjør utvalget i analysen ([kapittel 4](#), [5](#) og [6](#)). Det trekkes da linjer også de avveininger som ble gjort ved innføringen av konvertible lån og utviklingen av regelens innhold i 1997.

### **3.3. Funksjonaliteten av konvertible lån**

#### **3.3.1. Om forholdet mellom fordringen og motregningsretten**

Utgangspunktene er allerede drøftet i oppgavens [kapittel 1](#), men det er verdt å minne om at lånet utstedes av selskapet til en rettighetshaver, som kan være en eksisterende aksjeeier eller andre navngitte personer.<sup>160</sup> Aksjeeiere har fortrinnsrett til å tegne lånet, men dette kan fravikes med flertall.<sup>161</sup> Fordringen kan i løpet av en femårsperiode konverteres til aksjer ved motregning dersom rettighetshaver ønsker det. Fordringen er da vederlaget som nyttes til motregning. Ved konvertering skjer en forhåndsbundet kapitalforhøyelse, hvor selskapet plikter å utstede aksjer, til rettighetshaver.<sup>162</sup> Reguleringen har dermed en innebygget uforutsigbarhet ved de endringer som kan forekomme under lånets løpetid. I fremstillingen drøfter jeg ikke hvilke omstendigheter som også kan gjøre seg gjeldende ved spørsmål om avtalerevisjon etter avtaleloven § 36.<sup>163</sup>

Som nevnt i oppgavens [kapittel 1](#), bryter konvertible lån som utstedes til ikke-aksjeeiere med aksjeeiernes fortrinnsrett til aksjer ved den kapitalforhøyelsen som følger av konvertering,<sup>164</sup> og med styrets og generalforsamlingens kompetanse til å beslutte tidspunktet for kapitalforhøyelse ved forhåndsbindingen.<sup>165</sup>

---

<sup>159</sup> Truyen (2004) s. 53. Avveiningen mellom regulering og fleksibilitet kommer spesielt tydelig frem i den rettsøkonomiske evalueringen i [kapittel 7](#).

<sup>160</sup> Asl. § 11-2 (2).

<sup>161</sup> Asl. § 11-4 jf. § 10-5.

<sup>162</sup> Kapitalforhøyelser gjennomføres etter reglene i asl. kapittel 10.

<sup>163</sup> Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fulgmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtl.)

<sup>164</sup> Asl. § 10-4. Dette må nyanseres, da lån som utstedes til en aksjeeier, kun vil bryte med de øvrige aksjeeiernes fortrinnsrett, altså de som ikke får delta i kapitalforhøyelsen.

<sup>165</sup> Asl. § 10-1.

Fordringen og motregningsretten i det konvertible lånet kan i utgangspunktet overdras, da disse er en udelelig enhet.<sup>166</sup> Dermed kan kompetansen til krav om konvertering endre rettighetshaver. Ved en slik overføring må ny rettighetshaver likevel forholde seg til alminnelige omsetningsbegrensningene som gjelder i det konkrete aksjeselskapet. Det skilles mellom legale og vedtektsbestemte omsetningsbegrensninger. Legale omsetningsbegrensninger er eksempelvis særlige krav til aksjeerververes egenskaper,<sup>167</sup> forkjøpsrett for aksjeeiere og samtykkekrav ved avhendelse.<sup>168</sup> De vedtektsbestemte omsetningsbegrensningene følger av lovregler som gir adgang til nærmere regulering i vedtektene. Forutsatt at slike omsetningsbegrensninger ikke utløses ved skifte av rettighetshaver, kan ny rettighetshaver tre inn i avhenders sted og dermed ha motregningsretten og konverteringskravet i behold.

Det må bemerkes at asl. § 11-1 (2) angir at «retten til å kreve utstedt aksjer (...) ikke (kan) skilles fra fordringen». Forbudet er begrunnet med både hensyn til aksjelovens system og omgåelseshensyn. Først og fremst legger aksjeloven opp til en lukket eierkrets og videre antas det at det neppe vil være et marked for aksjeselskaper med liten aksjespredning kan omsette sine tegningsretter.<sup>169</sup> Forbudet mot å la allmennheten tegne aksjer i aksjeselskaper ville lett kunne undergraves dersom man aksepterte at tegningsretten kunne skilles fra fordringen ved konvertible lån og tegningsretter i § 11-1 for øvrig. En slik mulighet ville gi fordringshaver en rekke fordeler, ved at tegningsretten gis selvstendig økonomisk verdi og reduserer risiko ved valgfrihet omkring salg eller utnyttelse av tegningsretten.<sup>170</sup> Det var ikke ønskelig at denne muligheten skulle tilfalle rettighetshaver, spesielt av hensyn til omgåelsesmuligheten dette ville kunne medføre.

### **3.3.2. Om konverteringsprosessen og kursfastsettelse**

Konverteringsmuligheten medfører i utgangspunktet at fordringen mot selskapet kan opphøre for rettighetshavers vedkommende. Velges konvertering, blir rettighetshaver aksjeeier ved en påfølgende kapitalforhøyelse som selskapet er pliktig å gjennomføre. Rettighetshaver er på sin side ikke pliktig å konvertere sin fordring, ettersom reguleringen gir en rett, ikke en plikt, til konvertering.<sup>171</sup> Når dette er rettighetshavers valg, er det faktorer på dens side som avgjør om

---

<sup>166</sup> Asl. § 11-1 (2).

<sup>167</sup> Asl. § 4-18.

<sup>168</sup> Henholdsvis asl. § 4-26 og § 4-16.

<sup>169</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>170</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>171</sup> Asl. § 11-1 (1) «(...) rett til å (...)».



det gjennomføres en konvertering. Utslagsgivende vil være om selskapet leverer gode nok resultater til at rettighetshaver selv mener at den vil konvertere sin posisjon. Før dette blir aktuelt, vil rentene knyttet til lånet typisk gi høyere inntjening for rettighetshaver enn en eventuell aksjeeierposisjon.<sup>172</sup>

Når et konverteringskrav fremsettes, kan ikke aksjeeiere delta i kapitalforhøyelsen som utløses, med mindre selskapet gjennomfører to separate kapitalforhøyelser samtidig. Kapitalforhøyelsen som følger konverteringen er eksklusiv for rettighetshaver og inkluderer dermed kun aksjer til den verdi som fordringen tilsvarer. Altså kan rettighetshaver i konverteringsprosessen ikke få utstedt aksjer for et beløp som overstiger lånesummen som er innbetalt til selskapet.<sup>173</sup> Alternativet til denne løsningen er antatt å være at generalforsamlingens beslutning kan åpne for en kombinasjon med tegningsrett mot ytterligere innskudd for aksjer, altså at man kombinerer det konvertible lån med en tegningsrett.<sup>174</sup> Fremstillingen drøfter ikke denne løsningen ytterligere, da fremstillingen avgrenser mot lån med tilhørende tegningsrett. For øvrig, dersom lånebeløpet er større enn summen av konverteringskurs for aksjene rettighetshaver har krav på, må det overskytende betales tilbake til kreditor.<sup>175</sup>

Konverteringsprosessen aktualiserer særlig spørsmål om verdifastsettelse. Det kreves at selskapet ved utstedelse av lånet i sin beslutning skal angi kursen ved tegning av lånet,<sup>176</sup> og andre vilkår for å kreve utstedt aksjene, slik som en konverteringskurs.<sup>177</sup> Vurderingen av selskapets verdi beror på rettslige og ikke-rettslige faktorer, som kan ha stor innvirkning på hvorvidt øvrige aksjeselskapsrettslige regelsett aktualiseres. Hvordan dette henger sammen drøftes ytterligere i tilknytning til verdifastsettelse og utvanning. For andre regler enn konvertible lån har det vokst frem prinsipper om verdifastsettelse i rettspraksis.<sup>178</sup> Et spørsmål er hvilken overføringsverdi og betydning disse har for foreliggende regulering. Dersom det ikke kan konstateres særlig overføringsverdi, er et annet spørsmål hvordan en ellers kan trekke opp retningslinjer for vurderingen av tegnings- og konverteringskurs.

---

<sup>172</sup> Roger McCormick og Harriet Creamer, «Hybrid Corporate Securities», London: 1987, s. 41.

<sup>173</sup> Asl. § 10-12 (4) jf. § 2-12 (2).

<sup>174</sup> Asl. § 11-1 (2).

<sup>175</sup> Andenæs (2016) s. 535.

<sup>176</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 5.

<sup>177</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 7.

<sup>178</sup> Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshav Holding).

### 3.3.3. Om innholdet i låneavtalen

Når et aksjeselskap skal utstede et konvertibelt lån angir reguleringen vilkår for at låneavtalen skal være selskapsrettslig bindende og lar seg registrere i Foretaksregisteret. Det skal angis samlet lånebeløp, hvem som kan tegne lånet, frist for tegning, fordringens pålydende og rente, kurs ved tegning, tid og sted for innbetaling, vilkår for konvertering, frist for konvertering, eventuelle aksjeklasser, rettighetsposisjon for rettighetshaver og tidspunktet aksjene gir rett til utbytte.<sup>179</sup>

Vilkårene tilsvarer langt på vei de vilkår som gjelder ved alminnelige kapitalforhøyelser.<sup>180</sup> Begge regelsett krever styreforslag, beslutning fra generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer, har et utgangspunkt om fortrinnsrett for aksjeeierne og må registreres i foretaksregisteret.<sup>181</sup> Likevel er det noen forskjeller mellom regelsettene. For kapitalforhøyelser er det krav om at beslutningen «minst skal angi» visse vilkår, mens det ved konvertible lån er formulert som at beslutningen «skal angi». I tråd med aksjelovens regulering ellers, forstås sistnevnte som et minimumskrav og at det er adgang til strengere regulering i låneavtalen. Dette vil følge kapitalforhøyelsessystemet som reguleringen av konvertible lån i stor grad bygger på. Ved kapitalforhøyelser aksepteres likevel innskudd i annet enn penger og på særlige tegningsvilkår.<sup>182</sup> Tilsvarende gjenfinnes ikke i reguleringen av konvertible lån.<sup>183</sup> Andre forskjeller finnes i vilkårene for beslutningen. Etter regelen i asl. § 10-1 (2) nr. 9 skal det angis anslåtte utgifter ved kapitalforhøyelsen. Noen slik regel finnes ikke i asl. § 11-2. Motsatt angir § 11-2 (3) visse vilkår som ikke er aktuelle for kapitalforhøyelser etter § 10-1 (2), slik som kursen ved tegning av lånet, vilkår for å kunne kreve utstedt aksjer og rettighetshavers stilling ved selskapsrettslige beslutninger.

---

<sup>179</sup> Asl. § 11-2 nr. 1 til 11 jf. § 11-6.

<sup>180</sup> Asl. § 10-1.

<sup>181</sup> Asl. § 10-3, § 10-1, § 10-4 og § 10-9.

<sup>182</sup> Asl. § 10-2.

<sup>183</sup> Det kan spørres om dette er en lite konsekvent regel, da tingsinnskudd aksepteres som grunnlag for kapitalforhøyelser. Det kan tenkes at tingsinnskudd gitt på lån til et selskap, kan konverteres til aksjer etter reglene i §§ 11-1 flg. Spørsmålet er da om man kan benytte noe annet enn penger til motregning. Systemet i § 10-2 tilsier er skarpt skille mellom tingsinnskudd og motregning. Når §§ 11-1 flg. ikke åpner for tilsvarende mulighet kan dette tilsi at det ikke er åpning for avtalt komputabilitet for kravene jf. Rune Sæbø, «Motregning», Bergen:2003 s. 69-70.

Både styrets forslag,<sup>184</sup> beslutningen fra generalforsamlingen, eller styrets beslutning ved styrefullmakt, må angi vilkårene. Lovens utforming inneholder både presise vilkår, og vilkår med mer rom for tolkning. Eksempelvis må vedtaket angi «vilkår for å kunne kreve utstedt aksjer», men det angis ikke noe annet eksempel enn «(...) hva som skal ytes som vederlag for de nye aksjene».<sup>185</sup> Slikt rom for tolkning i utvalgte vilkår åpner for en rekke interessante rettsspørsmål som drøftes ytterligere i de følgende kapitlene ([4](#), [5](#), [6](#) og [7](#)). Reguleringen av rettighetshavers posisjon er samtidig en markert forskjell fra reglene om alminnelige kapitalforhøyelser, og drøftes derfor særskilt i det påfølgende delkapittelet.

### 3.3.4. Om beskyttelse av rettighetshaver

Det åpnes i asl. § 11-2 (3) nr. 10 for at rettighetshaver kan gis innflytelse i selskapsrettslige beslutninger som kan innvirke på konverteringskursen. Beslutningene er kapitalforhøyelse, kapitalnedsettelse, ny beslutning om opptak av lån etter asl. § 11-1, og ved oppløsning, fisjon og fusjon.<sup>186</sup> Det er nok av mindre interesse med en rettighetsposisjon ved kapitalnedsettelser, enn for de andre beslutningstypene da fortrinnsrett ikke gjør seg gjeldende.<sup>187</sup> Dersom rettighetshaver gis innflytelse på lik linje som aksjeeierne, er rettighetshaver i en sterk posisjon når det gjelder vern om egne interesser. Dette skiller seg fra en ordinær kreditorposisjon, hvor kreditorvernet er knyttet opp mot selskapets varslingsplikt. Varslingsplikten innebærer at beslutninger meldes til Foretaksregisteret, hvorpå registeret kunngjør kreditorvarsel. Plikten dekker kapitalnedsettelse, fisjon, fusjon og oppløsning.<sup>188</sup>

En av grunnene til at konvertible lån lovfestes i 1976 er at det ikke fremstod som en fullgod løsning at det var obligasjonsrettslige regler som regulerte et eventuelt mislighold av en slik låneavtale fra selskapets side. Det kunne tenkes at verdien av selskapets aksjer og verdien av konverteringsretten kunne avhenge av faktorer som selskapet selv råder over.<sup>189</sup> En slik faktor er eksempelvis ekstraordinære utbyttebetalinger som fører til endring av aksjekursen, mens en annen kan være en kapitalforhøyelse under tiden hvor det er utstedt et konvertibelt lån.<sup>190</sup> Det er nettopp en type generalforsamlingsbeslutning som kan innvirke på hvor attraktiv konverteringsretten er for rettighetshaver. Dette kan om mulig avhjelpes jf. § 11-2 (3) nr. 10

---

<sup>184</sup> Asl. § 11-3.

<sup>185</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 7.

<sup>186</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 10.

<sup>187</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734 note 3.11.

<sup>188</sup> Se asl. § 12-6, § 13-14, § 14-17 og § 16-4.

<sup>189</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>190</sup> Dette drøftes ytterligere i delkapittel [5.3](#).

som angir at man skal bestemme «hvilken stilling rettighetshaverne skal ha ved selskapets beslutninger (...)».

Et spørsmål som oppstår i forbindelse med rettighetshavers konverteringsrett og avtalebundne aksjeeierposisjon, er hvorvidt denne posisjonen kan utsettes for økonomisk utvanning, tilsvarende det som kan skje aksjeeiere. Dette vil ha sammenheng med hvilke rettigheter som kan tildeles rettighetshaver gjennom låneavtalen og hvorvidt disse forhåndsbinder selskapets kompetanse til å fatte visse beslutninger. Spørsmålet løftes kun frem her, men er gjenstand for en grundigere drøftelse i [kapittel 5](#).

### **3.4. Betydning av regulering i vedtekter og aksjonæravtaler**

Et element som kan være med på å forklare låneavtalens funksjonalitet og faktorer av betydning for analysen er skreddersømmen som muliggjøres av vedtektsregulering og aksjonæravtaler.<sup>191</sup> Den interne kompetanseskranken som vedtektene utgjør, gir mulighet for særregulering med relevans for låneutstedelse og rettighetshaver, eksempelvis gjennom aksjeklasser eller omsetningsbegrensninger.<sup>192</sup> I praksis skiller det mellom løsnings-(fortrinns-), samtykke- og personklausuler i vedtektenes omsetningsbegrensninger.<sup>193</sup> Valgt regulering vil kunne innvirke på hvorvidt ny rettighetshaver kan tre inn i forgjengerens sted ved konvertering av aksje. Eksisterende aksjeeiere har mulighet til å endre vedtektsregulering dersom denne er til hinder for tilsiktede overføringer. Dette foretas med samme flertallskrav som beslutning om å utstede et konvertibelt lån, altså med to tredjedelers flertall så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert.<sup>194</sup>

For konvertible lån og investeringselementet tilknyttet disse kan det tenkes tilfeller hvor vedtektene er til hinder for et skifte av rettighetsposisjonen, i lys av omsetningsbegrensninger som selskapet kan ha vedtatt tidligere. Selskapet kan ha særregulert hvem som kan bli aksjeeiere gjennom en personklausul i vedtektene. Dersom aksjeeiere med tiden skulle feile til å oppfylle vedtektenes krav, så har aksjeeieren tre måneder på og bringe dette i orden.<sup>195</sup> Eksempelvis kan

---

<sup>191</sup> Asl. 2-1 (1).

<sup>192</sup> Asl. § 4-1 (1).

<sup>193</sup> Tore Bråthen, «Personklausuler i aksjeselskaper», Oslo: 1996 s. 42-44.

<sup>194</sup> Asl. § 5-18.

<sup>195</sup> Asl. § 4-18.

de være ønskelig at selskapet kun har aksjeeiere som er bosatt i byen hvor selskapets kontorer befinner seg. En aksjeeier som flytter vil ikke oppfylle kravet. Slik regulering kan være hensiktsmessig dersom tett tilknytning til selskapet og dets drift er nødvendig. Vedtektsfestede omsetningsbegrensninger medfører at selskapet, som ledd i prosessen med å utstede et konvertibelt lån, kan se seg nødt til å gjøre visse tilpasninger i vedtektene. Alternativt må beslutningen anses som et enkeltstående unntak fra vedtektene, eksempelvis fra en personklausul.<sup>196</sup>

For ytterligere skreddersøm av selskapsforholdet, kan aksjeeierne også velge å inngå en aksjonæravtale seg imellom, eller mellom seg og tredjeperson.<sup>197</sup> Avtaletypen drøftes lite i aksjeloven, men kan være praktisk for å oppnå visse formål, slik som kapitalinnhenting. Hvilken reguleringen avtalen inneholder, og hvilke forpliktelser aksjonæravtalen pålegger partene kan variere stort. Et gjennomgående trekk er likevel at avtalene regulerer hvordan stemmerett skal utøves, slik at en avtalt ordning gjennomføres selskapsrettslig.<sup>198</sup> For både vedtekter og aksjonæravtaler er et vesentlig poeng at avtalene ikke kan benyttes til å omgå aksjelovens grunnprinsipper, slik som stadfestet av Høyesterett i praksis.<sup>199</sup> En kan eksempelvis ikke i vedtektene regulere at aksjer eller låneavtalen skal tilbys allmennheten. En kan heller ikke forplikte aksjeeierne til å stemme på en bestemt måte på generalforsamlingen, med den virkning at mislighold er en ugyldighetsgrunn for generalforsamlingsbeslutningen.<sup>200</sup> Det som imidlertid er tillatt er en investeringsavtale mellom aksjeeierne og rettighetshaver.<sup>201</sup> Slike kan være vesentlige for konvertible låns vedkommende, selv om investeringsavtaler ikke er selskapsrettslig bindende. Aksjeeierne kan forplikte seg, kontraktsrettslig, til å på nærmere vilkår oppfylle avtalen om investering. Tilsvarende må rettighetshaver overholde sine forpliktelser etter avtalen.<sup>202</sup>

Ved konvertering oppstår spørsmålet om rettighetshaver blir bundet av aksjonæravtalen i selskapet direkte gjennom konverteringen. For å utjevne forskjeller mellom eksisterende og senere tilkomne aksjeeier kan det være hensiktsmessig at dette legges til som vilkår for å gjennomføre konverteringen til aksjer. Dette for å unngå gnisninger mellom aksjeeiergruppen.

---

<sup>196</sup> Asl. § 3-18.

<sup>197</sup> Andenæs (2016) s. 57.

<sup>198</sup> Andenæs (2016) s. 57. Selskapet kan også være part i aksjonæravtalen, men avtalen kan ikke benyttes for å få selskapet til å omgå lovens eller vedtektenes bestemmelser for å oppfylle en forpliktelse.

<sup>199</sup> Eks. Rt. 1995 s. 46 (Nimbus).

<sup>200</sup> Truyen (2004) kap. 13.6.6.2.

<sup>201</sup> Rt. 1995 s. 46 s. 51 og 52.

<sup>202</sup> Kontraktsrettslige begrensninger gjelder likefremt for aksjonæravtalene, slik som eksempelvis avtl. § 33.

Det skal nok likevel en del til for at en slik forutsetning anses som avtalerettslig bindende dersom den ikke har kommet eksplisitt til uttrykk ved stiftelsen av den aktuelle retten til å erverve eller tegne aksjer.<sup>203</sup> Poenget er at utstedelse av konvertible låneavtaler kan nødvendiggjøre endringer i vedtektene, og eller aksjonæravtalen. Særlig relevante kan aksjonæravtaler være dersom selskapet bruker uregistrerbare konvertible lån.

### **3.5. En side mot uregistrerbare konvertible lån**

Selskapspraksis viser at selskapene inngår låneavtaler lignende konvertible lån, utenfor lovens regulering. Lånene fyller ikke nødvendigvis formkravene etter reglene i kapittel 11 I, og er derfor ikke selskapsrettslig bindende i sitt innhold. Det er styret som er gitt kompetanse til å inngå låneavtaler på selskapets vegne etter regelen i § 6-12. Dette vil si at en låneavtale hvor styret forplikter seg til å stemme for en påfølgende kapitalforhøyelse, ikke binder selskapets aksjeeiere sin stemmegivning.

Uten lovens bindingsvirkning øker risikoen for kreditor spesielt ved spørsmålet om det eksisterer en mulighet for konvertering. Begrepet kreditor brukes her for å skille situasjonen fra den hvor rettighetshaver har en selskapsrettslig bindende beslutning om kapitalforhøyelse. Kreditor satser egentlig på at aksjeeierne på et gitt tidspunkt vil gå inn for kapitalforhøyelsen uten et selskapsrettslig bindende pålegg om dette. Fordringen på selskapet består, men konverteringen gjennom motregning til aksjer er ikke forpliktende for selskapet.<sup>204</sup> Låneavtalen kan imidlertid gi mulighet til motregning med fordringen for å få utstedt aksjer. Denne adgangen til motregning er knyttet til reglene om kapitalforhøyelse, men må ses som separate fra den kapitalforhøyelse som gjelder ved konvertible lån.<sup>205</sup>

I motsetning til de registrerbare konvertible lånene, vil uregistrerbare kunne inneholde vidt ulike vilkår enn de oppstilt i § 11-2 (3). Bindingsvirkningene knytter seg til topartsforholdet mellom generalforsamling eller styret, og kreditor. Et spørsmål er da om kreditor kan kreve konverteringen tvangsgjennomført. Dette løftes frem i [delkapittel 5.3](#).

---

<sup>203</sup> Jannik Woxholth «Aksjonæravtaler», Bergen:2014, s. 122pi

<sup>204</sup> Det kan tenkes at aksjeeierne i en investeringsavtale forplikter seg til slik stemmegivning, se drøftelse i [delkapittel 3.4](#).

<sup>205</sup> Asl. § 10-12 jf. § 2-12 (2) jf. § 2-4. Det kan ikke motregnes om selskapet er insolvent på motregningstidspunktet jf. asl. § 2-12 (2). Se ellers Andenæs (2016) s. 108.

For avtalepartene kan uregistrerbare lån være en mer fleksibel løsning enn de konvertible lån som følger lovens system i asl. §§ 11-1 til 11-9. Lånet fordeler risikoen mellom partene på en annen måte enn lovens låneform, men det hviler mer risiko på både kreditor og styret. Sikkerhet for kreditor ligger i lånets natur, med tilbakebetalingskrav og rentekrav, men det er ingen sikkerhet for et konverteringskrav. Slikt sett er det «verste» som kan skje, at kreditor ikke får ta del i det ubegrensede gevinstpotensialet som ligger til aksjeeierne ved konvertering. Når det gjelder styrets beslutningskompetanse og medlemmer, så knytter det seg usikkerhet til deres posisjon dersom aksjeeierne ikke ønsker å gjennomføre noen kapitalforhøyelse. Styremedlemmer utnevnes av generalforsamlingen og kan også fjernes av forsamlingen.<sup>206</sup> Dermed kan en beslutning om låneopptak resultere i at generalforsamlingen ikke lengre har tillit til styremedlemmets, eller styrets, arbeid.

Løsningen med et uregistrerbart konvertibelt lån mest effektiv i selskaper med en så liten eierkrets at det ikke er tvilsomt at aksjeeierne vil stemme for en kapitalforhøyelse i fremtiden, selv om dette ikke er selskapsrettslig bindende.<sup>207</sup> Det kan derfor spørres om aksjeeierne kan bindes, seg imellom, til å stemme for kapitalforhøyelsen i slike tilfeller. Kan aksjeeiere instrueres i relasjon til stemmeretten, eksempelvis gjennom en aksjonæravtale? Dette åpner for en vurdering av hvorvidt man i aksjonæravtalen tilsikter at den skal ha selskapsrettslig bindende virkning, eller om dette ikke er tilfellet. Det finnes ikke en alminnelig hjemmel i aksjeloven som gir adgang for å binde aksjeeiernes utøvelse av sin kompetanse på generalforsamlingen som følge av en aksjonæravtale.<sup>208</sup> Samtidig åpner aksjeloven for at aksjeeiere kan binde sin kompetanse ved stemmerettsløse aksjer, forutsatt at det eksisterer vedtektsregulering en slik aksjeklasse.<sup>209</sup> *Jannik Woxholth* skriver i sin doktorgradsavhandling at dersom det er adgang til å ha stemmerettsløse aksjer i et aksjeselskap og aksjeeierne kan fraskrive seg denne retten for all fremtid, må aksjeeierne også kunne binde seg til å stemme etter instruks fra en annen avtalepart til aksjonæravtalen.<sup>210</sup> Et interessant spørsmål i forlengelsen av dette er om utøvelse av stemmerett i denne sammenheng kan tvangsfullbyrdes. Fremstillingen avgrenser mot en ytterligere drøftelse av dette, da det faller utenfor oppgavens tema.

---

<sup>206</sup> Asl. § 6-3 og § 6-7.

<sup>207</sup> Etter reglene i asl. kapittel 10.

<sup>208</sup> Riktignok gir asl. § 1-3 hjemmel for at aksjonæravtalen kan få virkning for tredjepersoner, men konsernforhold faller utenfor oppgavens tema.

<sup>209</sup> Asl. § 5-3.

<sup>210</sup> Woxholth (2014) s. 167.

Stemmer ikke generalforsamlingen for kapitalforhøyelse eller ikke følger vilkårene i en eventuell investeringsavtale for kapitalforhøyelsen, oppstår spørsmålet om kreditor kan fremme krav mot selskapet om kontraktmislighold. I situasjoner hvor styret ikke har ivaretatt kreditors interesser, så kan det være grunnlag for styreansvar, særlig hvor det foreligger en styrefullmakt til kapitalforhøyelsen.<sup>211</sup> Et spørsmål i forlengelsen av dette er om det er grunnlag for erstatning av positiv kontraktsinteresse som følge av manglende oppfyllelse, eller negativ kontraktsinteresse som følge av uforsvarlig saksbehandling. Knyttet til kreditors aksjeeierinteresse, så er det positiv kontraktsinteresse som er mest aktuelt, men det er uklart om dette kan lede frem.<sup>212</sup> Kan kreditor egentlig kan ha en rettmessig forventning om en fremtidig kapitalforhøyelse når den vet at det er et uregistrerbart konvertibelt lån?

Foreligger en avtalerettslig gyldig avtale, kan medkontrahenten påberope seg alminnelige avtalerettslige ugyldighetsregler overfor aksjeselskaper.<sup>213</sup> Hvorvidt det kan etableres et erstatningsansvar for styret overfor medkontrahenten, i kraft av et avtalebasert motregningskrav, er en annen vurdering. Det vil i så fall være et spørsmål om erstatning for negativ kontraktsinteresse. Fremstillingen drøfter ikke spørsmålet ytterligere av hensyn til omfang.

Ved valget mellom registrerbare og uregistrerbare lån, er det spørsmål om sikkerhet ved det ene, trumfes av fleksibilitet for avtalepartene ved det andre. For norsk retts vedkommende har rettighetshaver vern av aksjeloven som kreditor, ved registrerbare konvertible lån, selv om det ikke stilles direkte sikkerhet for låneopptaket. Rettighetshavers valgmuligheter omkring konverteringstidspunktet, inntil femårsfristen, sørger for at den har kontroll over hvilken risiko den ønsker å utsette seg for. Risikoen for konkurs er naturligvis ikke innenfor rettighetshavers kontroll, men varslingsmekanismene for kreditorposisjonen i aksjelovgivningene gir i et visst varsel om beslutninger som kan være til skade for rettighetshaver.

### **3.6. utfordringer ved dagens regulering**

Fordi balanseringen mellom fleksible regler for kapitalinnhenting og restriktivitet til vern for interesseaktørene er en vanskelig øvelse ved reguleringen av konvertible lån, fører dette til en del utfordringer nå oppstartsbedrifter skal utstede denne formen for lån. En side av dette er

---

<sup>211</sup> Asl. § 17-1.

<sup>212</sup> Mer om disse spørsmålene i [kapittel 5](#).

<sup>213</sup> Andenæs (2016) s. 386.



lovreguleringen og tolkningen av denne, og en annen side er konsekvensene av tolkning av dagens regulering. De to sidene holdes fra hverandre i analysen, av hensyn til struktur, slik at tolkningen følger av [kapittel 4](#), [5](#) og [6](#), mens (de rettsøkonomiske) konsekvensene fremmes i [kapittel 7](#).

Spørsmålet om hvor mye selskapets aksjer er verdt er det første som løftes frem. I fokus er tegningskursen for lånet og valg av konverteringskurs til fordel for rettighetshaver. Tegningskurs aktualiserer hensynet til aksjeeierne, økonomisk utvanning og myndighetsmisbrukslæren, mens konverteringskursen har betydning for rettighetshavers vern ved selskapsrettslige beslutninger. Knyttet til rettighetshavers vern oppstår spørsmålet om hvilken stilling rettighetshaveren skal ha ved ulike selskapsrettslige beslutninger som listet opp i asl. § 11-2 (3). Sistnevnte spørsmål aktualiserer øvrige regler om aksjeeierrettigheter og kontroll med den rettighetsposisjonen som avtales. Aksjeeierne kan utøve innflytelse over beslutningen dersom den fattes av generalforsamlingen. Fattes den etter styrefullmakt, angir ikke generalforsamlingens instruksjoner noe om rettighetshavers posisjon.<sup>214</sup> Likevel har styret da adgang til å fastsette slike rettigheter for rettighetshaver når de utsteder det konvertible lånet.<sup>215</sup> Kontroll er derfor et vesentlig poeng ved vurderingen av motsetningene mellom aksjeeiere og rettighetshaver, samt mellom aksjeeiermajoritet og -minoritet.

Avveiningen mellom kontroll og fleksibilitet kommer på spissen for oppstartsbedrifter med behov for effektiv finansiering. Beslutninger om låneopptak ved et konvertibelt lån må ofte gjennomføres relativt effektivt. Som nevnt må forslaget komme fra styret og inkluderes i innkallelsen til generalforsamlingen, som igjen må sendes ut med en ukes varsel.<sup>216</sup> Beslutningen om utstedelse eller styrefullmakt må fattes med flertall som for vedtektsendringer.<sup>217</sup> Tidspress og hensyn til effektivitet kan derfor medføre at en styrefullmakt eller forenklet generalforsamlingsbehandling er de mest aktuelle løsningene for utstedelse av det konvertible lånet.<sup>218</sup> Styrefullmakt kan gis med tidsramme på to år, men dette har også sine ulemper.<sup>219</sup>

---

<sup>214</sup> Asl. § 11-8 (2) jf. § 11-9.

<sup>215</sup> Asl. § 11-9 jf. § 11-2 (3).

<sup>216</sup> Asl. § 11-3, Asl. § 10-3 (4) og Asl. § 5-10 (2).

<sup>217</sup> Asl. § 11-2 og § 11-8.

<sup>218</sup> Henholdsvis asl. § 11-8 og asl. § 5-7.

<sup>219</sup> Styrefullmakt er også et moment under drøftelse av utvanning i [kapittel 6](#), og i den rettsøkonomiske og rettspolitiske delen i [kapittel 7](#).

Aksjelovens saksbehandlingsregler ved utstedelse av konvertible lån legger opp til en avveining mellom kontroll for aksjeeierne på den ene siden, og effektivitet for rettighetshaver på den andre. Til sammenligning kreves det ved opptak av uregistrerbare konvertible lån kun en beslutning fra styret, som kan treffe beslutninger etter en saksbehandling med varsel på en «hensiktsmessig måte og med nødvendig frist».<sup>220</sup> Korte tidsfrister til tross, må styret sørge for en tilstrekkelig gjennomarbeidet låneavtale, slik at øvrige bestemmelser respekteres og alle relevante hensyn ivaretas. En gjennomarbeidet låneavtale er relevant både i og utenfor aksjelovens bestemmelser, men særlig for de uregistrerbare lånene. Innebygde sikkerhetsmekanismer i asl. §§ 11-1 og 11-2, er ment å sørge for at de registrerbare følger klare retningslinjer.

I lys av hensynene nevnt i oppgavens [kapittel 2](#) og risikobetraktninger som nevnt over foretas derfor en tolkning av utvalgte problemstillinger ved aksjelovens regler om konvertible lån. Dette gjøres for å belyse de utfordringer som er innebygget i reguleringen, som kan materialisere seg for teknologiske oppstartsbedrifter og i forlengelse kan medføre vanskeligheter med å utstede konvertible lån.

## **4. Verdifastsettelse av teknologiske oppstartsbedrifter**

### **4.1. Om problemstillingene og faktorene som påvirker dem**

Problemstillingene i dette kapittelet er hvordan ulike kurser ved utstedelse av konvertible skal vurderes og fastsettes, og hvilke eventuelle aksjeselskapsrettslige føringer som er pålagt selskapene ved verdifastsettelse av aksjene, og derav også ved vurdering av selskapets verdi.

Spørsmål om verdifastsettelse ved utstedelse og tegning av konvertible lån, er utfordrende for alle aksjeselskaper. Særlig utfordrende er verdifastsettelse for teknologiske oppstartsbedrifter på to plan. Først knytter utfordringene seg til vurderingen av tegningskursen ved utstedelsen av

---

<sup>220</sup> Asl. § 6-22.

lånet, altså hvilken aksjeverdi som utgjør utgangspunktet for både rettighetshaver og selskapets beregning av eierposisjon ved konvertering. Deretter til hvordan selskaper i låneavtalen kan operere med en ytterligere rabattordning knyttet til tegningskursen, som kan virke som et incentiv for rettighetshaver. Rabattene omtales i fremstillingen som lånets konverteringskurs.

Skillet mellom de to problemstillingene kommer til uttrykk ved utformingen av reguleringen i asl. § 11-2 (3). Her skilles det mellom ulike vilkår hvor verdifastsettelse må vurderes. Begrunnelsen for å holde begrepene tegningskurs og konverteringskurs fra hverandre, er at terminologien omkring fenomenene ikke er entydig når konvertible lån omtales i norsk juridisk litteratur.<sup>221</sup> Fordi det i denne fremstillingen siktes til verdsettelsesproblematikk ved ulike lovvilkår, er det hensiktsmessig med et slikt skille.<sup>222</sup> Knyttet til begge problemstillinger kan det nevnes faktorer av særlig betydning for verdifastsettelse av aksjeselskaper.

For aksjeselskaper i kategorien teknologiske oppstartsbedrifter oppstår særlige utfordringer ved verdifastsettelse av to hovedårsaker. Selskapene opererer utenfor regulerte markeder, de er i en tidlig fase av drift og uten en etablert kundebase som gir en jevn kontantstrøm som følge av salg. Videre har selskapet, som nevnt i [kapittel 1](#), typisk kun immaterielle verdier av betydning, noe som medfører utfordringer med å stille sikkerhet for lånefinansiering.<sup>223</sup> Slike eiendeler skaper verdi knyttet opp mot det produktet eller tjenesten de skal understøtte. Med usikkerhet knyttet til om sluttproduktet fungerer og treffer markedet, kan det være særdeles vanskelig å fastslå verdien av en underliggende immateriell verdi.

Eksempelvis kan det tenkes en kode som ligger til grunn for programvare til bruk i havbruksindustrien. Denne koden er særlig utviklet for nettopp dette sluttproduktet, men verdien til koden i seg selv er ikke åpenbar, med mindre den lar seg utnytte for teknologiske produkter og tjenester. Koden kan falle inn under åndsverklovens bestemmelser om beskyttelse av åndsverk,<sup>224</sup> og gjennom lisensiering kan den utnyttes av andre. Prisen på en eventuell lisens

---

<sup>221</sup> Det skilles eksempelvis ikke mellom slike kurser i Aarbakke et. al. (2017) s. 1196. Dette under henvisning til at kommentarene er tilsvarende de for asl. § 11-2 (3), noe som blir utydelig eksempelvis der hvor allmennaksjeloven gir mulighet for angivelse av øvre og nedre grense for kurs ved tegning av lånet.

<sup>222</sup> I amerikansk og engelsk rett benyttes typisk tegningskurs om kurs ved tegning av lånet, mens konverteringskurs benyttes om et «tak» på den maksimale verdien aksjene kan tegnes for ved konvertering. Se mellom annet <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6ceafb5d-d0a8-4b32-8cbf-65bef1696c49> (lest 26.05.2023). I norsk rett benyttes samme begreper om den rabatten investor får ved den fremtidige kapitalforhøyelsen hvor konvertering skjer til en lavere pris enn verdistigningen tilsier.

<sup>223</sup> Simon Beswick, «Buying and Selling Private Companies and Businesses», 6. utgave, London:2001 s. 304.

<sup>224</sup> Lov 15. juni 2018 nr. 40 om opphavsrett til åndsverk mv. (åndsverkloven)

kan gi en pekepinn på verdien av koden, men det kan være vanskelig uttrykk å fastslå en helt konkret verdi. Rettighetslovgivningen, herunder opphavsrett og patentrett, kan innvirke på hvilke verdier man kan knytte til selskapet og aksjekursen.<sup>225</sup> Slikt vil også ha direkte innvirkning på selskapets verdi.<sup>226</sup>

Når aksjeverdien er tett knyttet til utviklingen av nettopp et produkt eller tjeneste, vil suksess kunne bringe selskapet inn i en fremtid med mer positiv kontantstrøm og flere materielle eiendeler slik som fast eiendom. Samtidig kan investeringer fra sentrale investorer, eksempelvis ved konvertible lån, innvirke på hvorvidt selskapet fremstår som et attraktivt investeringsobjekt også for andre. Dette kan medvirke til at selskapets verdi drives opp til et høyere nivå enn det som faktisk er tilfellet.<sup>227</sup> Av det foregående er det derfor klart at verdsettelse av aksjeselskaper og aksjekurs er et fag i seg selv, men ingen eksakt vitenskap. Hvilket ståsted spørsmålet vurderes fra og hvilke faktorer som vektlegges, vil innvirke på analysen som benyttes.<sup>228</sup> Analysen kan bygge på en mengde økonomiske teorier om verdsettelse, men fremstillingen i dette kapitlet avgrenser mot en drøftelse av slike.<sup>229</sup> Poenget er at verdsettelse i praksis er et omfattende og utfordrende rettslig problem, og samtidig en utbredt faktisk problemstilling.

## 4.2. Verdifastsettelse i aksjeloven

### 4.2.1. Verdifastsettelse etter asl. § 11-2 (3)

Den overordnede problemstillingen er altså hvordan verdien av aksjer i aksjeselskaper skal vurderes og fastsettes. En måte å beskrive verdi av en aksje, er den verdien aksjen har for eieren etter skatt.<sup>230</sup> Aksjen kan også gi rett til avkastning, som igjen vil være med på å avgjøre aksjens verdi. Avkastning kan tilkomme eieren gjennom utbytte og kursstigning på aksjen. Aksjeverdien må imidlertid vurderes i lys av selskapets omsetningsverdi. Et uttrykk for

---

<sup>225</sup> For mer om teknologipatenter, se Tord Fondevik «Oppkjøp av teknologibedrifter» i Tidsskrift for forretningsjus 2013, s. 267-319 på s. 276.

<sup>226</sup> Fondevik (2013) s. 276. I Norge og Europa opereres det i stor grad med opphavsrettsregulering for eksempelvis programvare, mens man i USA i større grad lar dette reguleres av patentlovgivningen. Dette er fordi man i norsk rett antar at patenter har større betydning for diskret teknologi, slik som kjemiske produkter, enn for kompleks teknologi, slik som elektroniske produkter.

<sup>227</sup> Truyen (2004) s. 296.

<sup>228</sup> Knut Boye og Gunnar A. Dahl, Verdsettelsesmodeller, i «Verdsettelse i teori og praksis», Oslo:1997, fra s. 3-38, på s. 4.

<sup>229</sup> Økonomiske teorier som kan ha innvirkning på vurderingen av verdifastsettelse er tema i [kapittel 7](#), hvor noen rettsøkonomiske betraktninger om verdifastsettelse drøftes.

<sup>230</sup> Petter Osmundsen, «Verdsetting av oljeselskaper – Implikasjoner for selskapsatferd», SNF-rapport nr. 21/02, Bergen: 2002, s. 17.

selskapets omsetningsverdi er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer.<sup>231</sup> For aksjeselskaper må nåverdien av fremtidige kontantstrømmer deles på antallet aksjer for å avgjøre nåverdien av aksjene. Utfordringen er at man ikke vet hva den fremtidige kontantstrømmen for selskapet vil bli. Hvordan stiller så dette seg ved konvertible låneavtaler etter asl. § 11-2 (3)?

Det følger av asl. § 11-2 (3) nr. 5 at det i låneavtalen må angis «kursen ved tegning av lånet». Loven krever derfor at det settes en bestemt kurs på tidspunktet lånet tegnes. Vilkåret skiller seg fra reguleringen for allmennaksjeselskaper i asal. § 11-2 (3) nr. 5, som angir at generalforsamlingen kan sette en øvre og nedre grense for tegningskursen.<sup>232</sup> Lånet tegnes etter alminnelige obligasjonsrettslige regler, og kan derfor tegnes til både overkurs og underkurs. For å avgjøre hvilken kurs som skal settes på lånet, vil man foreta en vurdering av selskapets kapitalbehov og muligheten for verdiøkning ved konvertering. Særlige problemstillinger knyttet til virkningene av tegningskurs drøftes ytterligere i [kapittel 6](#) om økonomisk utvanning.

Videre følger det av § 11-2 (3) nr. 7 avtalen skal angi «vilkår for å kunne kreve utstedt aksjer, herunder hva som skal ytes som vederlag for de nye aksjene». Det kan tenkes et mylder av kontraktsrettslig fastsatte vilkår som vil kunne tilpasses til det enkelte tilfellet.<sup>233</sup> Det som er særlig aktuelt er muligheten for å fastsette rabattordninger knyttet til tegningskursen, altså en konverteringskurs. En slik ordning kan eksempelvis være at rettighetshaver etter tre år, ved en høy verdistigning på selskapets aksjer, får en ytterligere rabatt ved sin konvertering enn det som fremgår av tegningskursen. Slik kan rettighetshaver om mulig gå med på en høyere tegningskurs, som vil være i selskapets interesse av hensyn til å redusere risikoen for utvanning.<sup>234</sup> Samtidig vil rettighetshaver kunne få et større utbytte, ikke i selskapsrettslig forstand, av sin investering ved at aksjer utstedes til rabattert pris per stk.

Ut over vilkårene, er det i § 11-2 (3) ikke angitt noen krav for vurderingen av kurs og reguleringen gir derfor ikke noen retningslinjer for hvordan man i låneavtalen skal fastsette

---

<sup>231</sup> Tim Koller, McKinsey & Company Inc., Marc Goedhart og David Wessels, «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies», 6. utgave, Hoboken:2015, s. 17. Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer dekker samlet selskapsvekst, avkastning på investeringer og kontantstrømmer.

<sup>232</sup> Begrunnelsen for denne regelen er at den er praktisk anvendbar kun for «offentlige aksjeselskaper» jf. Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 218.

<sup>233</sup> Det kan eksempelvis tenkes at det i avtalen er angitt at konvertering skal skje dersom selskapet skal hente ytterligere kapital ved en kapitalforhøyelse etter asl. kapittel 10. Dette vil naturligvis innvirke på tegningskursen for lånet jf. Aarbakke et. al. (2017) s. 733.

<sup>234</sup> Se [kapittel 6](#) for mer om økonomisk utvanning.

nettopp dette. Spørsmålet er derfor hvordan selskapene skal fastsette verdi på aksjene når de utsteder konvertible lån.

Utgangspunktet er at kursen kan settes til aksjenes pålydende, eller høyere. Den kan imidlertid aldri settes lavere, som følge av forbudet i asl. § 10-12 (4), jf. § 2-12. Dersom man tegner aksjer til lavere kurs enn pålydende, må innskyter likevel betale det pålydende ved konvertering.<sup>235</sup> Problemstillingen kommer på spissen for teknologiske oppstartsbedrifter, fordi det typisk er vanskelig å fastsette aksjekursen i forhold til aksjenes pålydende. Selskapet er ikke børsnotert, og det eksisterer ikke noen markedspris. Vurderingen må derfor ta utgangspunkt i en forhandling mellom selger og kjøper, men selskapets verdi, egenkapital og underliggende verdier kan også vektlegges.<sup>236</sup> I praksis vil man gjerne sette kursen høyere enn pålydende, med den konsekvens at både selskapet og rettighetshaver spekulerer i hvilken aksjekurs som kan være aktuell på et tidspunkt innenfor femårsfristen. *Gina Bråthen* tar til orde for at et utgangspunkt er «aksjenes underliggende verdier (...) ved beregningen av emitterte aksjers verdi (...)».<sup>237</sup> Reguleringen i asl. § 11-2 (3) gir ikke noen retningslinjer for hvorvidt dette utgangspunktet også gjelder aksjer som utstedes etter konvertible lån. Heller ikke i forarbeidene til bestemmelsen er det angitt noen retningslinjer eller prinsipper for vurderingen, annet enn at det knytter seg usikkerhet til konverteringsrettens verdi.<sup>238</sup>

Manglende retningslinjer for verdifastsettelse av aksjer i § 11-2 (3) vanskeliggjør vurderingen. I praksis fastsettes aksjekursen i konvertible lån etter partenes forhandlingsstyrke dersom de inngår i forhandlinger før lånet utstedes. En lavest mulig tegningskurs kan gi rettighetshaver størst potensiale for gevinst ved fremtidig verdistigning. For aksjeeierne vil en kurs som reflekterer den forventede verdistigningen være mer i tråd med vinningsformålet. Rabatter på aksjeprisen ved konvertering kan som nevnt være et kompromiss for at rettighetshaver skal akseptere en høyere tegningskurs på lånet.

De utfordringene som oppstår ved manglende retningslinjer kan forklares i tråd med en kort, teoretisk diskusjon om ufullstendige kontrakter.<sup>239</sup> Når en lovfestet kontrakt ikke regulerer et

---

<sup>235</sup> Asl. § 2-12 (1) andre setning. Dette må nyanseres ut fra årsak til at fordringen er mindre verdt enn pålydende. Dersom det stammer fra betalingsproblemer hos selskapet, så kan fordringen likevel konverteres fullt ut.

<sup>236</sup> Woxholth (2021) s. 61.

<sup>237</sup> G. Bråthen (2013) s. 213.

<sup>238</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>239</sup> Oliver Hart og John Moore, *Foundations of Incomplete Contracts*, i «The Review of Economic Studies» (1999) s. 115-138 på s. 134.

vilkår av vesentlig betydning for utfallet av kontrakten, så øker dette risikoen for utnyttelse av svakere avtaleparter og mislighold fra begge avtaleparters side. Uten kvalitetskrav til verdsettelsen, øker derfor risikoelementet ved avtaleinngåelsen. Aksjelovgivningen, og spesielt reguleringen av konvertible lån er elles bygget opp under forutsetning av at selskapet må ta stilling til en rekke utfordrende spørsmål ved utstedelsen av lånet. Lovgivningen tydeliggjør ikke behovet for etterfølgende kontroll og revisjon i spørsmål om verdifastsettelse. Når lånevilkår som tegnings- og konverteringskurs kan ha store selskapsrettslige og kontraktsrettslige konsekvenser, vil manglende retningslinjer og revisjonsmuligheter kunne by på problemer.<sup>240</sup>

Velger selskaper heller ikke å fastsette hvor mange aksjer rettighetshaver har krav på ved motregningen med fordringen, vil det spekulative elementet øke. Størrelsen på lånet og tegningskursen gir imidlertid en ramme for hvor mange aksjer som kan kreves utstedt.<sup>241</sup> Om kurs skal settes til pålydende eller høyere, vil avhenge av hvorvidt rettighetshaver går med på en avtale hvor prisen er satt høyere enn det selskapets aksjer er antatt verdt på tidspunktet for tegning. Tidsrammen for et konvertibelt lån kan bidra til ytterligere verdispekulasjon. Over en femårsperiode kan aksjenes verdi fluktuere i stor grad. Settes tegningskursen lavt, eksempelvis til pålydende, og aksjene stiger betydelig i verdi før konvertering skjer, gis rettighetshaver en stor fordel sammenlignet med eksisterende aksjeeiere. Spørsmålet er da hvilken verdi aksjene faktisk hadde på det aktuelle tidspunktet.

Dersom avtalen inneholder en konverteringskurs som gir rabatt på tegningskursen ved konvertering, vil spørsmålet om faktisk verdi ved tegningen av lånet være av mindre betydning. Dette er fordi verdien kan stige betraktelig fra utgangspunktet som tegningskursen anga. Konverteringskursen vil da ligge høyere enn pålydende grunnet forbudet mot tegning til underkurs, og rabatten kan ikke medføre at kursen havner under pålydende. Likevel kan kombinasjonen av rabatt og høyere kurs utjevne interesseforskjellene mellom eksisterende aksjeeiere og rettighetshaver. Når § 11-2 (3) og kilder knyttet til regelen ikke gir anvisning på hvordan verdi skal fastsettes i noen av de nevnte sammenhengene, må det ses hen til øvrige aksjeselskapsrettslige regler for veiledning.

---

<sup>240</sup> Mer om dette i [kapittel 7](#).

<sup>241</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 7.

#### 4.2.2. Verdifastsettelse etter andre bestemmelser i aksjeloven

Skal det fremsettes betraktninger om faktisk verdi etter aksjeloven, er aktuelle regler de som uttrykker noe om hvilken verdi aksjeeiere kan kreve tilbakeført dersom aksjene innløses, enten ved uttreden eller tvangsinnløsning.<sup>242</sup> I de nevnte tilfellene er utgangspunktet reglene om samtykkenekt i asl. § 4-17, men det gjelder ulike prinsipper for fastsettelse av verdien ved tvangsinnløsning og samtykkenekt. Prinsippene har vokst frem i rettspraksis, både for allmennaksjeloven og aksjeloven. Det råder betydelig større usikkerhet omkring aksjers verdi for aksjeselskaper enn for allmennaksjeselskaper, da fraværet av et regulert marked for aksjehandel har store konsekvenser for nettopp vurdering av verdifastsettelse. Likevel kan avgjørelser om allmennaksjelovens verdiregler være av betydning også i aksjelovgivningen da det er stor overføringsverdi for vurderingene. Aksjenes virkelige verdi kan ellers også reguleres i vedtektene, beregnet på bakgrunn av antatt omsetningsverdi eller andre formler utviklet i rettspraksis. I forarbeidene til aksjeloven av 1997 fremsetter Aksjelovutvalget følgende beregningsregel

«aksjenes virkelige verdi må beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi. I selskaper hvor det er liten omsetning av selskapets aksjer, kan det imidlertid være vanskelig å konstatere noen omsetningsverdi. I mangel av slike holdepunkter vil den prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet kunne gi veiledning».<sup>243</sup>

Virkelig verdi på tidspunktet selskapets beslutning om tvangsinnløsning er fremsatt, er beregningsregelen Høyesterett lander på i Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods). Dommen gjelder spesifikt et morselskaps tvangsinnløsning av aksjeeierminoriteter etter asal. § 4-25, men den har betydning for øvrige regler hvor «virkelig verdi» skal fastsettes.<sup>244</sup> Prinsippet gjelder tvangsinnløsning av minoritetsaksjeeiere og er noe generelt formulert. Manglende samfunnsøkonomiske begrunnelser for avgjørelsen i domspremissene blir likevel tydelig, og Høyesterett tar et verdivalg i retning av vern om minoritetsaksjeeierne i spørsmålet om løsningssummen.<sup>245</sup> Likhetsprinsippet ble dermed styrket under henvisning til minoritetsvernet, i møtet med det mer overordnede effektivitetshensynet.<sup>246</sup> *Truyen* tar til orde for at dommen

---

<sup>242</sup> Asl. § 4-24, § 4-25 og § 4-25.

<sup>243</sup> NOU 1996:3 s. 122. Uttalelsen er fremsatt i tilknytning til innløsningssspørsmål, noe som kan svekke betydningen av uttalelsen for konvertible låns vedkommende.

<sup>244</sup> Filip Truyen, Norway Seafoods-dommen: Et signal om bedre minoritetsvern? i «Nordisk Tidsskrift for Selskabsret» 2003 s. 343-356 på s. 353-354.

<sup>245</sup> Truyen (2003) s. 354.

<sup>246</sup> For mer om hensyn, se [kapittel 2](#).



innebærer et verdivalg ved avveining mellom majoritet og minoritet med en økonomisk begrunnelse.<sup>247</sup>

Antatt omsetningsverdi er et annet aksjeselskapsrettslig verdsettelsesprinsipp og dette følger av Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg). Saken gjaldt spørsmål om innløsningskrav etter samtykkenektelse.<sup>248</sup> Her kommer Høyesterett etter en analyse av relevante hensyn til at antatt omsetningsverdi vil være aktuelt, der hvor det lar seg fastlegge. I likhet med Norway Seafoods-dommen er det et generelt prinsipp og det kan spørres om hvor langt dette rekker. Overføringsverdien mellom innløsningsspørsmålene vil bero på overføringsverdien mellom typetilfellene. Dommene gir dermed ikke uttrykk for generelle verdsettelsesprinsipper *Truyen* vurderer spørsmålet i sin artikkel, og kommer til at Flesberg-dommen utgjør en del av rettskildebildet, i likhet med Norway Seafoods-dommen. Norway Seafoods dekker spørsmål om tvangsinnløsning, mens Flesberg gjelder et annet innløsningskrav. Altså er det ikke tale om et generelt prinsipp for alle tilfeller av innløsning.<sup>249</sup>

I HR-2016-1439-A (Bergshav Holding) gjaldt verdsettelsesspørsmålet uttreden etter myndighetsmisbruk overfor en aksjeeierminoritet.<sup>250</sup> Høyesterett påpeker at dersom salg av aksjene ikke er et reelt alternativ grunnet manglende kjøpervilje, så er det unaturlig å oppstille en rett til uttreden som ga en sum som gjenspeilet prisdempende faktorer.<sup>251</sup> Manglende legaldefinisjon av aksjeverdi i aksjeloven, medfører at ulike hensyn kan gjøre seg gjeldende i forskjellige verdsspørsmål.<sup>252</sup> Nettopp hensynene bak og formålet med regelen blir avgjørende ved vurderingen av om Flesberg-dommens verdsettelsesprinsipp skulle anvendes for aksjeeier uttreden. Høyesterett besvarte spørsmålet negativt. Løsningen ble derfor at summen skulle beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi uten rabatt for minoritet, manglende stemmerett og illikviditet, slik som lagmannsretten hadde lagt til grunn.<sup>253</sup>

---

<sup>247</sup> Truyen, (2003) s. 354.

<sup>248</sup> Asl. § 4-17 (1) nr. 4.

<sup>249</sup> Filip Truyen, Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen? «Nordisk Tidsskrift for Selskabsrett» 2008 nr. 1, s. 62-70, på s. 68-70.

<sup>250</sup> Asl. § 4-24 (1).

<sup>251</sup> Woxhøth (2021) s. 63.

<sup>252</sup> HR-2016-1439-A avsn. 149.

<sup>253</sup> HR-2016-1439-A avsn. 123-165.

Praksis fra Høyesterett viser derfor på mange måter at det er konteksten verdibegrepet benyttes i, som avgjør hvilke verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn.<sup>254</sup> Selv om det er likheter mellom tvangsinnløsningstilfellene, innløsning etter samtykkenektelse og uttreden, så er det likevel ulike hensyn som aktualiseres ved de forskjellige regelsettene. Overføringsverdien til reguleringen av konvertible lån i asl. kapittel 11 er dermed ikke åpenbar. På bakgrunn av den varierende praksisen er spørsmålet derfor hvilken kontekst verdiberegning for konvertible låneavtaler så skjer i? Eksempelene som nevnt over gjelder lovfastsatte ordninger for verdsettelse, mens man her står overfor avtalebasert verdifastsettelse. Det kan derfor reises spørsmål om prinsippene som gjelder lovbaserte ordninger har faktisk overføringsverdi til verdifastsettelse i tilknytning til konvertible lån.

### **4.3. Betydningen av rettspraksis knyttet til andre bestemmelser**

De selskapsrettslige føringene som oppstilles i rettspraksis omkring aksjeselskapsrettslig verdifastsettelse fremstår som et avvik fra utgangspunktet, som er at verdispørsmålene er overlatt til regnskapsretten.<sup>255</sup> Videre er føringene oppstilt i rettspraksis direkte knyttet til andre regler enn de som gjelder konvertible lån. Hva er da overføringsverdien av avgjørelsene for konvertible lån?

Dersom verdsettelsesprinsipper fra innløsningstilfellene skal benyttes, må det stilles spørsmål ved tidspunktet for vurderingen. Verdsettelse av aksjene i et konvertibelt lån krever at et eventuelt verdsettelsesprinsipp tar høyde for dynamisk utvikling, da aksjeverdien kan fluktuere betydelig i løpet av lånets femårige løpetid. Innløsning tar på sin side utgangspunkt i et helt konkret tidspunkt. Det reises dermed forskjellige rettslige spørsmål ved de to situasjonene. Tegningskursen vil ellers sjelden gi uttrykk for den reelle verdien, og det kan heller ikke være hensikten. Sondringen mellom om kursen skal settes til pålydende eller høyere, gir derfor ikke er særlig godt bilde for rettighetshaver når den skal fatte beslutning om konvertering eller ei, men det gir derimot vern for aksjeeierne. Vernet er tema for vurderingen av utvanning og myndighetsmisbruk i [kapittel 6](#).

---

<sup>254</sup> Betydningen av Flesberg-dommen har vært debattert i juridisk teori, mellom annet av Truyen, (2008) s. 62-70. Han uttaler der at utgangspunktet bør tas i selskapets underliggende verdier, dette tilsvarende G. Bråthen (2013) s. 213.

<sup>255</sup> Eksempelvis Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap mv. (regnskapsloven) § 5-8.

Enkelte beslutninger fra selskapets side kan i tidsperioden fra tegning til konvertering virke inn på hvor attraktivt konvertering fremstår. Aksjekurs for aksjeselskaper kan svinge stort, selv om aksjene ikke handles på et regulert marked. For teknologiske oppstartsbedrifter henger verdien tett sammen med utvikling av produktet eller tjenesten, og dens mottakelse på markedet, altså hos kunden(e). Kursfastsettelse i låneavtalen gir et sammenligningsgrunnlag for fremtiden, slik at innehaveren av rettigheten kan gjøre en avveining om den ønsker konvertering på et gitt tidspunkt.

Reguleringen av konvertible lån tilsier at verdsettelsesprinsippene som er trukket frem knyttet til annen aksjeselskapsrettslig regulering har begrenset overføringsverdi til verdsettelse i en konvertibel låneavtale. Tidsperspektivet på fem år gir et element til verdispørsmålet som ikke mer enkelthet kan kombineres med eksisterende verdsettelsesprinsipper. Samtidig gir myndighetsmisbruksreglene et rammeverk for den verdsettelse som er akseptabel i lys av utvanningsproblematikken som knytter seg til kapitalforhøyelser hvor fortrinnsrett kan tilsidesettes.<sup>256</sup>

En verdsettelsesregel for konvertible lån fremstår særlig nødvendig i lys av mer overordnede effektivitetsbetraktninger. En regel som særlig søker å unngå fremtidig myndighetsmisbruk vil være kostnadsbesparende og konfliktbegrensende. Når det i dag, ikke stilles kvalitative krav til analysen for verdifastsettelse, og heller ikke til selve kursangivelsen, øker risikoen for avtalepartene og aksjeeierne. Samtidig kan det formuerettslige prinsippet om privatautonomi at vurderingen tilsi at en befinner seg på et område hvor partene selv bør kunne fastsette kursen. Begrenset overføringsverdi fra tvangsinnløsningstilfellene, innløsning etter samtykkenektelse og uttreden, kombinert med manglende rettspraksis om verdsettelse i asl. §§ 11-1 flg., kan på sin side tilsi at det er behov for en klargjøring. Det finnes ikke en klar, rettsdogmatisk forankret løsning på spørsmålet om verdifastsettelse knyttet til asl. § 11-2 (3).

Verdifastsettelse ved konvertible lån aktualiserer hensynet til spesielt aksjeeierne og rettighetshaver (kreditor), men også tredjeparter slik som øvrige selskapskreditorer.<sup>257</sup> Tilsvarende tidligere praksis omkring asl. § 4-24 og drøftelser i juridisk teori er det i stor grad

---

<sup>256</sup> Asl. § 11-4 jf. § 10-5. Mer om utvanningsproblematikken i [kapittel 6](#).

<sup>257</sup> Vinningsformålet gjelder primært aksjeeierne, men selskapskreditorene har også en interesse i selskapets økonomiske formål i lys av dekningsobjektet.

et spørsmål om minoritetsvern.<sup>258</sup> Betrachtingene er også overførbare for konvertible låneavtaler, da tegningskursen kan ha virkning vurderingen av om beslutningen om utstedelse bryter med minoritetsvernet i aksjelovgivningen.

Eksisterende aksjeeiere har alle skutt inn minimum pålydende for antallet aksjer de eier og øver sin kompetanse på generalforsamlingen deretter.<sup>259</sup> Likhetsprinsippet sett i sammenheng med flertallskravene gir altså uttrykk for aksjeeiernes organisatoriske innflytelse i selskapet.<sup>260</sup> For denne gruppen kan det tenkes at det fremstår urettferdig om rettighetshaver ikke behøver å forholde seg til likhetsgrunnsetningen på samme måte, ved at den får utstedt aksjer til en rabattert pris grunnet avtalefestede vilkår, men likevel får utøve kompetanse på lik linje som aksjeeierne etter konvertering.<sup>261</sup> Dette er et moment som kan aktualisere myndighetsmisbruksregelen i asl. § 5-21 eller § 6-28. Dette fordi vurderingen skal ta høyde for hva beslutningen er «egnet til».<sup>262</sup> Myndighetsmisbruk drøftes ytterligere i oppgavens [kapittel 6](#).

Samtidig som dette er en reell problemstilling for aksjeeierne, kan den tenkes avhjulpet ved vilkår i avtalen som ikke relaterer seg til aksjekurs. Det er ikke gitt at det er nødvendig med lovregulering av aksjekursen dersom hensynet til aksjeeierne kan ivaretas på lik linje med rettighetshavers, gjennom låneavtalen og myndighetsmisbruksreglene. På konfliktaksen mellom rettighetshaver og eksisterende aksjeeiere kan økt handlingsrom gi den nødvendige fleksibilitet for konfliktreduksjon, ved å åpne adgang til å verne begge interessegrupper. Samtidig vil manglende retningslinjer for en vurdering som kan være av stor betydning for flere interesseaktører kunne medføre større usikkerhet om fremtidige posisjoner. Slikt kan være konfliktøkende.

Det overordnede aksjeselskapsrettslige hensynet til forutberegnelighet må nyanseres ved utstedelse av konvertible lån, da instrumentet nettopp fordrer at partene og øvrige grupper aksepterer usikkerheten som er innebygget i avtalen. Spesielt tidsaspektet svekker forutberegneligheten ved avtalen, og i sammenheng med manglende retningslinjer for

---

<sup>258</sup> Truyen (2008) s. 62-70 og HR-2016-1439-A.

<sup>259</sup> Asl. § 4-2 jf. § 4-1.

<sup>260</sup> Asl. § 5-3 jf. § 4-1. Likhetsprinsippet i asl. § 4-1 kan også omtales som et formelt likhetsprinsipp som må ses i sammenheng med det materielle likhetsprinsippet som utledes av myndighetsmisbruksreglene i henholdsvis asl. § 5-21 og § 6-28 jf. Truyen (2004) s. 76-78.

<sup>261</sup> Asl. § 4-1.

<sup>262</sup> Asl. § 5-21 jf. § 6-28 (1).

verdifastsettelse knytter det seg en rekke uklare momenter til låneavtalen. Det er nødvendig for en investor å vite hva investeringsobjektet er verdt, for å vite hvilken posisjon det er hensiktsmessig å innta. Uten et klart utgangspunkt i reguleringen av avtalen og i låneavtalen selv, vil det være vanskelig for rettighetshaver å beregne om og eventuelt når konvertering bør skje under lånets løpetid.

## 4.4. Oppsummering

Verdifastsettelse for oppstartsbedrifter er et utfordrende rettslig spørsmål, samtidig som svarene beror på ikke-rettslige faktorer og modeller. Drøftelsen over viser at reguleringen i § 11-2 (3) nr. 5 og nr. 7 ikke gir særlige retningslinjer til fastsettelse av kurser. Behovet for å klargjøre vurderingen kommer spesielt på spissen grunnet det konvertible lånets femårige varighet. Den mulige differansen mellom tegnings- og konverteringskursen i avtalen og utviklingen av aksjeverdien i løpet av lånets løpetid, er det som gir rettighetshaver et gevinstpotensiale dersom konvertering velges.

Manglende retningslinjer for vurderingen fremstår også usystematisk sett i lys av øvrig regulering i § 11-2 (3) og eksistensen av øvrige aksjeselskapsrettslige verdsettelsesprinsipper. Sett i sammenheng med konsekvensene av manglende veiledning, vil en klargjøring av et verdsettelsesprinsipp være spesielt viktig. Tydeliggjøring av retningslinjer kan spesielt være nyttig for selskapene både ved bruk av konvertible lån, i lys av den funksjonen Høyesterett sin praksis har hatt for tvangsinnløsning og uttreden. Nettopp konsekvensene av manglende retningslinjer er i fokus i [kapittel 7.2.1](#). Der drøftes alternative innfallsvinkler i rettsøkonomisk og rettspolitisk forstand, og disse benyttes for å forklare utfallene av tolkningen som er gjennomført over, og hvilke tilpasningsmuligheter som kan tenkes mulige.

Som nevnt vil konverteringskursen ha spesiell betydning for rettighetshaver, mens tegningskursen vil ha størst betydning for aksjeeierne. Vern av de to interessegruppene kommer på spissen i de følgende problemstillingene, hvor rettighetshaver og dens stilling er i fokus i kapittel 5, mens utvanning av eksisterende aksjeeiere er tema i kapittel 6.

## 5. Rettighetshavers stilling ved ulike selskapsrettslige beslutninger

### 5.1. Nærmere om vilkåret i asl. § 11-2 (3) nr. 10

Det fremgår av asl. § 11-2 (3) nr. 10 at avtalen må angi «hvilken stilling rettighetshaverne skal ha ved selskapets beslutning om forhøyelse eller nedsetting av aksjekapitalen, ved ny beslutning om opptak av lån som omhandlet i dette kapitlet, eller ved oppløsning, fusjon eller fisjon. Det kan bestemmes at rettighetshaverne ved slike beslutninger skal ha samme rettigheter som en aksjeeier». Dette kan oppsummeres som en regel som tar sikte på å klargjøre rettighetshavers stilling i forhold til disposisjoner fra selskapets side som kan påvirke aksjeverdien og konverteringskursen.<sup>263</sup>

Reguleringen er et forsøk på å avhjelpe risikoen for at selskapet fatter beslutninger som strid mot rettighetshavers interesser. Dette tilsvarer på mange måter det franske systemet for utstedelse av konvertible lån.<sup>264</sup> Norsk regulering skiller seg likevel tydelig fra det franske systemet på ett punkt. I fransk rett er visse selskapsrettslige beslutninger forbudt eller begrenset for varigheten av et konvertibelt lån for å verne om rettighetshaver før konvertering.<sup>265</sup> Den norske reguleringen tar sikte på å inkludere rettighetshaver i beslutningene, heller enn å forhindre og begrense at beslutningene fattes.

Dette var en alternativ løsning til kontrollordningene i Belgia og USA hvor en for noterte selskaper også hadde offentlig tegning av konvertible lån.<sup>266</sup> Nevnte land opererte med kommisjoner som fører kontroll med slike offentlige tegningsinnbydelser. Fellesreguleringen av små og store aksjeselskaper i aksjeloven før skillet i 1995 medførte at det ikke var aktuelt med noen slik norsk kontrollordning med offentlige tegningsinnbydelser, fordi det ikke ble brukt av små, norske aksjeselskaper. Derfor er løsningen at selskapet må vurdere hvilken posisjon og hvilket vern rettighetshaver skal ha.

---

<sup>263</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734 note 3.11.

<sup>264</sup> Se delkapittel [3.2](#).

<sup>265</sup> NUT 1970:1 s. 102.

<sup>266</sup> NUT 1970: 1 s. 104-105.

Forholdet mellom den utradisjonelle kreditorposisjon som oppstår dersom rettighetshaver tildeles rettigheter etter § 11-2 (3) nr. 10, og aksjeeierposisjoner i selskapet er grunnlaget for problemstillingene som løftes frem i det følgende. Det er et komplekst problembilde, som i denne fremstillingen deles i to overordnede spørsmål. Først er det i [5.2.](#) spørsmål om hvilke rettigheter som kan bestemmes og i den forbindelse hva som er virkningene av en likebehandling av aksjeeiere og rettighetshaver. Spørsmålet aktualiserer hensynet til aksjeeiernes mulighet til å føre kontroll med hvilke rettigheter som tilfaller rettighetshaver.

Deretter er det i [5.3.](#) spørsmål om hvilket vern rettighetshaver faktisk har som følge av reguleringen. I låneavtalen er det særlig muligheten for tildeling av rettigheter som sørger for en utradisjonell kreditorposisjon i tiden før konvertering. Er da aksjelovens kreditorvern svekket ved bruken av konvertible lån, fordi rettighetshaver ikke kan klassifiseres tilsvarende som andre selskapskreditorer? Skal rettighetshaver alternativt bygge sitt vern fullstendig på avtalen, eller kan den gis selskapsrettslige rettigheter ut over avtalen som følge av generalforsamlingens vedtak?

## **5.2. Innholdet i og virkningen av rettighetsposisjonen**

Det er i låneavtalen, etter forslag fra styret, at rettighetsposisjonen til rettighetshaver etableres enten gjennom en beslutning fra generalforsamlingen eller styrefullmakt med etterfølgende avgjørelse. Rettighetsposisjonen kan etableres for kapitalforhøyelse, kapitalnedsettelse, låneopptak etter asl. kapittel 11, oppløsning, fisjon og fusjon. Det nok av mindre interesse med en rettighetsposisjon ved kapitalnedsettelse, enn for de andre beslutningstypene.<sup>267</sup> Ved en kapitalnedsettelse er det ikke aktuelt med noen fortrinnsrett for aksjeeiere. De øvrige beslutningene gir mulighet for at aksjeeiere kan komme i en særstilling gjennom nettopp en fortrinnsrett til aksjer, og vil da kunne verne om sine interesser.

Lovteksten i § 11-2 (3) nr. 10 angir at «det kan bestemmes at rettighetshaverne ved slike beslutninger skal ha samme rettigheter som en aksjeeier». Reguleringen forutsetter et skille mellom rettighetshavere og aksjeeiere, noe som er i tråd med aksjelovens øvrige system.<sup>268</sup> Spørsmålet er da hvilket skille det er tale om.

---

<sup>267</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734 note 3.11.

<sup>268</sup> For en mer inngående drøftelse om hvem som er aksjeeier, henvises det til G. Bråthen (2013) s. 200-202. Bråthen legger til grunn at en aksjeeier er en som er registrert som aksjeeier i selskapet, altså er det registreringstidspunktet som gir uttrykk for at aksjeeierrettighetene tilfaller vedkommende.

Ordlyden «rettigheter» legger ingen begrensning på hvilke rettigheter som kan tilfalle rettighetshaver, foruten at de også gjelder for aksjeeiere. Den primære problemstillingen er dermed om rettighetshaver kan få samme rettigheter. Altså både økonomiske, organisatoriske og disposisjonsrettigheter, tilsvarende aksjeeiere. En underordnet problemstilling er om det må innfortolkes en begrensning i regelen på basis av hensyn til interesseaktørene og lovsystemet, slik at rettighetshaver ikke kan opptre som en ordinær aksjeeier før konvertering har skjedd.

Det er samtidig ikke uvanlig at aksjeeiere gir lån til selskapet, samtidig som de har sin aksjeeierposisjon i behold. Blanding av ulike interesseposisjoner er derfor ikke noe loven egentlig stenger for, dette i lys av kompetansefordelingen mellom generalforsamlingen og styret når det gjelder ordinære låneopptak. Det er likevel ikke uproblematisk at en rettighetshaver får rettigheter som en ordinær aksjeeierposisjon ved tegning av et konvertibelt lån *før* konvertering.

Hva lovgiver har ment med ordlyden «samme rettigheter» er uklart. Ordlyden åpner for at selskapet kan velge tilsvarende rettigheter, samt en særregulering, eksempelvis ved at det gis like rettigheter kun for kapitalforhøyelser. Det fremgår imidlertid ikke hvilke rettigheter det er tale om, annet enn at aksjeeiere innehar dem allerede. Hvilket tidsrom rettighetene gjelder fra og til fremgår heller ikke. Denne uklarheten reflekteres tydelig i forarbeidene til bestemmelsen, spesielt knyttet til uttalelser fra Oslo Børs ved innføringen av aksjeloven og allmennaksjeloven. Det påpekes at lovteksten reiser en rekke spørsmål, slik som hvilken art av rettigheter det er tale om og hvilket tidspunkt disse skal gjelde fra. Departementet tok ikke stilling til spørsmålene av tidsmessige hensyn, og henviser til at bestemmelsen ikke innebar noen endring fra gjeldende aksjelov av 1976.<sup>269</sup> Dermed er spørsmålet hva som var innholdet i regelen i aksjeloven av 1976.

I innstillingen til aksjeloven av 1976 drøftes formuleringen av bestemmelsen noe grundigere. Det legges vekt på at man i lovteksten ikke forsøker å direkte beskytte fordringshaver, men legger opp til at selskapet må ta stilling til problemstillinger som kan oppstå. En slik tilnærming ble gjort av hensyn til fleksibilitet, ved at regelen ikke skulle være unødvendig restriktiv.<sup>270</sup> Videre legges det opp til at innholdet i avtalen og hva som er adekvat i det henseende, må

---

<sup>269</sup> Ot. prp. nr. 23 (1996-1997) s. 162-163.

<sup>270</sup> NUT 1970:1 s. 104



overlates til næringsøkonomisk teori og praksis.<sup>271</sup> Det forutsettes at fordringshaver skal ha fortrinnsrett til aksjer ved kapitalforhøyelse, nye lån og fusjoner, på lik linje med aksjeeierne.<sup>272</sup> Innstillingen nevner ikke noe om øvrige aksjeeierrettigheter, hverken av organisatorisk- eller økonomisk karakter. Derfor fremstår fortrinnsretten nesten mer som et eksempel, enn som en uttømmende beskrivelse av de rettigheter som kan tenkes likestilt med aksjeeierne.

Departementet drøfter, i likhet med innstillingen,<sup>273</sup> spørsmålet kort. Det slås fast at det «ligger (...) innenfor forslaget at fordringshaveren kan gis de samme rettigheter som en aksjeeier, men dette bør presiseres».<sup>274</sup> Regelformuleringen ble valgt for å skille mellom aksjeeierrettigheter av økonomisk karakter, og at selskapet ikke skal kunne binde seg til å avstå fra enkelte beslutninger. Slik som å binde seg til og forhøye eller nedsette aksjekapitalen, eller gjennomføre låneopptak som nevnt i kapitlet, fusjon, fisjon og oppløsning av selskapet.<sup>275</sup> Det trekkes tilsynelatende opp et skille mellom enkelte aksjeeierrettigheter av økonomisk karakter, og de av organisatorisk karakter. Dersom hensikten var et tydelig skille, kommer ikke dette eksplisitt til uttrykk. Lovteksten bærer derfor preg av at det var uønsket med en aksjelovgivning som skulle løse problemer som kunne oppstå i relasjon til hvilken rettighetsposisjon rettighetshaver skulle inneha.<sup>276</sup>

*Aarbakke et. al.* legger seg på samme linje som utredningen NUT 1970:1. Synspunktet hos både *Aarbakke et. al.* og utvalget er at lovteksten hjemler en likestilt fortrinnsrett som aksjeeiere har, men at den ikke hjemler noen tilsvarende stemmerett for rettighetshaverne.<sup>277</sup> En kilde som fremheves i denne forbindelse er Lovavdelingens uttalelse 15. november 1994, hvor man antar at bestemmelsen ikke hjemler adgang til å beslutte at kreditorene skal ha stemmerett på generalforsamlingen ved de typer beslutninger som omfattes av bestemmelsen.<sup>278</sup> Det begrunnes i aksjerettslige grunnprinsipper og avdelingen antar at uklarheter er rettet i dagens regel i nr. 11 første punktum jf. «hvilken stilling rettighetshaverne skal ha ved selskapets beslutninger om (...)». Det er imidlertid ikke første punktum som byr på problemer i dagens regulering, det er annet punktum. Formuleringen «(d)et kan bestemmes at rettighetshaverne ved

---

<sup>271</sup> NUT 1970:1 s. 105. Dette begrunner også at rettsøkonomiske betraktninger kan være av betydning for analysen. Rettsøkonomi er tema for [kapittel 7](#).

<sup>272</sup> NUT 1970:1 s. 105.

<sup>273</sup> NUT 1970:1.

<sup>274</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 64.

<sup>275</sup> NUT 1970:1 s. 105.

<sup>276</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>277</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734.

<sup>278</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734, under henvisning til jnr. 1297/94 E.

slike beslutninger skal ha samme rettigheter som en aksjeeier» indikerer fremdeles språklig sett at det er fritt frem for at rettighetshaver kan få samme rettigheter som aksjeeiere. Ordlyden er tilsynelatende uten begrensninger og det må ses hen til aksjelovsystemet for veiledning.

Utgangspunktet i aksjeloven er et tydelig skille mellom posisjonene aksjeeier og kreditor. Trekkes en parallell til skatteretten, vil en rettighetshaver behandles skattemessig som fremmedkapital, altså som en alminnelig kreditor, før konvertering skjer. Det er først ved kapitalforhøyelse og fullført konvertering at denne posisjonen endres slik at fullstendige organisatoriske, økonomiske og disposisjonsrettigheter tilfaller rettighetshaver. Aksjeloven opererer tilsvarende med krav om registrering eller melding til selskapet før aksjeeierrettigheter tilfaller erververen.<sup>279</sup>

Vilkår for utøvelse av aksjeeierrettigheter og økonomiske rettigheter angis i asl. § 4-2. Bestemmelsen gjelder derfor primært utøvelse av organisatoriske rettigheter og disposisjonsrettigheter, ettersom rett til eksempelvis utbytte og andre utdelinger inntreffer allerede fra eierskifte gjennomføres.<sup>280</sup> Regelen oppstiller to krav for utøvelse av rettighetene. Enten må den innføres i aksjeeierboken, eller så må ervervet meldes og godtgjøres uten hinder fra lovfestede eller vedtektsfestede omsetningsbegrensninger.<sup>281</sup> Adgangen til å tildele rettighetshaver rettigheter som en aksjeeier representerer dermed et unntak fra hovedregelen i asl. § 4-2. Retten til utbytte er skilt ut i et eget vilkår for konvertible lån.<sup>282</sup> Det kan bestemmes at retten følger kapitalforhøyelsesreglene, slik som er tilfelle for øvrige rettigheter,<sup>283</sup> eller et tidligere eller senere tidspunkt. De økonomiske rettighetene skilles dermed fra organisatoriske og disposisjonsrettighetene i asl. § 11-2 (3). Det gis ikke ytterligere veiledning for vurderingen, men reguleringen i § 11-2 (3) bygger på utenlandske forbilder. Det kan derfor være hensiktsmessig å se hen til disse for veiledning.

Dersom den norske regelen sammenlignes med utenlandsk lovgivning, slik som i forarbeidene til 1976-loven, var det jevnt over stor overenstemmelse om valg av regulering på 1970-tallet.<sup>284</sup>

---

<sup>279</sup> Asl. § 4-2.

<sup>280</sup> Asl. § 4-2 (1) andre setning.

<sup>281</sup> Asl. § 4-2 «Erververen av en aksje kan bare utøve de rettigheter som tilkommer en aksjeeier når ervervet er innført i aksjeeierboken, eller når ervervet er meldt og godtgjort uten at det hindres på grunn av omsetningsbegrensninger etter vedtektene eller loven».

<sup>282</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 11.

<sup>283</sup> Asl. § 10-11.

<sup>284</sup> I svensk og dansk rett er det ikke åpnet for at rettighetshaver kan få eks. stemmerett på generalforsamlingen jf. Geir Woxholth, «Lovavdelingens tolkningsuttalelser – Supplementsutgave 1992-1995» Oslo: 1997, s. 121.

Det eneste landet som velger en annen tilnærming er Frankrike, hvor man søker å løse nettopp slike problemer i aksjelovgivningen ved å eksplisitt beskytte fordringshaver. I fransk rett ble det sett som nødvendig at selskapslovgivningen la begrensninger på selskapets adgang til å fatte visse beslutninger som kan skade långivers interesser. Dette ble gjort ved at noen beslutninger ble forbudt og at andre var undergitt restriksjoner under lånets løpetid. Noen slike beslutninger var kapitalnedsettelse med tilbakebetaling til aksjeeierne og fondsemisjon.<sup>285</sup> Øvrige eksempler, slik som Nederland og USA, viste et større fokus på at rettighetshaver beskyttes av den enkelte avtale, og at den primære rollen til lovgivningen var å legge til rette for at slike avtaler var gyldige.<sup>286</sup> Hensyn til fleksibilitet var derfor rådende ved innføringen av en regulering av konvertible lån når det velges en tilsvarende løsning som Nederland og USA. Flexibilitet virker samtidig nedspilt ellers i forarbeidene, men kommer sterkt til uttrykk gjennom lovens formulering «samme rettigheter».

Sammenlignet gir dagens norske regulering en rekke regler om varsel av kreditor ved enkelte selskapsbeslutninger. Videre gir utformingen av en låneavtale om konvertible lån også mulighet for å inkludere rettighetshaver i enkelte selskapsrettslige beslutninger slik som kapitalnedsettelse.<sup>287</sup> Forskjellen er at det ikke gjelder generelle restriksjoner, men heller krav om at selskapet tar stilling til situasjonen.

Flertallsformuleringen «samme» i lovteksten, sammenstilt med forarbeidenes noe restriktive tolkning eller eksempelbruk, gjør det uklart hvilke rettigheter som kan tillegges en rettighetshaver ved utstedelsen av et konvertibelt lån. Regelen legger tilsynelatende opp til en relativt stor avtalefrihet, men avtalen må være innenfor aksjelovens preseptoriske regulering.<sup>288</sup> Hensynet til rettighetshaver, som har en kreditorposisjon før konvertering, og hensynet til aksjeeierne oppstiller en konfliktakse for vurderingen. Begrunnelsen for at ikke øvrige selskapskreditorer trekkes inn i denne, er at rettighetshavers stilling er et valg som følger reguleringen i kapittel 11, heller enn alminnelige kontraktsrettslige regler for låneopptak. Videre vil rettighetshavers stilling i begrenset grad innvirke på øvrige selskapskreditorers dekningsobjekt, da det er selskapets beslutninger som står i sentrum for vurderingen.

---

<sup>285</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>286</sup> NUT 1970:1 s. 103. Se for øvrig [kapittel 3.2](#), om komparative bemerkninger knyttet til innføringen av konvertible lån i norsk rett.

<sup>287</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 10.

<sup>288</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 64.

Beslutningen om å stille rettighetshaver på lik linje med aksjeeiere er med på å sikre en posisjon som vil falle mellom kreditorposisjonen og aksjeeierposisjonen. Det er særegent i aksjelovens forstand. Dersom eksempelet med fortrinnsrett som fremmes i forarbeidene og legges til grunn av *Aarbakke et. al.*, er det den eneste formen for likestilling mellom rettighetshaver og aksjeeiere som kan forekomme. Legges det til grunn en tolkning av «rettigheter» i flertall, så indikerer det at rettighetshaver kan oppnå en stilling som kan tilsvare den eksisterende aksjeeiere innehar. En slik fortolkning er ikke uproblematisk, sett i lys av aksjelovens øvrige regulering om kravene for å utøve aksjeeierrettigheter. Finnes det da en gylden middelvei mellom løsningen som fremmes av *Aarbakke et. al.*, og den som tilsynelatende følger av ordlyden og departementet i Ot.prp. nr. 19 (1974-1975)?

Det er først og fremst eksisterende aksjeeiere som påvirkes av en beslutning om å tillegge rettighetshaver tilsvarende rett som aksjeeierne. Derfor drøftes hensynet til aksjeeierne før hensynet til rettighetshaver. Når aksjeeierne utøver sin myndighet på generalforsamlingen, er majoritetsprinsippet styrende. Beslutninger i generalforsamling treffes i utgangspunktet med alminnelig flertall av de møtende,<sup>289</sup> men enkelte beslutninger krever flertall som for vedtektsendringer, kvalifisert flertall eller enstemmighet.<sup>290</sup> Utstedelse av konvertible lån krever som nevnt høyere flertall, mens andre selskapsrettslige beslutninger med sterk innvirkning på aksjers omsettelighet, retten til utbytte eller annet som påvirker aksjeeierne i stor grad, har enda strengere flertallskrav.<sup>291</sup>

Aksjeeiermajoriteten har stor innflytelse på de beslutninger som fattes, og med hvilket innhold disse besluttes. Når konvertible lån skal utstedes vil aksjeeiermajoriteten utøve stor innflytelse på innholdet i låneavtalen. For aksjeeiere som fatter beslutning om utstedelse av et konvertibelt lån på generalforsamlingen, er det relativt gode muligheter for å føre kontroll med hvilke rettigheter rettighetshaver skal få i selskapet i den tiden fordringen består. Aksjeeierne har da muligheten til å stemme over hvilke rettigheter som skal tilfalle kreditor, og får med dette et bevisst forhold til rollefordelingen mellom dem selv og kreditor. Dersom det er besluttet en styrefullmakt om utstedelse av konvertible lån stiller det seg annerledes. Det tas til dels hensyn til aksjeeierne, ved at det er aksjeeierne på generalforsamlingen som stemmer for en eventuell beslutning om styrefullmakt. Det gjelder tilsvarende krav om flertall som for vedtektsendringer

---

<sup>289</sup> Asl. § 5-17.

<sup>290</sup> Asl. § 5-18 til § 5-20.

<sup>291</sup> Asl. § 5-19 og § 5-20.

som for utstedelse av lånet fra generalforsamlingen selv.<sup>292</sup> For aksjeeiere som går inn for en styrefullmakt på generalforsamlingen er det ikke like stor mulighet til å føre kontroll med hvilke rettigheter som kan tilfalle rettighetshaver, med mindre det er mulighet for å innfortolke en kontrolladgang.

Generalforsamlingsbeslutningen om styrefullmakt «skal» inneholde det samlede beløpet for lånet, kapitalforhøyelsens beløp, tidsrammen for fullmakten, om fortrinnsretten skal fravikes og eventuelt om aksjene skal inngå i ulike aksjeklasser eller en aksjeklasse for seg.<sup>293</sup> Det kan argumenteres for at regelen gir uttrykk for et minimumskrav til beslutningens utforming, spesielt dersom man ser dette i lys av den regulering som gjelder ved kapitalforhøyelser. I det regelsettet skal beslutningen «minst angi» opplistede krav. Altså kan det velges strengere vilkår ved kapitalforhøyelser, enn ved tildelinger av styrefullmakt. Det virker lite gjennomtenkt at det er valgt strengere regulering av krav for beslutningen om styrefullmakttildeiling, enn for kapitalforhøyelse. Aksjelovens system og konsekvensene ved utstedelse av et konvertibelt lån tilsier at reguleringen bør være sammenfallende. Likevel er den tilsvarende «skal»-formuleringen som i § 11-8, valgt i § 10-14 hvor det er et spørsmål om generalforsamlingens beslutning om styrefullmakt ved kapitalforhøyelse. Systembetragtningene og generalforsamlingens instruksjonsmyndighet av styret tilsier at det er adgang til å beslutte strengere krav i beslutningen om styrefullmakt. *Gina Bråthen* påpeker dette i sin doktorgradsavhandling. Det er tale om minimumskrav, og at disse skal reflektere styrets forslag om tildeling av styrefullmakt.<sup>294</sup>

Videre kan en slik fortolkning forankres i prinsippet om privatautonomi. Det er ikke unaturlig at det gis adgang til strengere avtalevilkår i forholdet mellom generalforsamlingen og styret. Forutsetningen må være at det ikke strider mot aksjelovens preseptoriske regulering, slik som minoritetsvernet. Situasjonen hvor det kan være aktuelt at minoritetsvernet slår inn, er hvor aksjeeiermajoriteten går inn for styrefullmakt med vilkår om at rettighetshaver skal ha samme rett som aksjeeiere. En slik situasjon vil også stride med systemet som tidligere nevnt. Er styremedlemmene da av samme oppfatning om denne strategiske beslutningen som majoriteten, og velger en rettighetshaver deretter, kan det tenkes en situasjon hvor vilkåret får konsekvenser for minoriteten. Likevel opprettholder regelen i § 11-8 tidligere rettstilstand i

---

<sup>292</sup> Asl. § 11-8 (1).

<sup>293</sup> Asl. § 11-8 (2) nr. 1-5.

<sup>294</sup> G. Bråthen (2013) s. 43.

relasjon til utvanningsspørsmålet. Låneopptaket og tilhørende aksjers pålydende kan ikke overstige halvparten av aksjekapitalen på tiden fullmakten ble gitt fra generalforsamlingen.<sup>295</sup>

Styrets beslutning om låneopptak kan medføre at myndighetsmisbrukslæren aktualiseres dersom minoritetens rettigheter forringes.<sup>296</sup> Myndighetsmisbruk drøftes ytterligere i [kapittel 6](#). Dersom styrets beslutning har gått for langt i forhold til instruksen, så har generalforsamlingen mulighet til å fjerne styremedlemmene, men skaden er allerede skjedd.<sup>297</sup> Varierende grad av kontroll med basis i hvilken kunnskap aksjeeierne har om øvrige aksjeselskapsrettslige regler, kan tilsi at rettighetshavers omfang av rettigheter må begrenses jf. «samme rettigheter». Hvilke faktiske alternativer som kan være aktuelle må videre vurderes opp mot rettighetshavers behov for vern. Det må vurderes om vernet tilsier at rettighetshaver må gis flere rettigheter enn en ordinær fordringshaver, og mer i retning av de rettigheter aksjeeierne har. Rettighetshaver har en interesse i at slike rettigheter gis, der hvor de kan påvirke rettighetsposisjonen. For å drøfte de nevnte momentene gis det i følgende delkapittel en forklaring om hvilket vern som er innebygget i lovgivningen og hvilket som om mulig kan følge av låneavtalen.

## **5.3. Vern av rettighetshaver i lovgivningen og låneavtalen**

### **5.3.1. Nærmere om de mulige rettighetsgrunnlagene**

I forlengelse av de nevnte hensynene til aksjeeierne og kreditor er spørsmålet hvilket vern som faktisk er innebygget i reguleringen for rettighetshaver. Når det er uklart hvilke rettigheter som kan avtales etter asl. § 11-2 (3) nr. 10, er et særlig viktig spørsmål hvorvidt lovgivningen faktisk gir vern for rettighetshaver i tråd med målsetningen.<sup>298</sup> Dette er egentlig et spørsmål om § 11-2 (3) er en lovregulert kontrakt som gir rettighetshaver selskapsrettslige rettigheter som følge av vedtaket som ligger til grunn for utstedelsen, eller om man er overlatt til kontraktsretten som følge av uklart tilsiktet innhold i vilkårene. Altså at reguleringen legger opp til en ufullstendig kontrakt, hvor vernet må følge av den konkrete avtalen.<sup>299</sup>

---

<sup>295</sup> Asl. § 11-8 (3).

<sup>296</sup> Asl. § 6-28.

<sup>297</sup> Asl. § 6-3. Et mulig spørsmål i forlengelsen av dette er hvorvidt en slik situasjon aktualiserer regelen i asl. § 6-33 om overskridelse av myndighet med den virkning av disposisjonen ikke er bindende om medkontrahenten forstod eller burde forstått at myndigheten ble overskredet, og det ville stride mot redelighet å gjøre den gjeldende. Jeg avgrensner mot en ytterligere drøftelse av dette av hensyn til omfang.

<sup>298</sup> NUT 1970:1 s. 104.

<sup>299</sup> Oliver Hart og John Moore, Foundations of Incomplete Contracts, i «The Review of Economic Studies» (1999) s. 115-138 på s. 134. Se også drøftelse av dette i [kapittel 4](#).

Dersom rettighetshaver ikke gis noen rettigheter ved de nevnte beslutningene i § 11-2 (3) nr. 10, kan den ende i en ugunstig posisjon, spesielt ved etterfølgende kapitalforhøyelser og særlig de som er rettet mot en ny tredjepart.<sup>300</sup> En rettet emisjon til favørkurs vil redusere gevinstmulighetene for rettighetshaver til det konvertible lånet ved konvertering. Favørkurs benyttes om situasjonen hvor aksjeinnskuddet er lavere enn verdien på de aksjer som emitteres, og vedsettes ut fra ytelsens markedsverdi samt aksjeinnskuddet.<sup>301</sup> For aksjeselskaper som bruker finansielle instrumenter som konvertible lån finnes det ikke en funksjonell markedsplass og manglende verdsettelsesprinsipper viser at det er en utfordrende øvelse for selskapene.<sup>302</sup> *Truyen* fremsetter da standpunktet om at en må se hen underliggende verdier for å verdsette ytelsens markedsverdi.<sup>303</sup> Hvorvidt dette kan legges til grunn for de konvertible lånene er ikke åpenbart.

Det er videre uklart hvorvidt økonomisk utvanning av en fremtidig aksjeeierposisjon har selskapsrettslig vern. Vern mot økonomisk utvanning er forbundet med en aksjeeierposisjon, ikke en rettighetshaverposisjon.<sup>304</sup> Graden av vern leder til fire hovedspørsmål som må drøftes. Først og fremst er det et spørsmål om rettighetshaver har et innebygget selskapsrettslig vern som følge av flertallsvedtaket som kreves for å utstede et konvertibelt lån. Hvis ja, må det vurderes hvilken rekkevidde vernet har. Om svaret er negativt, må det vurderes om en manglende selskapsrettslig binding får betydning ved tilsidesettelse av rettigheter i etterkant og mulighetene til å kreve erstatning. Bindingsvirkningene leder over i et spørsmål om selskapet med bindende virkning kan forplikte seg til å avstå fra utbytteutbetalinger i lånets løpetid dersom rettighetshaver ønsker det.

### **5.3.2. Selskapsrettslig eller kontraktsrettslig vern?**

Spørsmålet er først om rettighetshaver kan fremsette noe krav om selskapsrettslig vern som følge av generalforsamlingens vedtak etter § 11-2, eller er den kun vernet av kontraktsrettslige misligholdsbeføyelser. Vedtaket som hjemler det konvertible lånet vedtas av generalforsamlingen, også hvor det skal benyttes en styrefullmakt.<sup>305</sup> Flertallskravet er to

---

<sup>300</sup> Asl. § 10-5. Også omtalt i denne fremstillingen om en rettet emisjon.

<sup>301</sup> G. Bråthen (2013) s. 206.

<sup>302</sup> Se [kapittel 4](#) for drøftelse om verdifastsettelse.

<sup>303</sup> *Truyen* (2004) s. 191. Også drøftet i [kapittel 4](#).

<sup>304</sup> Asl. § 4-2.

<sup>305</sup> Asl. § 11-2 (1) jf. § 11-8.

tredjedeler som for vedtektsendringer ved begge typer beslutninger, men litteratur indikerer at hovedregelen må nyanseres.

*Aarbakke et. al.* antar nemlig at innholdet i avtalen, altså vilkårene i § 11-2, kan vedtas med alminnelig flertall, tilsvarende det som gjelder for alminnelige kapitalforhøyelser.<sup>306</sup> Altså for de vilkår som ikke medfører vedtektsendringer.<sup>307</sup> I motsetning til reglene i kapittel 10, inneholder § 11-2 (1) en eksplisitt regulering av at låneopptaket må besluttes som med flertall som for vedtektsendringer. Implisitt vil også § 10-1 være underlagt tilsvarende flertallskrav, da en kapitalforhøyelse krever vedtektsendringer. Dersom det kun er aktuelt å trekke opp et teoretisk skille mellom de deler av beslutningen som medfører vedtektsendringer og de som faller utenfor, vil det i praktisk være uten betydning for vedtakelsesprosessen.

Kravene til låneavtalen gjelder som nevnt primært vilkår som innvirker på rettighetshavers plikter og retter etter avtalens utforming. Hvorvidt vedtakelseskompetanse og andre krav kan tilskrive adressaten for vedtaket rettigheter etter loven er ikke åpenbart. Den aksjerettslige korrekte løsningen, om en tar utgangspunkt i reglene om søksmålskompetanse, vil være at rettighetshaver ikke har selskapsrettslig vern, da dette er noe som tradisjonelt tilkommer aksjeeierne, styremedlemmer og daglige ledere.<sup>308</sup> Også aksjeselskapsrettslige hensyn kan underbygge dette standpunktet. Dersom rettighetshaver påføres et erstatningsbetingende økonomisk tap ved en rettet emisjon til favørkurs, som fører til et avtalemislighold, så har den kun mulighet til å fremsette et erstatningskrav mot selskapet.<sup>309</sup>

Sondringen mellom flertallskravene som er aktuell ved utstedelse av konvertible lån, kan ha særlig betydning for etterfølgende vedtak, altså tilsidesettelse. Et spørsmål er derfor om selskapsrettslige fastsatte rettigheter i den konvertible låneavtalen uten konsekvenser kan tilsidesettes ved flertallsvedtak i etterkant.

Den åpenbare selskapsrettslige rettigheten som utledes av § 11-2 er konverteringsmuligheten som tillegges rettighetshaver. Konverteringsmuligheten medfører altså en vedtektsendring ved

---

<sup>306</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 680 og 730 jf. asl. § 5-17.

<sup>307</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 680 og s. 730. Det angis her at «når det gjelder generalforsamlingens vedtak i forbindelse med en aksjekapitalforhøyelse er utgangspunktet at den alminnelige flertallsregel i § 5-17 kommer til anvendelse. Derimot gjelder bestemmelsene i § 5-18 om kvalifisert flertall for de beslutninger som innebærer vedtektsendringer».

<sup>308</sup> Asl. § 5-22.

<sup>309</sup> Asl. § 17-1 (1).



selve kapitalforhøyelsen og er derfor underlagt et strengere flertallskrav.<sup>310</sup> Et annet eksempel på strengere flertallskrav gjelder dersom rettighetshavers aksjer ved konvertering også skal inngå i en spesifikk aksjeklasse. Den delen av beslutningen vil da følge samme utgangspunkt som er vedtektsendring. Slikt sett kan det tenkes at rettighetshaver er vernet av flertallsvedtaket og at disse fastsatte rettighetene ikke kan tilsidesettes ved et alminnelig flertallsvedtak.

Spørsmålet gjelder imidlertid rettighetshavers stilling, en del av beslutningen som ikke medfører vedtektsendringer, med mindre det kombineres med en form for regulering i aksjeklasser. Følges *Aarbakkes et. al.* sitt utgangspunkt,<sup>311</sup> vil slike rettigheter kunne tilsidesettes av selskapet med alminnelig flertall i ettertiden. Hvor tette forbindelseslinjer man antar at det er mellom kapitalforhøyelsen som kreves av rettighetshaver og dens deltagelse i selskapets beslutninger er ikke tydelig ut fra reguleringen alene. Forarbeider og juridisk teori gir heller ikke noe veiledning til vurderingen. Dersom antagelsen om at beslutningen kan fattes med alminnelig flertall er korrekt, vil systemhensyn tilsi at det også kan tilsidesettes med alminnelig flertall.

Et annet spørsmål er om den eventuelle manglende selskapsrettslige adgangen til forhåndsbinding får betydning for mulighetene til å kreve erstatning. Erstatning reguleres i § 17-1, og ansvaret gjelder blant annet det enkelte styremedlem og den enkelte aksjeeier, men ikke selskapsorganene. Derfor må kravet fremsettes mot enkeltaktører, heller enn selskapet som helhet. Slik kan eksempelvis et styremedlem bli ansvarlig for en rettighetshavers økonomiske tap ved utvanning av dens økonomiske interesser.

Regelen i asl. § 17-1 angir direkte pliktsubjektene kan bli ansvarlige overfor tredjeperson, slik en rettighetshaver vil være. Mest praktisk er regelen hvor selskapet er blitt insolvent og ikke kan oppfylle sine forpliktelser.<sup>312</sup> For tilfellet konvertible lån vil insolvens medføre at rettighetshaver neppe ønsker å konvertere sin fordring til aksjer.

Erstatningsregelen dekker ansvar utenfor kontrakt, da representanten opptrer på vegne av selskapet.<sup>313</sup> Utgangspunktet for vurderingen er situasjonen på beslutningstidspunktet. I tilfeller

---

<sup>310</sup> Asl. § 5-18.

<sup>311</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 680 og s. 730.

<sup>312</sup> Andenæs (2016) s. 653.

<sup>313</sup> Overfor tredjeperson er ikke den ansvarliges manglende forståelse av at handlingen er uforsvarlig en gyldig unnskyldningsgrunn jf. Andenæs (2016) s. 655.

hvor selskapet fatter beslutninger som innvirker negativt på rettighetshavers avtale med selskapet, er det beslutningstidspunktet som må legges til grunn. Spørsmålet er da om det er årsakssammenheng mellom en slik beslutning og et mulig økonomisk tap hos rettighetshaver. En rettet emisjon som reduserer aksjeverdien for rettighetshaver, kan lede til et økonomisk tap. Rettighetshaver kan da kreve erstatning. Manglende forhåndsbinding for beslutningssituasjonen ved enkelte selskapsrettslige beslutninger medfører at rettighetshaver ikke kan ivareta egne interesser som kan innvirke på dens interesser. Jeg drøfter ikke sontringen mellom ansvar overfor en som er i kreditorposisjon og en som er i aksjeeierposisjon, da bestemmelsen i § 17-1 dekker begge typer tap. Manglende selskapsrettslig forhåndsbinding for rettighetshavers påvirkning ved beslutningene kan dermed ikke få virkning for erstatningsspørsmålet.

Utenfor aksjeselskapslovgivningen er det spørsmål om avtalemislighold. Trekket parallellen til kapitalforhøyelsesreglene er det ikke et spørsmål om bristende forutsetninger ved tegning, da tegnerens bristende forutsetninger under enhver omstendighet ikke gjør tegningen ugyldig.<sup>314</sup> Før tegning, slik som situasjonen er ved konvertible lån, vil rettighetshaver kunne fremsette krav om bristende forutsetninger for konverteringen, da konverteringskursen kommer uttrykkelig frem i den konvertible låneavtalen.

### **5.3.3. Andre avtalte forpliktelser mellom rettighetshaver og selskapet**

Et siste spørsmål er om selskapet i låneavtalen kan forplikte seg til å avstå fra utbytteutbetalinger i løpet av lånets løpetid. Utgangspunktet for utbyttebegrensninger er at disse må inntas i selskapets vedtekter. For slike gjelder et kvalifisert flertallskrav i tråd med asl. § 5-19. Et spørsmål er da om det som faktisk er en langvarig utbyttebegrensning, men som ikke inntas i vedtektene, unntas flertallskravet i § 5-19. Aksjeloven legger tilsynelatende opp til en slik løsning. Hva så med utbyttebegrensninger i et konvertibelt lån som bygger på en generalforsamlingsbeslutning?

*Aarbakke et. al.* går inn for at selskapet kan binde seg med hensyn til utbytteutbetalinger over en viss grense, og at senere nytegnede kapital skal stå tilbake for utbytteutbetaling ved konvertering til aksjekapital.<sup>315</sup> Altså at selskapet kan avstå fra å gjennomføre en av de

---

<sup>314</sup> Andenæs (2016) s. 97. For øvrig også asl. § 10-7. jf. § 2-10.

<sup>315</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734 note 3.11.

grunnleggende økonomiske rettighetene overfor aksjeeierne,<sup>316</sup> og samtidig stille senere tilkommende aksjeeiere i en nedprioritert posisjon dersom de tegner aksjer etter utstedelsen av det konvertible lånet.

Dette er ikke et uproblematisk standpunkt i lys av likhetsprinsippet og de flertallskrav som gjelder for beslutninger som kan redusere aksjeeiernes rett til utbytte.<sup>317</sup> Likhetsprinsippet medfører at alle aksjer, uansett tegningstidspunkt skal ha samme rettigheter, forutsatt at det ikke gjelder aksjeklasser.<sup>318</sup> At selskapet binder seg til å fravike likhetsprinsippet for senere nytegnede kapital ved at denne må stå tilbake for utbytteutbetaling ved konvertering, krever at denne kapitalen særreguleres med en utbyttebegrensning.

Skranken for selskapsrettslig binding som medfører faktisk utbyttebegrensning, finnes i § asl. 5-19. Bestemmelsen angir i (1) et kvalifisert flertallskrav for «beslutning som for utgitte aksjer innebærer at aksjeeiernes rett til utbytte eller til selskapets formue reduseres på annen måte enn ved bestemmelse som nevnt i § 2-2 annet ledd». Unntaket i asl. § 2-2 (2) dekker tilfeller hvor selskapet ikke lengre skal ha et økonomisk formål.

Utgangspunktet er krav om to tredjedels flertall for vedtak om konvertible lån.<sup>319</sup> Med tilsvarende flertall kan lånet utstedes likt en rettet emisjon hvor aksjeeiernes fortrinnsrett tilsidesettes.<sup>320</sup> Motsetningsvis gjelder et krav om alminnelig flertall for vedtak om utdeling av utbytte på generalforsamlingen.<sup>321</sup> Det innebærer at selskapet kan bryte sin forpliktelse overfor rettighetshaver om en utbyttebegrensning med et lavere flertallskrav enn det som kreves for å utstede det konvertible lånet. Rettighetshaver har da svakere vern enn først antatt etter gjeldende flertallskrav, og selskapet kan i prinsippet velge å se bort fra utbyttebegrensningen.

Sees spørsmålet om begrensning av utbytteutbetalinger i lys av andre regler om begrensninger på selskapets vinningsformål, gir avtalefriheten i *Aarbakke et. al.* sin begrunnelse et underlig resultat. Skulle selskapet velge å se bort fra avtalen og likevel utbetale utbytte over den avtalte grensen, så skjer det med bindende virkning, til tross for at det kan ha negativ innvirkning på

---

<sup>316</sup> Det siktes til vinningsformålet som skal lede tilbake til aksjeeierne jf. Truyen (2004) s. 64. Begrensning av utbytte kan ha utvanningsvirkninger for aksjeeierne, noe som drøftes i [kapittel 6](#).

<sup>317</sup> Asl. § 5-19.

<sup>318</sup> Asl. 4-1 (1).

<sup>319</sup> Asl. § 11-2 (1) jf. § 5-18.

<sup>320</sup> Asl. § 10-4 sml. § 10-5.

<sup>321</sup> Asl. § 8-2 jf. § 5-5 (2).

konverteringskursen. Det er et selskapsrettslig gyldig vedtak og rettighetshaver må gjøre gjeldende misligholdsbeføyelser for kontraktsbruddet. Reglene i asl. kapittel 5 og 8,<sup>322</sup> kan indikere at avtalte utbyttebegrensninger ikke kan tillates innenfor gjeldende rett i lys av de nevnte flertallskrav som alminneligvis gjelder slike beslutninger. Utbyttebegrensninger virker både inn på aksjeeiernes og selskapskreditorenes interesser i selskapets økonomiske formål. Sammenstilt gir reglene uttrykk for at en utenforstående rettighetshaver ikke før konvertering kan innvirke på selskapets kompetanse til å beslutte utbytte.

## 5.4. Oppsummering

Dersom rettighetshaver får eksakt tilsvarende rettighetsposisjon som eksisterende aksjeeiere i løpet av lånets løpetid, oppstår en ny konstellasjon av stemmeberettigede på selskapets generalforsamling. Slik kunne forskjellen mellom kreditorposisjon og aksjeeierposisjon reduseres. Løsningen er imidlertid svært problematisk i lys av øvrige aksjeselskapsrettslige regler om eksempelvis rettighetsovergang ved aksjeerverv. En trygg løsning vil være at rettighetshaver kan gis fortrinnsrett, slik som departementet og *Aarbakke et. al.* legger opp til. Denne løsningen baseres på skillet mellom aksjeeiere og kreditorer, samt skillet mellom alminnelige kreditorer og rettighetshaver. En viss særstilling for rettighetshaver opprettholdes ved at den kan få fortrinnsrett ved selskapsbeslutninger som sterkt kan innvirke på konverteringskursen.<sup>323</sup> Ordlyden åpner likevel for et visst tolkningsrom når det gjelder omfanget av rettigheter.

En fortrinnsrett for eksisterende aksjeeiere kan tilsidesettes med flertall som for vedtektsendringer. Skal tilsvarende rettighet tilsidesettes for rettighetshaver, vil en naturlig løsning være at den må gjennomføres med tilsvarende flertallskrav.<sup>324</sup> Rettighetshaver har imidlertid ikke mulighet til å verne om sine interesser ved å stemme mot en slik beslutning. Det er ulempen for rettighetshaver om den gis rettigheter ved selskapsrettslige beslutninger. Beslutningskompetansen er ikke innebygget i vernet, og dermed må rettighetshaver forholde seg til de avtalebestemte rettigheter, til tross for at de kan tilsidesettes. I likhet med at selskapet er bundet til sitt løfte om en fremtidig kapitalforhøyelse på rettighetshavers hånd, må rettighetshaver forholde seg til dynamiske utviklinger i selskapet.

---

<sup>322</sup> Henholdsvis regler om flertallskrav, herunder kvalifiserte flertall og utbytteutbetalinger.

<sup>323</sup> Asl. § 10-1.

<sup>324</sup> Asl. § 10-5.

Hensynet til eksisterende aksjeeiere taler for at det ikke skal gis et bredt tilfang av rettigheter til rettighetshaver. Hensynet må imidlertid ses i lys av at eksisterende aksjeeiere kan nyte godt av tilførsel av kapital. Aksjelovens system indikerer at aksjeeiere skal ha eksklusive rettigheter i selskapet nettopp fordi de er aksjeeiere. Reglene om aksjeeiere, overgang av aksjer og forkjøpsrett i asl. kapittel 4 kan underbygge dette. Grunnpilaren i aksjeselskapsrettens kompetansefordeling er majoritetsprinsippet og minoritetsvernet, og disse skal fungere som rettesnorer for nettopp utøvelse av kompetanse. Når generalforsamlingen fatter sine beslutninger, så er det majoriteten av aksjeeiere som skal avgjøre innholdet i denne. En markering av et skille mellom denne kompetansen og den som skal tilfalle en rettighetshaver fremstår særlig nødvendig. Aksjelovens system begrenser dermed den relative avtalefriheten som reguleringen i asl. § 11-2 (3) nr. 10 åpner for.

For en rettighetshaver er poenget med kreditorposisjonen at den ikke skal delta i vinningsformålet i selskapet før fordringen er konvertert til aksjer. Konvertering fremstår som et markert skille mellom posisjonene og tilsier at rettighetshaver ikke kan kunne utøve sentrale aksjeeierrettigheter som knyttes til vinningsformålet. Det vil være i tråd med den eksplisitte reguleringen av tidspunktet for utbytte i § 11-2 (3) nr. 11. Samtidig har rettighetshaver en interesse i at selskapet ikke tappes for verdier i perioden fordringen består og denne interessen kan beskyttes gjennom rettigheter etter nr. 10.

Ytterligere rettigheter, ut over de som følger av kreditorposisjonen og låneavtalen ellers, fremstår i større grad som en «gulrot» for den som skal tegne lånet, enn som et nødvendig element i låneavtalen. Det er faktorer som medvirker til å gjøre låneavtalen mer attraktiv, da rettighetshaver kan komme i en annen posisjon enn andre kreditorer i tiden før konvertering. I en langsiktig investeringsprosess kan dette være særlig hensiktsmessig, både for rettighetshaver og for selskapet som har behov for kapital. Ønsker man å utstede det konvertible lånet til en rettighetshaver som på sikt kan bli en ressurs, som styremedlem, kan slike rettigheter være et sterkt forhandlingskort. Slike betraktninger kan imidlertid ikke trumfe grunnprinsippene som aksjelovgivning bygger på. Samlet sett tilsier momentene at rettighetshaver ikke kan gis tilsvarende rettigheter som aksjeeiere i spørsmål om utvalgte selskapsrettslige beslutninger. Hvilke alternative løsningsforslag til fortrinnsrett som kan tenkes aktuelle ut fra en rettsøkonomisk tilnærming til gjeldende rett, og hvilke rettspolitiske betraktninger som kan være av betydning drøftes nærmere i del[kapittel 7.2.2.](#)

## 6. Økonomisk utvanning ved konvertering

### 6.1. Utvanningsproblematikken

#### 6.1.1. Nærmere om økonomisk utvanning

Utvanning er den tredje og siste utvalgte, problemstillingen i fremstillingens rettsdogmatiske del. Begrepet utvanning sikter her til at aksjeeiernes prosentvise eierandel og verdien av aksjene reduseres som følge av rettighetshavers konverteringen av fordring. Utvanning kan skje på to måter, som begge påvirker hverandre. Enten ved at aksjeeiernes prosentvise eierandel i selskapet reduseres, eller ved at deres verdi i selskapet reduseres. Begge former aktualiseres ved at fortrinnsretten for aksjeeierne fravikes ved utstedelse av konvertible lån til ikke-aksjeeiere. En prosentvis reduksjon kan imidlertid forekomme uten en verdimessig reduksjon, dersom tegningskursen for aksjene settes korrekt i forhold til tilførsel av verdier til selskapet. Vesentlig for graden av utvanning av aksjeeiernes andeler i selskapet er derfor tegningskursen rettighetshaver forholder seg til. Problemstillingen er derfor om og hvordan tegningskursen kan aktualisere myndighetsmisbruksreglene i asl. § 5-21 og § 6-28.

Utvanning kan deles i to kategorier. Det kan være utvanning av organisatorisk og av økonomisk karakter. Virkemidler for å motvirke organisatorisk utvanning er allerede innebygget i aksjelovens system, gjennom regulering av fortrinnsrett, samtykkekrav ved overdragelse og at konvertible lån kun kan utstedes til bestemte navngitte personer.<sup>325</sup> Fordi det gjenstår ubesvarte rettslige spørsmål om økonomisk utvanning, så er denne i fokus. Økonomisk utvanning gjelder primært utvanning av aksjekapitalen, men dekker også at maktforholdene i selskapet forskyves ved at eksempelvis minoritetsaksjeeiere taper rettigheter.<sup>326</sup> Denne kategorien av utvanning er forholdsvis uregulert i aksjeloven og kan få stor betydning eksisterende aksjeeiere. Økonomisk utvanning er drøftet i begrenset grad i forarbeidene til 1976- eller 1997-loven, men kommer til uttrykk i enkelte komparative betraktninger. Ved spørsmål av økonomisk karakter henvises det til at avtaleutforming vil styre hvilket vern rettighetshaver kan ha i konverteringsperioden, og for aksjeeierne er det nærmest forutsatt at organisatoriske regler vil verne om interessegruppen. Samtidig kan også økonomisk utvanning aktualisere

---

<sup>325</sup> Se henholdsvis asl. § 11-4, § 4-16 og § 4-17, samt § § 11-2 (2).

<sup>326</sup> Andenæs et. al. (2016) s. 504.

myndighetsmisbruksreguleringen i henholdsvis asl. § 5-21 og § 6-28. Av denne grunn henvises det også til *Truyen* og hans doktoravhandling om aksjonærenes myndighetsmisbruk når spørsmålet om økonomisk utvanning skal drøftes.<sup>327</sup>

Til tross for avgrensningen til kun økonomisk utvanning, må det merkes at både utvanning av prosentvis eierandel og verdiandel kan trekkes inn i vurderingen av myndighetsmisbruk. Minoritetsaksjeeiere som får redusert sin prosentvise eierandel ved at de ikke får deltatt i kapitalforhøyelsen og dermed ikke får muligheten til å opprettholde sin prosentvise eierandel, kan ha innvendinger til kapitalforhøyelsen, ettersom de mister muligheten til å opprettholde sin andel. *Andenæs et. al.* antar at en kapitalforhøyelse som reduserer den forholdsmessige selskapsandelen uten at dette i rimelig grad er egnet til å vareta selskapets interesser, må kunne rammes av misbruksprinsippene i slik grad at kapitalforhøyelsen er ugyldig.<sup>328</sup> Et spørsmål er derfor om tilsvarende er tilfelle ved konvertible lån. Dette drøftes i [6.2](#).

### **6.1.2. Et historisk og komparativt blikk på problematikken**

Utvanning var en problemstilling som både Aksjelovgruppen og departementet fryktet ved vedtakelsen av aksjeloven av 1976, men da utvanning av organisatorisk art.<sup>329</sup> Årsaken var at konverteringsadgangen ble tillagt kreditor, slik at en sentral selskapsrettslig beslutning om kapitalforhøyelse og endring av aksjeeiersammensetningen ble satt til et «organ» utenfor selskapets generalforsamling. Altså at aksjeeierne ikke lengre kunne utøve sin kompetanse når det gjaldt en beslutning som kunne ha stor innvirkning på selskapet og aksjeeierne selv. Betydningen av utvanningsproblematikken har i lovgivers mening minsket med tiden. I forarbeidene til aksjeloven av 1976 tillegges problematikken stor vekt og har derfor betydelig innvirkning på utformingen av regelen om konvertible lån. Frykten for utvanning medfører at regelen utformes med en eksplisitt begrensning på størrelsen på det konvertible lånet i forhold til aksjekapitalen, og forbudet mot delegasjon via styrefullmakt.<sup>330</sup> Sistnevnte forbud knytter seg til organisatorisk utvanning, og forbudet ble fjernet ved aksjeloven av 1997. Begrunnelsen for fjerningen var at til tross for utvanningsproblematikken, så var ikke hensynet til aksjeeiere tungtveiende nok til at dette kunne begrunne et fortsatt forbud.<sup>331</sup> For å forklare hvorfor

---

<sup>327</sup> Truyen (2004) s. 188-199.

<sup>328</sup> Andenæs et. al. (2016) s. 508.

<sup>329</sup> NUT 1970:1 s. 103.

<sup>330</sup> Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 62.

<sup>331</sup> Ot.prp. nr. 19 (1993-1994) s. 114.

utvanningsproblematikken ble viet slik oppmerksomhet ved innføringen av konvertible lån, kan det trekkes paralleller til de amerikanske forbildene.

Selskapsretten er ikke føderalt regulert i USA og det er store variasjoner i statenes regulering av konvertible lån for aksjeselskaper. Velkjent er Delaware, hvor omkring 50 prosent av noterte selskaper på The New York Stock Exchange (NYSE) er registrert som følge av fleksibel selskapslovgivning.<sup>332</sup> Verdipapirhandelretten er imidlertid føderalt regulert, med et føderalt kontrollorgan, Securities and Exchange Commission (SEC). Derfor vil omsettelige konvertible lån inngå i verdipapirhandellovgivningen, mens uregistrerbare konvertible lån faller utenfor. Private selskaper, tilsvarende norske aksjeselskaper, har mulighet til å utstede konvertible lån, men kun uregistrerbare konvertible lån. Omsettelige lån er forbeholdt offentlige selskaper, tilsvarende norske allmennaksjeselskaper. Virkningen for private selskaper må forklares i lys av etableringsreglene.<sup>333</sup>

I USA, og for øvrig England, har tradisjonen vært at aksjeselskaper stiftes med en bestemt nominell aksjekapital, hvor kun en del av kapitalen tegnes straks. Den umiddelbare kapitalen omtales som «issued/authorized» aksjekapital, mens den som kommer til senere er «unissued» aksjekapital.<sup>334</sup> Løsningen gir udisponerte aksjer i selskapet, som styret kan råde over, innenfor rammen av vedtektene eller til formål som er nedfelt i dem. Styret kan, på kontraktsrettslig grunnlag, gi tredjeperson aksjer i selskapet på nærmere fastsatte vilkår. Konvertible lån faller derfor utenfor generalforsamlingens kompetanse, forutsatt at det er «unissued» aksjekapital i selskapet. Slik kan relativ ukontrollerbar utvanning av aksjeeiere forekomme. Til sammenligning må enhver kapitalforhøyelse i norske aksjeselskaper godkjennes av generalforsamlingen. Til tross for at USA var et viktig forbilde ved innføringen, måtte den norske reguleringen tilpasses kompetansefordelingen og prinsippet om at hele aksjekapitalen må innbetales ved stiftelse. Minoritetsvernet er derfor betydelig sterkere i norsk rett.

---

<sup>332</sup> Stefan Grundman, Regulatory Competition in European Company Law – Some Different Genius? i Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Eddy Wymeersch (eds.), «Capital Markets in the Age of the Euro», Haag/ London/New York:2002 s. 561 flg.

<sup>333</sup> Uttrykket private selskaper inkluderer C-corporations, S-corporations og Limited Liability Companies (LLC). Alle selskapstyper med indirekte og begrensede heftelser.

<sup>334</sup> NUT 1970:1 s. 98.



Det kan diskuteres hvorvidt et funksjonelt minoritetsvern gjør et kapitalmarked mer effektivt. *Truyen* viser til en komparativ studie fra 2002 som indikerer at dette er tilfelle.<sup>335</sup> Det er imidlertid ikke gitt at dårlig minoritetsvern også gir dårligere finansieringsvilkår og mindre vekst. Tvert i mot kan det argumenteres for det motsatte.<sup>336</sup> Dette gjør *Core, Guay og Rusticus* i sin artikkel fra 2006, hvor de viser til at tidligere studier har basert seg på særegne tilfeller fra 1990-tallet som ikke gir uttrykk for et generelt prinsipp om at effektivt minoritetsvern medfører et mer effektivt kapitalmarked og høyere avkastning.<sup>337</sup>

For den rettsdogmatiske analysen, er utgangspunktet uansett at den norske aksjelovgivningen har innebygget et minoritetsvern, og at dette må hensyntas ved utstedelsen av konvertible lån. Den økonomiske utvanningen beror i stor grad på eksterne faktorer ut over reguleringen, men i den følgende fremstilling er de rettslige problemene i fokus, med enkelte henvisninger til rettsøkonomiske betraktninger som drøftes ytterligere i [kapittel 7](#).

## **6.2. Økonomisk utvanning og myndighetsmisbruk**

### **6.2.1. Tegningskursen som omdreiningspunkt**

I konverteringsprosessen setter man til side aksjeeiernes fortrinnsrett til aksjer i selskapet, ved at rettighetshaverne alene har krav på aksjene.<sup>338</sup> Dette bygger på en forhåndsfastsatt beslutning om utstedelse eller styrefullmakt fra aksjeeiermajoriteten, hvor også tegningskursen inngår.<sup>339</sup> Tegningskursen for aksjene som utstedes ved konvertering av et konvertibelt lån er derfor i sentrum for denne problematikken.<sup>340</sup> Det rettslige problemet som relaterer seg til aksjeeiernes økonomiske interesser knyttes direkte til myndighetsmisbruksreglene, da disse utgjør rammene for hvor stor utvanning som er akseptabel ved en fastsatt tegningskurs.<sup>341</sup> Spørsmålet er først og fremst hvilken betydning tegningskursen i en konvertibel låneavtale kan ha i en vurdering av myndighetsmisbruk etter asl. § 5-21 og/eller § 6-28.

---

<sup>335</sup> *Truyen* (2003) s. 354, som viser til *Se La Porta m.fl., Investor Protection and Corporate Valuation, The Journal of Finance, Vol. LVII, No. 3, 2002 s. 1147-1170.*

<sup>336</sup> *John E. Core, Wayne R. Guay og Tjomme O. Rusticus, Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns, i «The Journal of Finance» vol. LXI nr. 2, april 2006 s. 655-687.*

<sup>337</sup> Eksempelvis drøfter *Core, Guay og Rusticus* sin studie, studien som er foretatt av *La Porta m.fl. (2002)*

<sup>338</sup> *Andenæs* (2016) s. 530.

<sup>339</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 5.

<sup>340</sup> *Andenæs* (2016) s. 504.

<sup>341</sup> Asl. § 5-21 og § 6-28.

Myndighetsmisbruksreglene aktualiseres også ved alminnelige kapitalforhøyelser og rettede emisjoner. Generelt skal ikke aksjeeierne måtte tåle at selskapets reserver utloddes til ikke-aksjeeiere. Vurderingstidspunktet for myndighetsmisbruksreglene er beslutningstidspunktet, og dette gjelder både ved konvertible lån og kapitalforhøyelser.<sup>342</sup> I begge tilfeller stiller myndighetsmisbruksreglene krav til innholdet i beslutningen. Eksempelvis kreves at det for kapitalforhøyelser etter styrefullmakt at skal angis om aksjeeiernes fortrinnsrett kan fravikes.<sup>343</sup> Tilsvarende er tilfellet for konvertible lån.<sup>344</sup>

Det ovennevnte utvanningsproblemet er kjent fra tilfeller av tilsidesettelse av fortrinnsrett i asl. § 10-5, også kalt en rettet emisjon. Tilsidesettelsen av fortrinnsrett er det som i særlig grad aktualiserer myndighetsmisbruksregelen i asl. § 5-21.<sup>345</sup> Bestemmelsen i § 10-5 gir hjemmel for at generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendringer kan tilsidesette aksjeeiernes fortrinnsrett ved en kapitalforhøyelse. Tilsvarende vil det ved utstedelse av konvertible lån være tillagt en fortrinnsrett for aksjeeierne til å tegne lånet, men det naturlig nok ingen fortrinnsrett til aksjene som rettighetshaver kan kreve konvertert. Derfor vil aksjeeiernes fortrinnsrett tilsidesettes ved kapitalforhøyelsen som iverksettes av rettighetshaver. Når det er spørsmål om aksjeeiernes mulige myndighetsmisbruk ved utstedelse av et konvertibelt lån, er det som nevnt § 5-21 som er den aktuelle regelen. Skulle lånet utstedes etter styrefullmakt må en se hen til § 6-28, så fremt ikke generalforsamlingsvedtaket om styrefullmakt er bestemmende for utfallet.

I spørsmål om tilsidesettelse etter § 10-5, står tegningskursen for aksjene sentralt i proporsjonalitetsvurderingen som er ledd i myndighetsmisbruksvurderingen. Dette er fordi tegningskursen har betydning for graden av utvanning for de aksjeeierne som får sin fortrinnsrett tilsidesatt.<sup>346</sup> Siden reguleringen av tilsidesettelse av fortrinnsrett egentlig utgjør bakteppet for adgangen til å utstede konvertible lån, vil betraktningene omkring lav tegningskurs ved rettede emisjoner også gjøre seg gjeldende for konvertible lån.

*Truyen* anlegger et perspektiv om personelle, prosessuelle og materielle vilkår for vurderingen av myndighetsmisbruk i sin doktorgradsavhandling om asl. § 5-21.<sup>347</sup> De personelle og

---

<sup>342</sup> Truyen (2004) kapittel 10.

<sup>343</sup> Asl. § 10-14 (2) nr. 3.

<sup>344</sup> Asl. § 11-8 (2) nr. 4.

<sup>345</sup> Inngående drøftelser av rettede emisjoner finner en hos spesielt hos Truyen (2004), samt også hos G. Bråthen (2013).

<sup>346</sup> G. Bråthen (2013) s. 205

<sup>347</sup> Truyen (2004) s. 5.

prosessuelle vilkår gjelder plikt- og rettighetssubjekter, samt hvilke beslutninger som dekkes av regelen. Ved utstedelse av konvertible lån er de personelle vilkår, nemlig aksjeeiere med stemmerett oppfylt, og det samme gjelder beslutningsformen som inkluderer både generalforsamlingsbeslutninger og styrebeslutninger.<sup>348</sup>

Når konvertible lån utstedes er det aktuelt å vurdere myndighetsmisbruk fra majoriteten overfor minoriteten, sett i lys av flertallskravene som gjelder for beslutningen om utstedelse eller styrefullmakt, samt også misbruk av posisjon i selskapet.<sup>349</sup> Når majoriteten styrer generalforsamlingens beslutninger, og styresammensetningen, vil de kunne øve stor innflytelse på låneavtalens vilkår og hvem som innbys å tegne lånet. Majoriteten kan beslutte at lånet skal tegnes av en aksjeeier som tilhører majoriteten selv, eller en rettighetshaver som vil være lojal mot majoriteten ved konvertering. For øvrig gjelder de samme betraktningene utstedelse etter styrefullmakt, da det er majoriteten som har makt til å velge styremedlemmer og dermed også fjerne medlemmet.<sup>350</sup> Når det gjelder myndighetsmisbruk etter § 6-28 kan dette særlig komme på spissen for konvertible lån, som følge av at styrefullmakt kan være praktisk for å gjennomføre hurtig utstedelse. Tegningskursen er like relevant som omdreiningspunkt i begge regelsett ved spørsmål om økonomisk utvanning.<sup>351</sup>

Kort forklart vil tegning til favørkurs kunne medføre økonomisk utvanning som vil oppfylle de fleste av misbruksvernets prosessuelle og materielle krav.<sup>352</sup> Spørsmålet er likevel om det rammes av proporsjonalitetsvurderingen som er innebygget i § 5-21. Denne vurderingen kan vise hvordan minoritetsaksjeeierne får redusert sine verdier i selskapet i en slik grad at det blir et spørsmål om det foreligger myndighetsmisbruk. Tegningskursen ved utstedelse av de nye aksjene kan særlig fremstå som egnet til å gi noen en «urimelig fordel».<sup>353</sup> *Truyen* argumenterer for at minoritetsaksjeeiere kan protestere mot tegningskurs fastsatt til «favørkurs» som reduserer selskapsandelens verdi for dem som ikke deltar i kapitalforhøyelsen.<sup>354</sup> Ved konvertible lån som tegnes av en utenforstående vil dette derfor gjelde alle aksjeeiere, da de

---

<sup>348</sup> Asl. §§ 11-2 (1) jf. 11-9 jf. Henholdsvis §§ 5-21 og 6-28.

<sup>349</sup> Flertall som for vedtektsendringer jf. § 11-2 (1) jf. § 11-8 (1). Misbruksregel i § 6-28 for styremedlemmer og andre.

<sup>350</sup> Asl. § 6-3 jf. § 6-7 jf. § 6-28.

<sup>351</sup> Tegningskursen kan også være et sentralt omdreiningspunkt i spørsmål om myndighetsmisbruk ved organisatorisk utvanning, eksempelvis hvis minoriteten ved utvanning faller under terskler som 10%. Jeg avgrensner mot ytterligere drøftelser av organisatorisk utvanning, da det i stor grad er lovregulert.

<sup>352</sup> Altså har det nødvendig årsaksevne og retter seg mot en regulert gruppe jf. *Truyen* (2004) s. 153-158

<sup>353</sup> Asl. § 5-21.

<sup>354</sup> *Truyen* (2004) s. 368-369.

ikke får delta i kapitalforhøyelsen ved konvertering. Adgangen til å protestere og vinne frem må imidlertid veies opp mot selskapets handlingsrom ved nettopp fastsettelse av tegningskursen.

Hvorvidt tegningskursen er en favørkurs, bringer tilbake spørsmål om verdsettelse fra oppgavens [kapittel 4](#). For å fastsette en tegningskurs, så må aksjene verdsettes. For aksjeselskaper prissettes som nevnt ikke aksjene på et regulert marked, men på bakgrunn av mer uklare verdsettelsesmodeller.<sup>355</sup> Aksjeloven regulerer primært verdsettelse i spørsmål om uttreden og utløsning av aksjeeiere, men også ved spørsmål om forkjøpsrett.<sup>356</sup> Det er da formulert som et krav om at innløsningssummen fastsettes «etter aksjenes virkelige verdi».<sup>357</sup> Hvorvidt det er samsvar mellom reguleringen av innløsningssum ved rettede emisjoner, innløsning og utløsning, samt konvertible lån er ikke helt tydelig ut fra aksjelovens system. Det som er eksplisitt uttrykt, er at aksjer ikke kan tegnes til en lavere kurs enn pålydende.<sup>358</sup> Skal denne verdien endres må generalforsamlingen beslutte en kapitalnedsettelse i forkant av utstedelsen av det konvertible lånet.<sup>359</sup>

Verdien som rettighetshaver har tilført selskapet ved motregning av fordringen må reflektere tilsvarende verdi som antallet aksjer i konverteringen i tråd med underkursforbudet. Derfor kan verdistigning i konverteringsperioden kunne sørge for at fastsatt konverteringskurs vil være favørkurs. Er dette tilfelle, vil det medføre reduksjon for alle aksjene i selskapet. Likevel vil ikke partene kunne vite hvorvidt dette er tilfelle før den fremtidige omstendigheten, altså verdistigning, forekommer. Det sentrale spørsmålet i myndighetsmisbruksvurderingen er dermed om beslutningen er «egnet til (...) (å gi en) (...) urimelig fordel» til rettighetshaver. Er rettighetshaver en ikke-aksjeeier skjer en reduksjon for samtlige aksjeeiere. Hvis rettighetshaver er en eksisterende aksjeeier som tilhører majoriteten, vil den kunne tilegne seg en «urimelig fordel (...) på bekostning av andre aksjeeiere».<sup>360</sup> Tilsvarende vil et konvertibelt lån som utstedes til andre enn eksisterende aksjeeiere kunne være egnet til å gi «(...) andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres (...) bekostning».<sup>361</sup>

---

<sup>355</sup> Se drøftelse i [kapittel 4](#).

<sup>356</sup> Asl. § 4-24, § 4-25, § 4-26, samt § 4-23.

<sup>357</sup> Asl. § 4-17.

<sup>358</sup> Se drøftelse av dette i [kapittel 4](#) jf. asl. § 2-12.

<sup>359</sup> Kapitalnedsettelse må skje i tråd med fremgangsmåten som uttrykt i asl. kapittel 12.

<sup>360</sup> Asl. § 5-21.

<sup>361</sup> Asl. § 5-21.

Et spørsmål i denne forbindelse er om en kurs som ikke utgjør myndighetsmisbruk på tidspunktet hvor beslutningen fattes, kan utgjøre myndighetsmisbruk på tidspunktet for en senere konvertering? Vurderingen tar utgangspunkt i beslutningstidspunktet for utstedelsen av det konvertible lånet. I låneavtalens funksjonalitet ligger muligheten for kursspekulasjon, og nettopp tegningskursen er i kjernen av denne funksjonaliteten. Generalklausulen i § 5-21 gir ikke en klar løsning på spørsmålet, da spesielt ordlyden «er egnet til» åpner for at en rekke ulike tidspunkter kan være aktuelle.<sup>362</sup> *Truyen* legger imidlertid til grunn at det er beslutningstidspunktet som er gjeldende, da dette bygger på både domsavgjørelser og hensyn til forutberegnelighet for aktørene.<sup>363</sup> Dersom etterfølgende forhold kan belyse verdien på tidspunktet for generalforsamlingens beslutning, så kan de tas hensyn til som et bevismoment for beslutningens egenskaper.<sup>364</sup>

Grunnlaget for myndighetsmisbruksvurderingen er dermed generalforsamlingens beslutning om å utstede det konvertible lånet. Samtidig vil det ikke være krav om angivelse av tegningskurs i generalforsamlingens beslutning om styrefullmakt til å utstede konvertible lån.<sup>365</sup> Styrets beslutning om utstedelse av konvertible lån må imidlertid inneholde dette.<sup>366</sup> Tilsiktes ingen meningsforskjell mellom § 5-21 og § 6-28 og beslutningstidspunktene, er det styrets beslutning om utstedelse av det konvertible lånet som må gjelde i § 6-28. Dette for å oppnå ønsket forutberegnelig regulering, og vern om rettighetssubjektene med hensyn til likhetsprinsippet. En tegningskurs kan i forhold til aksjekursens utvikling medføre myndighetsmisbruk.

Det kan til dette bemerkes at *Gina Bråthen* i sin doktorgradsavhandling om «Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt» legger til grunn at misbruksvurderingen etter § 6-28 er strengere enn den som følger av § 5-21. Dette er i tråd med *Truyens* argumentasjon for at § 6-28 har et bredere saklig virkeområde og en strengere lojalitetsplikt for styrets medlemmer og daglig leder.<sup>367</sup> Konsekvensen er at det som er myndighetsmisbruk etter § 5-21, også vil være det etter § 6-28, og at det som ikke oppfyller kravene i § 5-21, kan tenkes å oppfylle kravene i § 6-28.<sup>368</sup> For gjeldende problemstilling indikerer dette at utstedelse av konvertible lån som medfører

---

<sup>362</sup> *Truyen* (2004) s. 107.

<sup>363</sup> *Truyen* (2004) s. 109.

<sup>364</sup> *Truyen* (2004) s. 108 og s. 296.

<sup>365</sup> Asl. § 11-8.

<sup>366</sup> Asl. § 11-9.

<sup>367</sup> *Truyen* (2004) s. 91-92.

<sup>368</sup> *G. Bråthen* (2013) s. 153. Henviser også til *Truyen* (2004) s. 123.

økonomisk utvanning etter styrefullmakt, lettere kan rammes av myndighetsmisbruk enn beslutninger om konvertible lån fra generalforsamlingen med samme virkning.<sup>369</sup>

I vurderingen av om beslutningen utgjør et myndighetsmisbruk anlegger *Truyen* også en inngrepsterskel og et saklighetskrav for vurderingen.<sup>370</sup> Jeg foretar ikke en vurdering av hvorvidt en konkret utvanningssituasjon medfører myndighetsmisbruk i denne fremstillingen, men viser til noen betraktninger for å belyse hva som inngår i vurderingen.

Inngrepsterskelen gir anvisning på aksjeeiernes skjønnsmargin, og hvor langt en beslutning kan strekkes i relasjon til likhetsprinsippet og vinningsformålet, uten hensyn til om dette er saklig begrunnet.<sup>371</sup> Terskelen vil variere med typen selskap og typen beslutning. Den vil være særlig lav i aksjeselskaper hvor det besluttes forskjellsbehandling av aksjeeierne. Dette er i tråd med det alminnelige utgangspunktet i aksjeselskapsretten om at økonomiske rettigheter nyter særlig vern.<sup>372</sup> De nevnte momentene gir uttrykk for en regel som begrenser aksjeeiernes skjønnsmargin, som dermed vil senke inngrepsterskelen for myndighetsmisbruk.<sup>373</sup>

For at beslutningen ikke skal være urimelig, kreves en saklig begrunnelse.<sup>374</sup> Saklighetsvilkåret er med på å sikre nødvendig fleksibilitet ut over inngrepsterskelen. Det kan eksempelvis bidra til å begrunne en emisjon til underpris, dersom det kan føre til økt inntjening på sikt, tilsvarende konvertible låneavtaler. Samtidig vil en emisjon som retter seg mot et fåtall av aksjeeiere eller andre, ikke reparere krenkelsen av likhetsprinsippet som følger. Derfor må vinningsformålet veies opp mot likhetsprinsippet i en proporsjonalitetsvurdering for å vurdere om det foreligger en krenkelse.<sup>375</sup> Den underordnede problemstillingen er altså om den økonomiske utvanningen er saklig begrunnet, slik at myndighetsmisbruket aksepteres.

### **6.2.2. Kan økonomisk utvanning være saklig begrunnet?**

Saklighetsvilkåret legger opp til en proporsjonalitetsvurdering.<sup>376</sup> Ved spørsmål om økonomisk utvanning står vinningsformålet til selskapet særlig opp mot krenkelsen av eksisterende

---

<sup>369</sup> Asl. § 11-2 jf. § 11-9.

<sup>370</sup> *Truyen* (2004) s. 163

<sup>371</sup> *Truyen* (2004) s. 187.

<sup>372</sup> *Truyen* (2004) s. 233.

<sup>373</sup> *Truyen* (2004) s. 187.

<sup>374</sup> *Truyen* (2004) s. 241.

<sup>375</sup> *Truyen* (2004) s. 242.

<sup>376</sup> *Truyen* (2004) s. 245.

aksjeeieres økonomiske posisjon. Økonomisk utvanning knytter nettopp seg direkte til hensynet til aksjeeierne som følge av det overordnede vinningsformålet.<sup>377</sup> Trekket linjene tilbake til oppgavens [kapittel 2](#) og selskapets vinningsformål, kan det ikke være tale om «vinning for enhver pris».<sup>378</sup> Som nevnt i forrige delkapittel har dette en sammenheng med tegningskursen for aksjene som utstedes ved kapitalforhøyelsen, men også en side mot maktforholdet i selskapet, og dermed kompetansereglene i aksjelovgivningen. Eksempelvis gir regler om flertallskrav og kontroll av selskapet gjennom generalforsamlingen uttrykk for aksjeeierens kompetanse. Når aksjeeierne som utøver sin myndighet gjennom generalforsamlingen, er det aksjemajoriteten og dens interesser som er styrende som selskapsbeslutninger som fattes av generalforsamlingen.

Maktforholdet mellom aksjemajoritet- og minoritet knytter seg på mange måter til et strategispørsmål. Dersom alle aksjeeierne er enige om alle beslutninger er ikke utvanning noe stort problem, med mindre det kommer inn en aksjeeier som skal ta en majoritetsposisjon, som har helt andre forestillinger om strategiske beslutninger. Denne problemstillingen er i aksjeloven forsøkt avhjulpet gjennom regler om aksjeeierens fortrinnsrett.<sup>379</sup> Når fortrinnsretten kan tilsidesettes ved kapitalforhøyelser, som krever flertall som for vedtektsendringer, kan en stor majoritet hindre en minoritetsaksjeeier å tegne det konvertible lånet.<sup>380</sup> Altså kan majoriteten hindre minoriteten fra å beskytte seg ved utøvelsen av fortrinnsrett. Tilsvarende regulering gjelder også ved utstedelse av konvertible lån.<sup>381</sup>

Det som spesielt kan begrunne en økonomisk utvanning er om utvanningen vil avhjelpe et akutt kapitalbehov, dersom den rettes mot ansatte og styrets medlemmer, og kan være egnet til å øke selskapets inntjening. En forventet positiv kursutvikling kan derimot ikke kompensere beslutningens krenkelse av økonomiske rettigheter.<sup>382</sup> Slik utvikling står helt sentralt ved utstedelse av konvertible lån, hvor rettighetshaver spekulerer i en fremtidig positiv kursutvikling for sin konvertering. I aksjeselskaper utenfor regulerte markeder vil positiv kursutvikling være av mindre betydning enn i allmennaksjeselskaper, da aksjekursen ikke nødvendigvis er tydelig eller representativ refleksjon av de underliggende verdiene i selskapet.

---

<sup>377</sup> Truyen (2004) s. 233.

<sup>378</sup> T. Bråthen (2022) s. 80-81.

<sup>379</sup> Asl. § 11-4.

<sup>380</sup> Andenæs (2016) s. 509.

<sup>381</sup> Asl. § 11-4 jf. § 10-5.

<sup>382</sup> Truyen (2004) s. 296-297.

Med en lav inngrepsterskel for rettede emisjoner,<sup>383</sup> kan det argumenteres for at tilsvarende gjelder for konvertible lån. Begrunnelsen for en lav inngrepsterskel er spesielt krenkelsen av organisatoriske rettigheter. Hvordan virker så den oppstilte inngrepsterskelen inn på proporsjonalitetsvurderingen ved økonomisk utvanning?

Trekkes parallellen fra rettede emisjoner, vil aksjeeiernes økonomiske interesser knyttes til de underliggende verdiene av den respektive selskapsandelen. Negativ kursutvikling faller derfor utenfor. Positiv kursutvikling og høyere aksjekurs kan gi den aksjeeierne større kontroll over de verdier som aksjene representerer. Dette har spesielt en egenverdi for minoriteten.<sup>384</sup> Likevel vil aksjekursen kunne endre seg, og det er ikke gitt at minoriteten ønsket å selge unna før kursen endrer seg. En forventet positiv kursutvikling er ikke en saklig begrunnelse for den krenkelsen som beslutningen kan medføre ved tegning til favørkurs.<sup>385</sup>

Andre egenskaper ved utstedelsen av det konvertible lånet til favørkurs som kan lede til en saklig begrunnelse for krenkelsen av økonomiske rettigheter. Eksempelvis kan rettighetshavers egenskaper og finansiell løfteevne bidra til å gi beslutningen en saklig begrunnelse, men dette vil avhenge av potensialet for gevinstmaksimering. *Truyen* henviser i denne forbindelse til at forventet fremtidig inntjeningsvekst er en bedre rettesnor for vurderingen enn positiv kursutvikling.<sup>386</sup> Uavhengig av tilnæringsmåte vil en konkret vurdering av hvert enkelt tilfelle være nødvendig. Tegning til favørkurs vil mulig sikre en rettighetshaver med egenskaper som kan medføre saklig begrunnelse, men den finansielle løfteevnen av tegningen vil trolig være begrenset med mindre den er særlig omfattende eller tiltrekker ytterligere investeringer fra også andre investorer. Momentene må settes i sammenheng, slik at kombinasjonen av rettighetshaver, dens egenskaper og dens finansielle bidrag for selskapet vurderes under ett.

Fra [kapittel 5](#) kan det også påpekes at dersom det avtales utbyttebegrensninger i forbindelse med utstedelse av konvertible lån, så kan dette ha en side mot myndighetsmisbruket dersom utsultingen leder til en «squeeze-out».<sup>387</sup> Jeg avgrenser imidlertid mot en ytterligere drøftelse av utsultingstilfellene av hensyn til fremstillingens omfang.

---

<sup>383</sup> *Truyen* (2004) s. 294.

<sup>384</sup> *Truyen* (2004) s. 296.

<sup>385</sup> *Truyen* (2004) s. 297.

<sup>386</sup> *Truyen* (2004) s. 297.

<sup>387</sup> HR-2016-1436 (Bergshaven) avsn. 94 og 95.



### 6.3. Oppsummering

Risikoen for økonomisk utvanning er innebygget i kapitalforhøyelsesmekanismene, men faren for myndighetsmisbruk ved en uriktig tegningskurs kan tilsi at reguleringen bør være mindre fleksibel. På den annen side er fleksibilitet en helt nødvendig forutsetning for at bruken av instrumentet kan være suksessfull slik at vinningsformålet oppnås. Mulighetene for skreddersøm og tilpasning til ulike virksomheter, vekstprognoser og aksjeeiersammensetninger gjør at konvertible lån kan benyttes av flere aksjeselskaper. Balansering mellom aksjeeiermajoritet og -minoritet er ikke like aktuelt for alle selskaper, og kan endre seg underveis i selskapets livsløp. Effektive mekanismer for å løse opp i uenigheter mellom majoritet og minoritet, samt en funksjonell myndighetsmisbrukslære er forutsetninger for at reguleringen kan være like fleksibel som den er i dag. Det har imidlertid ikke kommet saker inn for høyere instanser hvor bruk av konvertible lån har ledet til spørsmål om myndighetsmisbruk. Dette er trolig en følge av at de fleste saker behandles og avsluttes utenfor domstolssystemet, men kan også være et resultat av manglende ressurser og vilje til å løfte frem sakene for aksjeeiernes del. Uavhengig av årsak er analys materialet ikkeeksisterende, og vurderingen av myndighetsmisbruk må derfor begrenses. Poenget er at beslutninger om utstedelse av konvertible lån og låneutformingen kan rammes av myndighetsmisbruksregelen i asl. § 5-21.

Adgangen til å fravike fortrinnsretten til fordel for enkelte aksjeeiere eller ikke-aksjeeiere åpner døren for myndighetsmisbruk, dersom aksjeeierne ikke er dette bevisst ved beslutningen om å utstede det konvertible lånet. Når verdifastsettelse av selskapet og tegningskursen for de nye aksjene beror på ikke-rettslige faktorer og vurderinger, medfører det vanskeligheter for den rettslige reguleringen av utvanningsproblematikken. Samtidig vil skjønnet som utvises når det gjelder verdsettelse, fordeling og mengde inngå i rettsanvendelsesprosessen. Disse momentene lar seg lettest forklare i tråd med et rettsøkonomisk bakteppe, slik som er tema i neste kapittel.

Det er ikke uforståelig at lovgiver har landet på løsningen hvor det overlates til selskapenes diskresjon, innenfor misbruksvernet, om avtalen gir ytterligere vern ut over lovgivningen.<sup>388</sup> Denne løsningen fjerner likevel ikke risikoen for økonomisk utvanning som forbindes med fravik av fortrinnsrett. Det er uheldig at reguleringen i så stor grad legger opp til regler som aktualiserer myndighetsmisbrukslæren. Et slikt *ex post*-fokus i reguleringen kan være både tids- og kostnadskrevende. Når to motstående hensyn, altså majoritet og minoritet står opp mot

---

<sup>388</sup> NUT 1970:1 s. 103.

hverandre i slik grad, er det hensiktsmessig at lovgivningen søker å forhindre konflikter i forkant. Det er imidlertid ikke gitt at lovgiver er best egnet til å vurdere selskapenes konkrete økonomiske situasjoner. Balanseringen mellom effektivitet, skreddersøm, restriktivitet og vern av interesseaktører har ikke et åpenbart resultat, og i praksis vil selskapene gjerne ende opp med tegningskurs som er favørkurs. Hvilke tolkningsalternativer som kan være aktuelle innenfor gjeldende rett med et rettsøkonomisk blikk, og alternative rettspolitiske betraktninger drøftes nærmere i [kapittel 7](#).

## **7. En rettsøkonomisk og rettspolitisk evaluering av reguleringen**

### **7.1. Utgangspunkter for den rettspolitiske og rettsøkonomiske evalueringen**

#### **7.1.1. Nærmere om tilnærmingen til evalueringen**

Aksjeselskapet er en institusjon utviklet for å gi borgerne en organisasjonsform for etablering av først og fremst økonomisk virksomhet. Tilrettelegging for næringsvirksomhet kan oppnås på ulike måter.<sup>389</sup> Målet med reglene vil være å finne en form som fungerer best mulig og samtidig ivaretar hensynene til de ulike grupper som er involverte, på best mulig måte. Metodene for å analysere reglene, og svarene en får vil variere ut fra om en vurderer målsetningen fra et rettsdogmatisk, rettspolitisk eller rettsøkonomisk ståsted.<sup>390</sup> Fordi aksjelovgivningen skal legge til rette for næringsvirksomhet i aksjeselskaps form, er et overordnet spørsmål hvordan slik næringsvirksomhet drives og finansieres. I denne fremstillingen er spørsmålet hvordan næringsvirksomheten kan finansieres ved konvertible lån.

Konvertible lån er en finansieringsform for næringsvirksomhet som er utviklet for å gi kredittyttere insentiv til å være med på å ta større risiko, ved å gi mulighet for en andel i fremtidig gevinst. Jeg har i denne fremstillingen tatt sikte på å analysere hvordan dette finansielle instrumentet er tilpasset og fungerer i forhold til de økonomiske og organisatoriske forhold ved

---

<sup>389</sup> Se [kapittel 2](#) for aksjelovens siktemål om tilrettelegging for næringsvirksomhet.

<sup>390</sup> Dette er utvalget av fremstillingsmåter jeg benytter i denne fremstillingen. Det finnes naturligvis også et mylder av andre, også fra tilgrensende rettsfelt.

teknologiske oppstartsbedrifter. I en rettsdogmatisk kontekst ([kapittel 4](#), [5](#) og [6](#)) viser konvertible lån seg som et funksjonelt instrument, men begrenset av enkelte vage vilkår og uklare virkninger. I det følgende kapittelet er søkelyset på den rettsøkonomiske og rettspolitiske konteksten som reguleringen av konvertible lån kan settes inn i. Primært er fokuset på rettsøkonomi, dette til tross for at rettsøkonomi ikke er en rettskildefaktor i seg selv. Funksjonen her er at den bidrar til innsikt i en rettspolitisk drøftelse.<sup>391</sup>

Rettsøkonomi, eller økonomiske analyser av retten, legger til rette for analyseverktøy på tvers av rettsfeltene, slik at retten kan forklares mer koherent enn som separate rettsfelt. Rettsøkonomi kan defineres bredt eller snevert, alt etter hvilke forbindelseslinjer som forventes oppfylt i analysen. I denne fremstillingen er en snever variant gjeldende, som baserer seg på direkte veiledning om tolkning av gjeldende rett.<sup>392</sup> Økonomibetraktninger kan i mange tilfeller utgjøre begrunnelsen for lovvalg, uten at juristen nødvendigvis er oppmerksom på dette i hverken rettsdogmatisk eller rettspolitisk forstand.<sup>393</sup>

I selskapsretten brukes særlig rettsøkonomi for å forklare kostnaden av lovgivning og av avtalefrihet, også omtalt som transaksjonskostnader.<sup>394</sup> Derfor kan rettsøkonomi forstås som et støtteelement til jussen, som kan gi definitive svar på det som er rettsdogmatisk uklare spørsmål.<sup>395</sup> Gjennom en fremstilling av hvordan slike betraktninger virker, og kan virke inn, på tolkning og utforming av reguleringen, vil jeg forsøke å belyse hva andre perspektiver enn en rettsdogmatisk tilnærming alene kan tilføre diskusjonen. Jeg avgrenser mot en omfattende analyse med fullstendige redegjørelser av økonomiske modeller, men vil heller foreta en drøftelse som kan lede til mest mulig kunnskap både om konsekvensene av reguleringene og løsningsalternativene som finnes.<sup>396</sup>

Rettsøkonomien har samtidig sine begrensninger. Den kan ikke brukes til å analysere alle rettsfelt eller rettsspørsmål, og de empiriske bevisene er ikke like aktuelle for alle tilfeller. Klare økonomiske konklusjoner løser ikke nødvendigvis intrikate tolkningsspørsmål og mangfoldet i

---

<sup>391</sup> Olav Kolstad, Rettsøkonomi i juridisk argumentasjon, i «Tidsskrift for rettsvitenskap» 2008, s. 393-441 på s. 406.

<sup>392</sup> Erich Schanze, What is Law and Economics Today? A European View, i «New Frontiers of Law and Economics» red. Peter Nobel, Zurich:2006 s. 99-113 på s. 105

<sup>393</sup> Richard A. Posner, «Economic Analysis of Law», 9. utgave, New York: 2014 s. 31.

<sup>394</sup> Se [punkt 7.1.3](#), for mer om begrepet transaksjonskostnader.

<sup>395</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 3. Slike spørsmål er allerede fremhevet i den rettsdogmatiske analysen.

<sup>396</sup> Kolstad (2008) s. 398-399.

økonomiske teorier kan bidra til mer forvirring enn klare svar.<sup>397</sup> Likevel kan rettsøkonomien bidra til innsikt på et rettsfelt som preges av nær tilknytning til markeder og finanssystemer. Økonomi er en betingelse for aksjeselskapers eksistens og dette underbygger betydningen av rettsøkonomi som analytisk verktøy i en rettsdogmatisk og rettspolitisk fremstilling av selskapsrettslige rettsspørsmål.

### 7.1.2. Restriktivitet eller fleksibilitet?

Dagens regulering kan oppsummeres som at den i stor grad befatter seg med vern av kreditorer og aksjeeierminoritet,<sup>398</sup> gjennom en minimumsregulering hvor selskapet kan velge ytterligere regulering i vedtekter. Valget av reguleringsform har vært gjenstand for kritikk, spesielt med hensyn til det store omfanget av regulering, sammenlignet med øvrige nordiske land.<sup>399</sup> Altså vil neppe en dansk jurist, slik som *Jacobsen*,<sup>400</sup> mene at den norske lovgivningen er en minimumsregulering.

Fra et norsk ståsted overlater aksjeloven en rekke spørsmål til selskapene, noe som fremstår klart som en minimumsregulering til sammenligning med annen norsk lovgivning. Dette innebærer at selskapene må foreta avveiningen av aktuelle hensyn uten tydelige retningslinjer i regelsettet asl. §§ 11-1 flg. Hvorvidt denne løsningen er konfliktreduserende eller konfliktøkende er ikke tydelig ut fra rettskildebildet, men drøftelsen av de utvalgte problemstillingene viser at dette er en utfordrende øvelse for aksjeselskapene. Det er spesielt avveininger mellom minoritetsvern og kreditorvern, sett opp mot majoritetsprinsippet og vinningsformålet som kan by på problemer. I den forbindelse er det derfor et relevant spørsmål om de manglende retningslinjene for løsningen av rettsspørsmålene verdsettelse, rettighetshavers stilling og vern, og utvanning i reguleringen tilsier økt regulering som følge av konsekvensene, eller om dette skal være opp til selskapene selv gjennom kontraktsregulering.

---

<sup>397</sup> Kalle Määttä, Law and Economics from Lawyer's Point of View, i Law and Economics: Essays in honour of Erling Eide, red. Erik Røsæg, Hans-Bernd Schäfer og Endre Stavang, Oslo: 2010 s. 131-153 på s. 144-147.

<sup>398</sup> Andersen (2006) s. 28 forklarer aksjelovsystemer med to hovedoppgaver; å gjøre det attraktivt å være en investor, og sørge for en rimelig balanse mellom majoritet og minoritet. Dette er til en viss grad tilfellet i den norske aksjelovgivningen, men med noen nyanser, slik som det sterke kreditorvernet som mulig strekker investorvernet lengre enn det Andersen sikter til.

<sup>399</sup> Christen Boye Jacobsen, Conflicts in company law: the role of the legislator, i «Shareholder conflicts» red. Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog, København: 2006, s. 217-240 på s. 229.

<sup>400</sup> Jacobsen (2006) s. 229.

Med andre ord, er minimumsreguleringen for omfattende, når de utvalgte problemstillingene oppstår der hvor de ellers ikke ville vært aktuelle ved selvvalgt kontraktsregulering? Eller er reguleringen helt nødvendig for å ikke drive frem flere konflikter, slik at de selskapsrettslige forholdene fremstår mest mulig ordnet? Hvilken løsning gir i realiteten det beste resultatet?<sup>401</sup> Svaret på spørsmålene vil avhenge av hvem som vurderer og fra hvilket ståsted resultatet skal ses fra.

Er siktemålet forutberegnelighet, vil lovregulering ha de beste grunner for seg. Økt regulering forutsetter imidlertid at lovgiver er den beste til å foreta avveininger som er relevante for aktørene som skal nyttiggjøre seg av konvertible lån. Samtidig er ikke lovregulering uten kostnader for aktørene. Det vil stille høyere krav til selskapene, deres styre og eiere. Ved konvertible lån kan de selskapsrettslige bindingene tilsi at lovregulering er nødvendig og egnet til å oppnå instrumentets formål, da reglene skal legge til rette for næringsvirksomhet. Gjennomregulering av instrumentet kan på sin side medføre unødvendig restriktivitet, ved at avtalepartene ikke kan gjøre nødvendige tilpasninger som muliggjør bruk av konvertible lån til finansieringsformål. Kostnaden ved lovregulering blir dermed at selskaper ikke får hentet inn finansiering, og i forlengelsen ikke kan bidra til samfunnsmessig verdiskaping.

Fleksibilitet ved økt kontraktsrettslig spillerom er motargumentet mot lovregulering. Spillerommet kan imidlertid ikke trekkes så langt som de uregistrerbare konvertible lånene er et eksempel på. Uten nødvendige selskapsrettslige bindingsvirkninger, minsker rettighetshavers forutberegnelighet, som igjen kan medføre at lånene ikke fremstår som attraktive investeringsalternativer ved at transaksjonskostnadene forhøyes samtidig som risiko består. Det er dermed et behov for et visst lovregulert rom, av hensyn til de gruppene som aksjelovgivningen verner om. Hvor langt disse avveiningene kan trekkes i spørsmål om hvilke innfallsvinkler en kan ha til problemstillingene er ikke klart. I det følgende gis et rettsøkonomisk og rettspolitisk perspektiv på nettopp disse avveiningene.

Poenget så langt i fremstillingen er uansett at forutberegnelighet kan oppnås på flere måter, men sentralt er at det bør være klart hvilke avveininger som har leder frem mot lovgivers løsning. Da blir tolkningen tydeliggjort for rettsanvenderen og selskapene. Rettsregler skal nettopp

---

<sup>401</sup> Resultatorientert rettsøkonomi kan en gjenfinne knyttet til rollen rettsøkonomien kan spille ved «legal planning» jf. Määttä (2010) s. 135.

fungere slik at adressatene tilskyndes å handle på en bestemt måte.<sup>402</sup> Adressatene er primært selskapet, dets aksjeeiere og valgte tillitsmenn, men også rettighetshaver og øvrige selskapskreditorer.

Bevissthet omkring bruken og konsekvensene av konvertible lån, var den lovmessige målsetningen ved utformingen av reglene i 1976.<sup>403</sup> Ved lovendringen i 1997 fravek ikke departementet fra dette utgangspunktet. Konvertible lån utstedes i større kvantum i dag, sammenlignet med situasjonen rundt 1997.<sup>404</sup> Det kan derfor spørres om ikke reguleringen kunne ha tatt en annen form, i lys av den erfaring en har kunnet tilegne seg om bruken av det finansielle instrumentet. Muligheten for å gi vern til aktørene kan altså løses på en annen måte enn dagens regulering, gjennom mer presisjon og frihet ut over dette. Mulig presisering av verdsettelsesprinsipp, av hvilke rettigheter som kan tilfalle rettighetshaver og av kursfastsettelse for å unngå uforholdsmessig utvanning kan bidra til målsetningen. Slik kan det aksjeselskapsrettslige formålet om effektiv næringsvirksomhet, og det rettsøkonomiske siktemålet om samfunnsøkonomisk effektivitet, oppnås.

Fordi dagens regulering kan ha utilsiktede konsekvenser, kan reguleringen medføre et hinder for selskaper som ønsker å benytte konvertible lån som finansieringskilde. Dette gjelder både store og små aksjeselskaper. En problemstilling er da om dagens regulering kan villedde aktørene den skal verne om, og eventuelt hvordan dette vernet kan økes, samtidig som nødvendig fleksibilitet ivaretas. Evalueringen er i tråd med sentrale siktemål ved en rettsøkonomisk analyse, nemlig effektiv ressursbruk og analyse av løsningsalternativer.<sup>405</sup> Det er ikke kun en analyse av faktisk atferd ved gitte rettsregler som er aktuelt, men også å gi bidrag til et vurderingsgrunnlag for om andre rettsregler vil være bedre. Rettspolitisk sterkt står reglene som bidrar til samfunnsøkonomisk effektivitet, men disse må avveies med hensyn til blant annet fordeling av goder.<sup>406</sup>

---

<sup>402</sup> Kolstad (2008) s. 427.

<sup>403</sup> NUT 1970:1 s. 104.

<sup>404</sup> Se Refinitiv, 31. desember 2020. Fremstilt i Credit Suisse Investment Partners, «The case for convertible bonds» (23. 02. 2023)

<sup>405</sup> Eide og Stavang, (2018) s. 55.

<sup>406</sup> Eide og Stavang (2018) s. 55-56.

### 7.1.3. Noen rettsøkonomiske konsepter

Aksjelovgivningen vektlegger hensynene til både generell *effektivitet* og en *effektiv næringsvirksomhet*. I rettsøkonomisk forstand sikter effektivitet til samfunnsøkonomisk effektivitet - en overordnet økonomisk grunnverdi. *Cooter og Ulen* oppsummerer det som at «economic efficiency is a comprehensive measure of public benefits that include the profits of firms, the well-being of consumers, and the wage of workers». <sup>407</sup> For rettsanvendelsens og aksjelovgivningens del forankres effektivitetsbetraktningene i hensynet til effektiv næringsvirksomhet og et velfungerende næringsliv. <sup>408</sup> For aksjeselskapsretten spesifikt knyttes effektivitetsbetraktninger gjerne sammen med agentteorien, da denne åpner for en vurdering av forholdet til tredjeparter. <sup>409</sup> Ved utstedelse av konvertible lån er det hensynet til tredjepartene minoritetsaksjeeiere og selskapskreditorer som er aktuelle. Tredjepartene har et lovmessig vern i aksjeloven, og forholdet mellom reguleringen av konvertible lån og øvrig aksjeselskapsrettslig regulering kan medføre konflikter.

Agentteorien kan kort og upresist forklares som et avtaleforhold mellom en prinsipal og en agent, hvor agenten skal handle på vegne av prinsipalen med tildelt kompetanse. <sup>410</sup> Dersom begge parter søker å maksimere sin nytte, kan man anta at agenten ikke alltid vil handle i prinsipalens beste interesse, derfor påløper kostnader i forholdet mellom dem. <sup>411</sup> Dette er fordi man behøver mekanismer som øker graden av lojalitet mellom agent og prinsipal. Mekanismene kan være kontrollkostnader, bonuser og andre incentivordninger. I aksjeselskaper er prinsipalene aksjeeierne og agentene styremedlemmer og daglig leder.

Agentteorien kan knyttes sammen med selskapsretten på flere plan. Først og fremst til den teoretiske diskusjonen om selskapsforholdet, som kan trekkes opp på en skala fra konstruerte enheter for næringsvirksomhet, til en kollektiv person med egen vilje og evne til handling. <sup>412</sup> For denne fremstillingens del er det hensiktsmessig å definere selskaper som enheter regulert

---

<sup>407</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 4.

<sup>408</sup> Se kapittel [2.2.](#) og [2.3.](#)

<sup>409</sup> Agentteorien brukes også for å forklare sammenhengen mellom samfunnet og gründere, dette av blant annet Shelby J. Solomon, Joshua S. Bendickson, Matt R. Marvel, William C. McDowell og Raj Mahto, Agency theory and entrepreneurship: A cross country analysis, i Journal of Business Research 122 (2021) s. 466-476.

<sup>410</sup> Posner (2014) s. 534.

<sup>411</sup> Michael C. Jensen og William H. Meckling, Theory of the firm, publisert i «The Journal of Financial Economics» utgave 3 1976, s. 306-360, på s. 308. Se også Posner (2014) s. 534-535.

<sup>412</sup> Moritz Renner, Theory of the Corporation, i «New private law theory» Cambridge:2021, s. 360-368, som henviser til Otto Von Gierkes tilnærming i «Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung» Berlin:1868.

av interne og eksterne kontrakter mellom to eller flere parter, altså agentforhold.<sup>413</sup> De nevnte kontraktsforholdene kan eksempelvis søke å løse konflikter mellom aksjeeierne, eller mellom selskapet og tredjeparter. I visse tilfeller angir også aksjelovgivningen løsninger og vern for kontraktspartene. En slik kontrakt er konvertible lån. Denne aktualiserer, ved utstedelse, også andre kontrakter i selskapsforholdet, slik som drøftelsen i kapittel 4, 5 og 6 viser. Noen slike kontrakter kan også forstås som rene topartsforhold, som kan analyseres rettsøkonomisk ut fra Pareto-effektivitet og Kaldor Hicks-effektivitet.<sup>414</sup> Fordi fremstillingen må ta høyde for både flerpartsforhold og topartsforhold, er det nødvendig med en kombinasjon av agentteori og effektivitetsteorier som de ovennevnte.

I drøftelsen benytter jeg noen konkrete rettsøkonomiske termer som forklarer fenomener som oppstår ved reguleringen av konvertible lån. Dette er *transaksjonskostnader*, *ufullstendige kontrakter* og *asymmetrisk informasjon*.

Med transaksjonskostnader siktes det til kostnadene involvert i organiseringen av økonomisk aktivitet gjennom frivillig utveksling mellom parter.<sup>415</sup> Definisjonen bygger på *Ronald Coase* sitt teorem om økonomisk effektivitet ved forhandlinger om eiendomsrettigheter.<sup>416</sup> I denne fremstillingen er det en spesifikk, men moderert versjon av teorien som er aktuell.<sup>417</sup> Dersom transaksjonskostnadene er 0,-, så vil en effektiv bruk av ressurser være forhandlinger, dette uavhengig av lovens tildeling av eiendomsrett. Når transaksjonskostnadene øker i slik grad at forhandlinger forhindres, vil en effektiv ressursbruk avhenge av hvordan eiendomsrettigheter er tildelt.<sup>418</sup> Det kan oppstilles en glideskala som fra lave transaksjonskostnader hvor forhandlinger fungerer uavhengig av rettigheter, og høye transaksjonskostnader hvor forhandlingene feiler og rettigheter er avgjørende for effektivitet. Hvor grensen går mellom lave og høye kostnader vil variere med typen rettigheter, og det vil avhenge av prosessen og

---

<sup>413</sup> Min definisjon, men denne er i tråd med teorien fremsatt av Jensen og Meckling, (1976).

<sup>414</sup> Pareto-effektivitet er at en part ved endringer ikke kan få det bedre uten at den andre får det verre, etter partenes estimater. Kaldor Hicks-effektivitet aksepterer og ønsker en Pareto-effektiv løsning (rettsregel) dersom den skaper store nok verdier på vinnerens hender, slik at taperen kan kompenseres jf. Eide og Stavang (2018) s. 34 og Kolstad (2008) s. 426-427.

<sup>415</sup> Posner (2014) s. 533.

<sup>416</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 82. Se også Christina D. Tvarnø, Hva koster juraen? i «De juridiske metoder – 10 bud» redigert av Mikkel Jarle Christensen, Janne Rothmar Herrmann, Jakob v. H. Holtermann og Mikael Rask Madsen, København: 2021, s. 189-213, på s. 196.

<sup>417</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 85 modererer utgangspunktene til Coase, og anvender disse på tilfeller som teorien ikke direkte dekker. Coase-teorien er kritisert, og jeg har ikke mulighet til å drøfte alle innvendinger i denne fremstillingen. Cooter og Ulen (2012) påpeker enkelte på s. 86-87. For Coase, se Ronald Coase, The Nature of the Firm, i «Economica» (1937) vol. 4 Issue 16 s. 386-405.

<sup>418</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 85, min oversettelse.



tidsperspektivet man anlegger. For konvertible låns vedkommende tar lovgivningen sikte på en viss standardisering av vilkårene, noe som kan redusere transaksjonskostnadene. Samtidig viser den rettsdogmatiske analysen at lovgivningens uklarheter kan lede til lengre forhandlinger og/eller etterfølgende konflikter og dermed høyere transaksjonskostnader.

Tradisjonelt deles transaksjonskostnader inn i søkekostnader, forhandlingskostnader og kontrollkostnader.<sup>419</sup> Kontrollkostnadene kan ses i lys av eventuelle konfliktkostnader. Kontroll inkluderer undersøkelser av mislighold, og konfliktkostnadene påløper dersom slikt mislighold skulle oppstå og det blir uenighet mellom partene.<sup>420</sup> For en avtale som et konvertibelt lån er det kostnader knyttet til alle stadier av prosessen, og spesielt kontrollkostnadene aktualiseres av utvanningsspørsmål. Hvorvidt det er gunstig med ytterligere standardisering for å senke transaksjonskostnadene drøftes ytterligere knyttet til de enkelte problemstillingene.

Som nevnt fremstår dagens regulering en ufullstendig kontrakt, da den overlater vesentlige vilkår for kontraktens utfall til selskapene.<sup>421</sup> Begrepet sikter til kontrakter som i sin natur utelater elementer eller som er så vage at sentrale poenger ikke kommer frem.<sup>422</sup> En kan også ha kontrakter hvor partenes plikter er konkrete, hvor de ønsker å legge til variable vilkår, men hvor dette forhindres fordi vilkåret ikke har materialisert seg.<sup>423</sup> Med andre ord er det en sondring mellom *ex post*- og *ex ante*-regulering av kontraktsvilkår. Gjennom valg av en *ex ante*-regulering, slik som aksjeloven regulerer konvertible lån, kan visse vilkår være særlig utfordrende. Et sentralt eksempel er verdifastsettelse. Når virkeligheten ikke har materialisert seg, altså konverteringskurs i forhold til faktisk verdi, er et spørsmål hvorvidt det er behov for retningslinjer eller revisjon. Analysen viser at reguleringen i dag kan åpne for myndighetsmisbruk ved uriktig fastsatt kurs, noe som øker risikoelementet ved bruk av konvertible lån som finansieringsform.

Svaret på om reguleringen i dag faktisk er fleksibel, eller om den kun er uklar, vil variere for hvert selskap som søker å benytte seg av den. Hvem som tjener på fleksibiliteten eller uklarheten vil avhenge av ulike forhold som informasjonsfortrinn og forhandlingsstyrke.

---

<sup>419</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 88. Uttrykkene viser til hvor i prosessen kostnadene oppstår, herunder på initiativstadiet, forhandlingsstadiet og stadiet etter avtaleinngåelsen.

<sup>420</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 88-90.

<sup>421</sup> Eksempelvis ved at verdifastsettelse er fullstendig overlatt til selskapene jf. drøftelsen i [kapittel 4](#).

<sup>422</sup> Hart og Moore (1999) s. 134.

<sup>423</sup> Hart og Moore (1999) s. 134-135

Spesielt informasjonsfortrinnet er aktuelt tilknyttet tredjepartene. Dette kan rettsøkonomisk omtales som asymmetrisk informasjon. I kontraktsforhold forekommer det gjerne at en eller flere avtaleparter kan mangle vesentlig informasjon om kontrakten.<sup>424</sup> Ved konvertible lån blir dette aktuelt for rettighetshaver og selskapet, for aksjeeiere og kreditorer, samt senere tilkommede aksjeeiere og kreditorer. En kyndig rettighetshaver kan utnytte vagheten i reguleringen til sin fordel, på bekostning av et selskap med stram økonomi. Vedtas det konvertible lånet av styret gjennom fullmakt, fjernes noe av kontrollen for eksisterende aksjeeiere, og samtidig er det ikke krav om kreditorvarsel ved utstedelse av konvertible lån. Når avtalen registreres hos Foretaksregisteret kan imidlertid aksjeeiere og kreditorer som kommer til etter tegning skaffe seg informasjon om lånet. Slikt sett står disse i et sterkere informasjonsforhold enn eksisterende aksjeeiere og kreditorer. Avveininger som dette er i fokus for kapittel 7.2. hvor noen alternativer løftes frem. Først gis noen korte komparative betraktninger.

#### **7.1.4. Et rettsøkonomisk blikk på ulike lovsystemer**

Avveininger mellom beskyttelse og fleksibilitet ved regulering av konvertible lån kan eksemplifiseres ved å sammenligne norsk og amerikansk rett, spesielt under hensyn til effektivitet. Oppgaven til lovregulering som tar sikte på effektiv næringsvirksomhet, er nødvendig beskyttelse for de aktører som tar risiko tilknyttet selskapet. Samtidig må unødvendig restriktivitet eller ineffektivitet unngås om det ikke har et legitimt formål.<sup>425</sup> Denne balanseringen kommer blant annet til uttrykk ved å undersøke graden av kreditor- og minoritetsvern i de to rettssystemene.

Norsk rett preges av bredt og gjennomgående kreditor- og minoritetsvern, altså mindre fleksibilitet. Amerikansk rett, på delstatsnivå,<sup>426</sup> viser større fleksibilitet og mindre vern for de i risikoutsatte posisjoner, eksempelvis ved at aksjeeiere ikke kan kontrollere graden av utvanning ved systemet om «unissued» aksjekapital.<sup>427</sup> I et rettsøkonomisk perspektiv kan valget av risikofordelingen reflekteres i hvordan de respektive lands rett har oppstått.

---

<sup>424</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 297. Et utslag av slik regulering er forbrukerkjøpslovens regler om mangler ved det kjøpte jf. lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp (fkjl.) § 26 flg.

<sup>425</sup> Janne Ruohonen, Veikko Vahtere og Annu Jaakkola, The abolishment of the minimum share capital requirement for private limited liability companies in Finland, i «Nordisk Tidsskrift for Selskabsret» vol. 4 2022, punkt 1.

<sup>426</sup> Som nevnt i oppgavens [kapittel 6](#) er ikke selskapsretten føderalt regulert i USA.

<sup>427</sup> Se drøftelse av amerikansk regulering i [delkapittel 6.1.](#) for mer om skillet mellom issued/unissued aksjekapital.

Rettsøkonomisk opereres det med to forklaringsmodeller, effektivitetshypotesten og interessegruppeteorien.<sup>428</sup> Effektivitetshypotesen knytter seg spesielt til land med domstolsskapt rett, slik som USA, hvor retten preges av et ønske om effektiv ressursbruk. Interessegruppeteorien er gjeldende for land med en sterk lovgivertradisjon, slik som Norge. Teorien søker å forklare vedtak i lovgivende forsamlinger, og går i hovedsak ut på at velgergrupper, politikere og byråkrater får gjennomslag for regelverk som tjener egne interesser – gjerne på bekostning av fellesskapet. Egeninteresse er sterkere i interessegruppeteorien enn i effektivitetshypotesen, fordi man kan anta at aktørene fordeler sine ressurser slik at de kan påvirke lovgiverprosessen på den ene siden, og foreta de beste valg innenfor de lover som allerede gjelder på den andre.<sup>429</sup>

Effektivitetsmålsetningene for amerikansk rett kan til en viss grad forklare hvorfor amerikanske selskaper holder den største markedsandelen av konvertible lån i det globale finansielle systemet.<sup>430</sup> Økt effektivitet og høy utstedelsesrate henger tilsynelatende sammen, og kan begrunnes rettsøkonomisk i lavere transaksjonskostnader ved utstedelse av konvertible lån. I norsk rett råder kreditorvernet og minoritetsvernet, noe som kan svekke effektiviteten ved utstedelse, og øke transaksjonskostnadene. Amerikanske betraktninger om effektivitet er dermed ikke direkte overførbare, men momentene kan tilsi at svakere minoritetsvern til fordel for effektivitet, ikke nødvendigvis medfører et mindre effektivt kapitalmarked. Kanskje tvert imot.<sup>431</sup> Avveiningene mellom effektivitet og fleksibilitet på den ene siden, og restriktivitet og vern på den andre, påpekes tilknyttet hver enkelt problemstilling i det følgende.

## **7.2. Alternative innfallsvinkler til problemstillingene**

### **7.2.1. Verdifastsettelse**

Når verdifastsettelse i begrenset grad er regulert i aksjeloven, kan det tilsi større tolkningsrom for rettsøkonomiske betraktninger som kombinerer elementene som vanskeliggjør vurderingen.

---

<sup>428</sup> Eide og Stavang (2018) s. 38.

<sup>429</sup> Eide og Stavang (2018) s. 42.

<sup>430</sup> Dette kan også begrunnes i at rettsøkonomi som retning historisk sett har blitt viet betraktelig mer oppmerksomhet i USA jf. Kolstad (2008) s. 433. Dette påpekes også av Claire A. Hill og Brett H. McDonnell i Introduction: The evolution of the economic analysis of corporate law, i «Research Handbook on the Economics of Corporate Law», Northampton: 2012, s. 1-17 på s. 1. Sistnevnte påpeker betydningen av en økonomisk analyse av selskapsretten, og at dette dominerer i nye akademiske tekster om selskapsrett.

<sup>431</sup> Dette poenget er løftet frem i [kapittel 6.1](#), hvor det henvises til uklarhet i teorien om hvorvidt dette er en nødvendig betingelse for et effektivt kapitalmarked jf. blant annet Truyen (2004) s. 354.

Manglende presiseringer og krav for verdivurderingen samsvarer dårlig med betydningen tegnings- og konverteringskurs har for henholdsvis aksjeeierne og rettighetshaver. Her kan rettsøkonomien bidra i tolkningen. Det er selve funksjonaliteten av låneavtalen som tillegger slik betydning til nettopp verdispørsmålet. Derfor kan det argumenteres for at lovgiver er i posisjon til å gi tydeligere føringer slik at involverte interesser kan ivaretas på en bedre måte enn i dag. Dette argumentet må modereres i lys av at det ikke er gitt at lovgiver er best egnet til å foreta vurderingen på detaljnivå. Selskapene har førstehåndskompetanse og fraværet av rettspraksis kan tilsi at dette sjeldent byr opp til konflikter. På den annen side er dette selskaper som ikke har økonomiske rammer for å føre tvisten for domstolene. Det er i partenes interesse, både selskap og aksjeeiere, at det finnes en bedre løsning enn dagens fravær av retningslinjer.

En presisering av verdsettelsesvurderingen for konvertible lån kan minimere eventuelle konflikter og effektivisere utstedelsesprosessen. Dette kan senke transaksjonskostnadene både i forkant av utstedelse, men også kontrollkostnader i etterkant dersom det skulle oppstå konflikter. I forholdet mellom prinsipal og agent vil også kostnadene reduseres.<sup>432</sup> Et spørsmål i forlengelsen av dette er om reguleringen skal og bør ta sikte på en standardkontrakt, som kan senke transaksjonskostnadene, eller om den heller skal og bør inneholde spesialiserte vilkår med visse presiseringer fra lovgiver, som vil holde transaksjonskostnadene på tilnærmet samme nivå som nå.

Dersom siktemålet med reguleringen skal være en standardisert kontrakt, vil det være vanskelig å oppnå dette da ikke-regulerbare faktorer spiller så sterkt inn i avtalen. Det leder til en ufullstendig kontrakt som inneholder vilkår for faktorer som enda ikke har materialisert seg.<sup>433</sup> Regulering *ex ante* for fremtidige hendelser er ikke uvanlig, men for konvertible låns vedkommende er nettopp slik regulering noe som kan lede til at andre regelsett settes i spill. En effektiv løsning vil sørge for at kontrollkostnadene i etterkant av avtaleinngåelsen kan holdes til et minimum, ved at avtalen ikke legger opp til eksempelvis myndighetsmisbruk. Ettersom fremstillingen avgrenser mot adgangen til avtalerevisjon etter avtl. § 36, drøftes ikke dette noe ytterligere som en alternativ fremgangsmåte.<sup>434</sup> Utenfor någjeldende regulering kan det tenkes

---

<sup>432</sup> Jensen og Meckling (1976) s. 308.

<sup>433</sup> Hart og Moore (1999) s. 134.

<sup>434</sup> Det er trolig begrenset hvilken betydning etterfølgende omstendigheter i en konvertibel låneavtale kan ha som grunnlag for avtalerevisjon.

at muligheten for fremtidig revisjon innad i § 11-2 angående verdifastsettelse hadde virket konfliktbegrensende.

Innenfor dagens utforming kan imidlertid en løsning være at konverteringsvilkårene endres med tiden. De første to årene kan vilkåret være en antallsbegrensning på antallet aksjer som kan utstedes i tråd med tegningskursen, mens rettighetshaver de siste tre årene kan konvertere på basis av en tidligere fastsatt konverteringskurs som mulig bedre reflekterer selskapets verdi. Denne løsningen er naturligvis til fordel for selskapet, heller enn rettighetshaver. Dersom lånet ved utstedelsen opererer med en høyere konverteringskurs kan avtalen i større grad ta i betraktning mulig verdistigning med tiden. Avtalevilkår som tar høyde for tidsperspektivet, kan fungere som en slags *ex post*-regulering. Dette kan likevel fremstå som ugunstig regulering for rettighetshaver dersom tidsperspektivet ikke samsvarer med selskapets vekst, samt at gevinstmulighetene kan reduseres.

En annen løsning kan basere seg på retningslinjer for øvrige verdsettelsesprinsipper som har vokst frem for ulike situasjoner i rettspraksis.<sup>435</sup> Dette fordrer imidlertid at de avveininger som domstolene har gjort i tidligere saker har overføringsverdi for spørsmål om verdifastsettelse i en konvertibel låneavtale. Den rettsdogmatiske analysen viser imidlertid at overføringsverdien er begrenset. Finnes det ikke noen omsetningsverdi, slik som Flesberg-dommen stadfester, er det avgjørende hva som er «den prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet».<sup>436</sup> Uttalelsen fra forarbeidene er likevel rimelig vag, i lys av de hensyn skal ivaretas ved regulering av verdifastsettelse, som nettopp er minoritetsvernet og hensynet til rettighetshaver. Avtalt pris, i tråd med forarbeidene, kan nettopp lede til økonomisk utvanning og myndighetsmisbruk, slik som drøftes i 6.4.3. *Truyen* uttaler at det er selskapets underliggende verdier som er utgangspunktet for vurderingen, men klassifiseringen av dette er ikke drøftet i utstrekning i rettspraksis omkring verdiberegning.<sup>437</sup> Variasjonsbredden i verdsettelsesprinsipper kan øke transaksjonskostnadene før avtaleinngåelse, spesielt når verdsettelsesprinsippene ikke er direkte overførbare til konvertible lån.

Forhandlingen mellom et selskap med stort finansieringsbehov, og en investor som kan tette finansieringsgapet kan slå uheldig ut dersom dette alene er avgjørende for verdsettelsen.<sup>438</sup>

---

<sup>435</sup> Se drøftelse av relevante dommer i punkt 5.2.3. Henviser til Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods), Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg) og HR-2016-1439-A (Bergshav Holding).

<sup>436</sup> NOU 1996:3 s. 122.

<sup>437</sup> *Truyen* (2008) s. 62-70.

<sup>438</sup> NOU 1996:3 s. 122.

Rasjonelle aktører vil søke å maksimere sin nytte, og dette kan lede til utilsiktede konsekvenser for interesseaktører som ikke er deltagende i forhandlingene omkring verdifastsettelse.<sup>439</sup> Samtidig kan etterfølgende aksjeeiere ha informasjon om utstedte lån når de fatter sin beslutning om å bli aksjeeiere. Slikt sett har de større vern enn eksisterende aksjeeiere. Dette kan lede til ytterligere kostnader ved at behovet for etterfølgende kontroll øker.

Kombinasjonen av betraktninger fra innløsningstilfellene og uttalelsene i forarbeidene kan tilsi at det er mulig å oppstille et verdsettelsesprinsipp også for de konvertible lånene. For aksjeselskaper utenfor regulerte markeder må det tas utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. En utstedelse av konvertible lån, kapitalforhøyelse eller en rettet emisjon kan videre gi inntrykk av at selskapet øker sine verdier og at aksjene derfor er mer verdt. Derfor bør det kunne vektlegges som moment ved verdifastsettelse ut over underliggende verdier. Utgangspunktet i NOU 1996:3 kan derfor ha noe for seg ved utstedelse av konvertible lån.

Hvorvidt dette er løsningen domstolene hadde landet på i sin vurdering av tilsvarende spørsmål er ikke klart. Utfordringen ved å trekke opp slike betraktninger er manglende rettspraksis omkring verdsettelse av konvertible lån, da saker om verdsettelse i konvertible låneavtaler ikke ennå har blitt avgjort i domstolssystemet.<sup>440</sup> Det kan tenkes at domstolen foretar en vurdering i lys av øvrige aksjeselskapsrettslige verdivilkår, som nevnt i oppgavens [kapittel 4](#), og mulig benytter uttalelsene i NOU 1996:3. Dersom det i tillegg er avtalefestet en konverteringskurs må denne også inkluderes i vurderingen. Likevel, uten rettspraksis som rettesnor, bør lovgiver gi tydeligere anvisning på en bedre fungerende løsning enn den nåværende. Dette vil redusere transaksjonskostnadene i forkant av avtaleinngåelsen og øke forutberegneligheten for alle interesseaktørgrupper. Det kan også sørge for et mer effektivt instrument da konfliktlinjene viskes ut. Resultatet er da en mer funksjonell regulering, med et standardisert verdsettelsesprinsipp.<sup>441</sup>

### **7.2.2. Rettighetshavers posisjon ved selskapets beslutninger**

I lys av lovgivers restriktivitet ved innføringen av finansielle instrumenter, og konvertible lån, er det noe uklart hvorfor spørsmålet om rettighetshavers stilling ikke er viet større oppmerksomhet. Rettighetshavere faller mellom to stoler sett i forhold til de aksjerettslig

---

<sup>439</sup> Eide og Stavang (2018) s. 53.

<sup>440</sup> Saker om konvertible lån har blitt avgjort, men da i spørsmål om skatterettslige konsekvenser av bruk av konvertible obligasjoner, og spesielt i relasjon til fritaksmetoden jf. eks. Rt. 2011 s. 1620.

<sup>441</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 292-293.

hensyn som gjør seg gjeldende, men også i aksjelovgivningen generelt. Under drøftelsen av rettighetshavers stilling i [kapittel 5](#) vises det til at lovens formulering i asl. § 11-2 (3) er relativt åpen ved bruken av flertallsformen «samme rettigheter». Ordlyden gir indikasjoner på at rettighetshavere kan gis tilsvarende rettigheter som aksjeeiere før konvertering, i spørsmål om angår aksjeeierinteresser ved ulike selskapsrettslige beslutninger. Særlig ved kapitalforhøyelser vil det kunne være av interesse for rettighetshaver at den får delta i kapitalforhøyelsen, slik at estimert prosentvis og verdimessig eierandel ved konvertering kan opprettholdes. Slike betraktninger er tilsvarende begrunnelse for aksjeeiernes fortrinnsrett ved eksempelvis kapitalforhøyelser, men også konvertible lån.<sup>442</sup> Standpunktet om rettighetshavers deltagelse i kapitalforhøyelser på lik linje som aksjeeierne opprettholdes også av *Aarbakke et. al.*<sup>443</sup> Muligheten for slik binding er et element som særpreger de registrerbare sammenlignet med de uregistrerbare konvertible lånene.

Det er nettopp den selskapsrettslige bindingsvirkningen som rettighetshaver kan oppnå, som vil kunne gi incentiver for at den registrerbare finansieringsformen benyttes. Risikoen forbundet med investeringen kan reduseres ved at rettighetshaver sikres en mulighet for å delta i selskapsforholdet ut over det som følger av en alminnelig kreditorposisjon før konvertering. Spørsmålet som påpekt i kapittel 5 er dermed hvilke muligheter rettighetshaver skal ha for å delta? Altså et det et spørsmål om omfanget av rettigheter som kan tildeles rettighetshaver.

Rettigheter ut over fortrinnsrett til tegning av aksjer samsvarer dårlig med systembetraktninger knyttet til øvrige aksjeeierinteresser, men kan være nødvendig for å opprettholde fleksibilitet i låneavtalen. Dette må ses i sammenheng med at transaksjonskostnadene ved frie forhandlinger vil være høyere, enn ved en mer presis regulering. Samtidig vil frie forhandlinger sørge for effektivitet ved at partene kan tilpasse avtalen til individuelle forhold. Dette er i tråd med lovgivers intensjoner ved innføring av konvertible lån, hvor det var avtalen som skulle gi vern for rettighetshaver.<sup>444</sup> Skal kun transaksjonskostnadene for selskapet legges til grunn, vil stort handlingsrom ved tildeling av rettigheter øke disse, og medføre at konvertible lån blir et mer kostbart instrument å benytte seg av. En økt sannsynlighet for høye kostnader og konflikter ved

---

<sup>442</sup> Asl. § 11-4.

<sup>443</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734.

<sup>444</sup> NUT 1970:1 s. 103.

frie forhandlinger og utforming, kan tilsi et behov for presisering.<sup>445</sup> Samtidig vil lovregulering og mindre handlingsrom være en kostnad i seg selv. Risikoen for høyere transaksjonskostnader gjelder spesielt i forholdet mellom prinsipalene, altså aksjeeierne, og agentene, styret. Forhandlinger som gjennomføres av styret for å sikre finansiering fjerner visse kontrollmekanismer for aksjeeierne, og agenten kan dermed øve større innflytelse ved sitt informasjonsfortrinn. Agentteorien og agentkostnader kan indikere behov for retningslinjer ved tildeling av rettigheter.

Rettsøkonomisk kan situasjonen mellom rettighetshaver og selskapet også analyseres i tråd med spillteori, hvor individuell atferd analyseres i situasjoner hvor det er samspill med andre spillere, altså i en sosial kontekst.<sup>446</sup> Ufullstendige kontrakter, slik som konvertible lån fremstår, åpner for at rasjonelle aktører/spillere kan maksimere sin profitt av avtalen ved forhandlinger.<sup>447</sup> Dette gir et effektivt utfall, men ikke nødvendigvis et Kaldor Hicks-effektivt utfall.<sup>448</sup> Det er ikke gitt at «taperen» av forhandlingene kompenseres tilstrekkelig av «vinneren» sin seier.<sup>449</sup> Taperen ved stort omfang av rettigheter for rettighetshaver vil være aksjeeierne, og spesielt minoritetsaksjeeierne. Denne tredjeparten til avtaleforholdet dekkes ikke direkte av spillteorien, og spørsmålet behøver derfor ytterligere analyse.

For rettighetshaver er regulering av ytterligere rettigheter særlig aktuelt av hensyn til symmetri i informasjonsflyten og muligheten for å forhindre økonomisk utvanning av egne verdier.<sup>450</sup> Dette er ikke ulikt de hensyn som aktualiseres på minoritetsaksjeeiernes hånd, men rettighetshaver har mindre effektive rettsmidler for å håndtere eventuelle krenkelser av sin rett. Det er også uklart om rettighetshaver gjennom låneavtalen har vern mot utvanning av en aksjeeierposisjon som den ikke ennå har inntatt ved en konvertering.<sup>451</sup> Rettighetshaver kan videre ikke fremsette ugyldighetssøksmål om generalforsamlingens beslutning, men kan fremsette erstatningskrav mot styret eller aksjeeiere.<sup>452</sup> Dette forutsetter imidlertid at rettighetshaver er utsatt for et økonomisk tap som følge av en beslutning fra generalforsamling eller styret.<sup>453</sup>

---

<sup>445</sup> Jensen og Meckling (1976) s. 308.

<sup>446</sup> Eide og Stavang (2018) s. 129.

<sup>447</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 4.

<sup>448</sup> Eide og Stavang (2018) s. 34 og Kolstad (2008) s. 426-427.

<sup>449</sup> Se drøftelse av ulike former for effektivitet i [delkapittel 7.1](#).

<sup>450</sup> Cooter og Ulen (2012) s. 297.

<sup>451</sup> Se drøftelse i [delkapittel 5.3](#).

<sup>452</sup> Asl. § 5-22 sml. § 17-1.

<sup>453</sup> Asl. § 17-1.



Dersom en på bakgrunn av øvrige aksjerettslige regler kun aksepterer fortrinnsrett, i tråd med standpunktet til *Aarbakke et. al.* og Justisdepartementet,<sup>454</sup> vil utøvelsen uansett fordre tilgang på informasjon om at den må utøves. Dette ved at rettighetshaver må varsles om beslutningen fra generalforsamlingen. Etter asl. § 10-1 (3) skal varslingen i utgangspunktet skje skriftlig, men kan også skje på en generalforsamling. Når lovgivningen tilsynelatende stenger for at det kan avtales stemmerett på generalforsamlingen, kan et kompromiss være møterett på generalforsamlingen, slik at den kan delta på møtet hvor slik tegning skjer.<sup>455</sup> En slik løsning kan bidra til å sikre symmetri i informasjonsflyten for avtalepartene, samtidig som rettighetshaver ikke trer over grensen til aksjeeier som bare kan utløses av et konverteringskrav.

Hvis det i lovgivningen er ønskelig at en rettighetshaver skal ha utvidede rettigheter på lik linje som aksjeeiere, krever dette betydelig endring av aksjelovgivningen. Er siktemålet heller at det er ønskelig at rettighetshaver opptrer som aksjeeier for enkelttilfeller, så kan dagens løsning fungere, men den fordrer at aktørene tolker lovgivningen i tråd med øvrige aksjerettslige regler. Rettsregler skal som nevnt fungere slik at adressatene tilskyndes å handle på en bestemt måte.<sup>456</sup> I gjeldende tilfelle er det ønskelige utfallet lavere transaksjonskostnader, reduksjon av konfliktsannsynlighet og dermed økt effektivitet. Det er ikke en effektiv løsning at reguleringen er uklar på hvilke rettigheter som kan bestemmes, og derfor åpner for resultater som kan lede til konflikter. Uten selskapsrettslige rettsmidler for rettighetshaver ved brudd på vilkårene for det konvertible lånet, er den overlatt til erstatningsregler og kontraktsretten.

Selv om aksjeeierne kan nyte godt av kapitaltilførselen fra en konvertibel låneavtale, så kan de ikke, på grunnlag av dagens lovgivning, gi rettigheter til rettighetshaver som tradisjonelt tilkommer aksjeeiere. Dette hverken ved en beslutning i generalforsamling eller ved tildeling av styrefullmakt. Aksjelovens system fremstår som den eneste begrensende faktor for den avtalefrihet som den vide formuleringen i asl. § 11-2 (3) nr. 10 legger opp til. Av denne grunn kan siktemålet om økt effektivitet og lavere transaksjonskostnader lettere oppnås fra lovgivers ståsted enn fra selskapenes. Lovgiver må forventes å ha bedre oversikt over lovens system enn selskapene, herunder styret og aksjeeierne selv. Ved å sørge for en tydeliggjøring av handlingsrommet for rettighetshavers stilling, kan risiko forbundet med nettopp dette vilkåret

---

<sup>454</sup> Aarbakke et. al. (2017) s. 734, under henvisning til jnr. 1297/94 E.

<sup>455</sup> Asl. § 4-2 om innføring i aksjeeierboken eller meldt registrering som krav for utøvelse av aksjeeierrettigheter.

<sup>456</sup> Kolstad (2008) s. 427.

reduseres i slik grad at instrumentet og dets virkninger får økt forutberegnelighet. Dette vil ikke redusere instrumentets fleksibilitet når lovsystemet for øvrig ville være til hinder for en svært utvidende tolkning og anvendelse av vilkåret.

### 7.2.3. Økonomisk utvanning ved konvertering

Selv om siktemålet ved utstedelsen av et konvertibelt lån for selskapet kan være størst mulig investering med en høy tegningskurs, vil realiteten ofte være at lånet utstedes med en tegningskurs som utgjør favørkurs. Som nevnt i [kapittel 6](#) vil dette kunne virke inn på minoritetsaksjeeiernes posisjon i slik grad at det aktualiserer spørsmål om myndighetsmisbruk. Løsningsalternativene er ikke åpenbare innenfor gjeldende regulering, og spørsmålet er derfor hvilke hensyn som er mest vektige. Knyttet til økonomisk utvanning tilsier hensynet til aktører som deltar i selskapets vinningsformål, altså aksjeeierne, at reguleringen bør bygges ut. Samtidig indikerer teknologiske oppstartsbedrifters særlige økonomiske og organisatoriske forhold at det bør gis et vidt handlingsrom og stor fleksibilitet til å velge de økonomiske rammer som kan tiltrekke nødvendige investorer.

At myndighetsmisbruksreglene aktualiseres i så stor grad som følge av enkelte lånevilkår, kan medføre vegring mot å utstede konvertible lån. Regulering som skal være *lex specialis*, bør ikke involvere andre regelsett som følge av lånevilkårene. Den nødvendige fleksibilitet vil i realiteten innskrenkes dersom andre regler må trekkes inn i etterkant av utstedelsen, noe som øker transaksjonskostnadene i kontrollfasen av avtaleinngåelsen. Dagens situasjon medfører at minoritetsaksjeeierne løpende må holde seg oppdatert på aksjenes verdi, etter uklare verdsettelsesprinsipper, for å avgjøre om tegningskursen medfører utvanning i slik grad at myndighetsmisbruksreglene aktualiseres.<sup>457</sup> Når slike regler settes i spill utvanningsproblematikken nettopp tilsi behov for økt vern av spesielt minoritetsaksjeeierne. Sett i lys av spillteorien som fremmet i forrige delkapittel, kan utvanning av aksjeeiersammensetningen vanskelig tenkes kompensert innenfor någjeldende aksjelovgivning. Alternativet er at minoritetsaksjeeiere, trolig kan rette ugyldighetssøksmål mot beslutningen.<sup>458</sup>

Fordi lovgiver har avstått fra å innføre et verdsettelsesprinsipp for aksjer i konvertible låneavtaler, gir det på mange måter uttrykk for at det er valgt en Pareto-effektiv løsning i

---

<sup>457</sup> Se drøftelse av utgangspunktene om utvanning i [kapittel 6](#).

<sup>458</sup> Asl. § 5-22.

avtaleforholdet. Altså at en får det bedre, på bekostning av en annen part.<sup>459</sup> Rettighetshaver med et informasjonsfortrinn og forhandlingsstyrke vil kunne tjene på reguleringen om økonomisk utvanning, på bekostning av spesielt minoritetsaksjeeierne, men også eksisterende kreditorer. Etterfølgende aksjeeiere og kreditorer som kommer til etter utstedelsen vil stille sterkere enn eksisterende. Beregning av egen posisjon er lettere for etterfølgende aktører, grunnet informasjonsfortrinnet. Dette er spesielt aktuelt hvor lånet er utstedt etter styrefullmakt, hvor det nettopp ikke stilles krav til angivelse av tegningskurs i generalforsamlingens beslutning om tildeling av styrefullmakt. Kostnadene som kreves for å utarbeide en avtale hvor det ikke vil skje noen form for økonomisk utvanning, vil ikke nødvendigvis være fruktbare, da instrumentet uten verdispekulasjon kan være mindre attraktivt.<sup>460</sup>

Systemet bærer preg av uklare vurderinger i spørsmål om økonomisk utvanning, også som følge av vanskeligheter for å fatte informerte beslutninger om verdifastsettelse.<sup>461</sup> En *ex ante*-regulering av konvertible låneavtaler som i sitt innhold tilsynelatende stenger for avtalerevisjon grunnet at etterfølgende omstendigheter er en del av avtalen, medfører også utfordringer ved transaksjonskostnader og effektivitet.<sup>462</sup> En grundig gjennomarbeidet vurdering av utvanningsproblematikken tar også tid, og det samme gjør den etterfølgende kontrollen som pålegges minoritetsaksjeeierne som subjekt for myndighetsmisbruksreglene. I ytterste konsekvens kan dette lede til at låneavtalen er ugyldig.<sup>463</sup>

Gjeldende regulering øker sannsynligheten for myndighetsmisbruk, sammenlignet med tidligere regulering hvor dette var begrenset med hensyn til sammenhengen mellom lånets størrelse og aksjekapitalen i selskapet. Slikt sett vil vedtakelse av en konvertibel låneavtale under styrefullmakt med tilhørende begrensning på låneopptaket i lys av aksjekapital være medvirkende til å forhindre økonomisk utvanning.<sup>464</sup> Dette må likevel ses i lys av at det ved denne vedtakelsesformen ikke føres kontroll med hvilke rettigheter som tilfaller rettighetshaver i generalforsamlingens beslutning om styrefullmakt.<sup>465</sup> I tråd med de betraktninger som er

---

<sup>459</sup> Kolstad (2008) s. 426-427.

<sup>460</sup> Jensen og Meckling (1976) s. 338.

<sup>461</sup> NUT 1970:1 s. 103-104. Det er ikke kommet til uttrykk i forarbeidene til bestemmelsen at det er tatt et aktivt valg om at rettighetshaver prioriteres foran minoritetsaksjeeierne fordi det leder til det overordnede formuerettslige formålet om verdiskaping.

<sup>462</sup> Fremstillingen avgrenser mot en drøftelse av avtalerevisjonsmuligheter etter avtl. § 36 for konvertible låneavtaler.

<sup>463</sup> Rettighetshaver vil da miste sin posisjon og selskapet må utføre sin tilbakebetalingsplikt.

<sup>464</sup> Asl. § 11-8 (3).

<sup>465</sup> Asl. § 11-8 (2).

trukket opp i kapittel 6 vil utvanning ved tegning til favørkurs etter styrefullmakt, lettere kunne lede til myndighetsmisbruk. Dagens regulering av styrefullmakt for utstedelse av et konvertibelt lån har enkelte fordeler, men likefremt klare ulemper. Graden av presisjon ved bruk av styrefullmakt bør derfor være høyere enn ved en beslutning fra generalforsamling, for å unngå nettopp myndighetsmisbruk.

Reduseres det økonomiske handlingsrommet ved utstedelse av konvertible lån, både etter generalforsamlingsbeslutning og styrefullmakt, så kan dette redusere hvorvidt finansieringsformen er effektiv. Forhandlingsmulighetene reduseres samtidig som transaksjonskostnadene svekkes. En investor har dermed svakere mulighet for avtaletilpasning som gir vilkår som er gunstige for den selv. Selskapet kan på denne måten miste nødvendig kapitaltilførsel. Skal risikoen for utvanning ha den virkning at lovgiver må ta en mer aktiv rolle i hensynsvurderingen, eller skal det være opp til aksjeeierne selv?

En løsning i tråd med någjeldende regulering er vilkårsstilling ved utstedelsen som kan motvirke utvanning.<sup>466</sup> Et alternativ er at rettighetshavers konverteringsrett begrenses til et visst antall aksjer som fordringen kan motregnes med. Løsningen blir da som det følgende; Er lånebeløpet større enn summen av konverteringskurs for aksjene kreditor har krav på, så må det overskytende betales tilbake til kreditor.<sup>467</sup> Dersom lånebeløpet er akkurat for lite til å dekke en aksje til, så kan det trolig avtales at kreditor får rett til å skyte inn det som overstiger lånesummen for å oppnå siste aksje, gjennom en tegningsrett.<sup>468</sup> Velges en løsning hvor rettighetshavers rabatt ved konverteringskurs ikke inntre før en viss tid er forløpt, vil det i større grad være transparens om graden av eierskap rettighetshaver trer inn i, dersom eksisterende aksjeeiere ønsker å verne om sine posisjoner. Økonomisk utvanning i form av prosentvis eierandel blir dermed mer forutberegnelig for eksisterende aksjeeiere.<sup>469</sup> Dette er om mulig den løsningen på økonomisk utvanning med de laveste transaksjonskostnadene ved utstedelse av lånet og etterfølgende kontroll.

Utenfor dagens regulering, kan det tenkes at det er adgang til revisjon av det konvertible lånet underveis i løpetiden, altså en *ex post*-regulering. Dette fordrer en mer aktiv lovgiverrolle, hvor

---

<sup>466</sup> Asl. § 11-2 (3) nr. 7.

<sup>467</sup> Andenæs (2016) s. 535.

<sup>468</sup> Andenæs (2016) s. 535.

<sup>469</sup> Dette drøftet i [kapittel 6](#).

lovgiver tar standpunkt til omstendigheter som kan medføre utvanning. Da kan en ved den fremtidige hendelsen, altså konvertering, fatte en beslutning om utvanningsgrad. Slik unngår man at aksjeeierne må ta stilling til et konkret beløp som kan ha uheldige konsekvenser for deres prosentvise og verdimessige eierandel i selskapet. Denne løsningen er likevel ikke ideell når det gjelder å skape incentiv for investorer. Det kan fremstå lite forutberegnelig at det overlates til en fremtidig aksjeeiersammensetning å avgjøre beløpet. Videre er denne løsningen mindre fleksibel enn dagens løsning, ettersom avtalepartene ikke kan beregne sine posisjoner underveis, da avtalerevisjon for fremtiden inntre.

Det kan også utenfor dagens regulering tenkes tilsvarende løsning som i asal. § 11-2 (3) nr. 5. Allmennaksjeselskapene kan sette en øvre og nedre grense for kursen. Slik kan aksjeeierne beregne sin utvanningsgrad, og det kan sikres et handlingsrom som ikke medfører at myndighetsmisbruk inntre. Hvis det kan garanteres at kursen som settes innenfor ytterpunktene ikke medfører tegning til favørkurs eller utvanning ved øvre kurs, så vil dette være en tilfredsstillende løsning. Uten slik garanti gir løsningen tilsvarende transaksjonskostnader som dagens regulering, samtidig som behovet for kontroll består.

For øvrig medfører utstedelse av lånet etter styrefullmakt og kravene som stilles til beslutningen om fullmakten, at minoritetsaksjeeierne i liten grad har mulighet til å føre kontroll og verne egne interesser. Skal vurderingen av utvanning overlates fullstendig til aksjeeierne, bør det kreves at de faktisk må gjøre en vurdering av spørsmålet, også ved styrefullmakt. Dette gir økt vern, og tetter smutthullet som dagens regulering åpner for. Forhøyede transaksjonskostnader i forkant av en styrefullmakt som varer i inntil to år,<sup>470</sup> kan øke minoritetsvernet og effektivitet, samtidig som transaksjonskostnadene i etterkant reduseres.

### **7.3. Avsluttende analyser og konklusjoner**

Jeg valgte å formulere problemstillingen i to ledd. Første del knyttet seg til dagens regulering av konvertible lån som aksjeselskaper kan bruke for å hente inn sårt tiltrengt kapital. Annen del stilte spørsmål ved om dagens regulering lar seg utnytte av teknologiske oppstartsbedrifter. I redegjørelsen for dagens regulering og bakgrunnen for denne blir det tydelig at konvertible lån ikke har en ideell utforming, i lys av de utfordringer som oppstår ved utstedelse, tegning og konvertering av nettopp slike lån. Overordnet leder lånets innebyggede funksjonalitet til en

---

<sup>470</sup> Asl. § 11-8 (3).

rekke særspørsmål som ikke besvares i lovtekst, forarbeider eller praksis. Dette gjelder spesielt spørsmål som oppstår der hvor lovteksten åpner for mer enn det som ellers aksepteres i aksjelovens regler, og hvor lovteksten ellers fremstår lite gjennomarbeidet.

Ønsker selskapene å benytte seg av et konvertibelt lån i dag, kan de gjøre det på to måter. Enten kan selskapet utstede konvertible lån etter reglene i asl. kapittel 11 I, eller så kan selskapet inngå en avtale om et uregistrerbart konvertibelt lån. Førstnevnte løsning krever at selskapet har kapital som dekker transaksjonskostnadene ved å utforme en dekkende låneavtale, som vil redusere risikoen for aktørene. Den andre løsningen er av betydelig høyere risiko, men har lavere transaksjonskostnader. En uregistrerbar låneavtale kan ta omtrent hvilken som helst form, men den binder ikke selskapet til en fremtidig kapitalforhøyelse. Uten lovgivningen som rettesnor er utformingen utenfor aksjeeiernes kontroll, de kan kun begrense sin risiko ved avstemningen om kapitalforhøyelse. På rettighetshavers side medfører en slik låneavtale betydelig risiko knyttet til konverteringsprosessen, men rettighetshaver vil i kreditorposisjonen uansett ha høyere prioritet ved konkurs enn aksjeeiere. Risikoen handler derfor mer om faren for avtalemislighold uten tvangsfullbyrdelsesadgang.<sup>471</sup>

Legges det til grunn et siktemål om at aksjelovgivningen skal beskytte aksjetegnere eller senere erververe, er den foretrukne løsningen et registrerbart konvertibelt lån.<sup>472</sup> Dette sikrer åpenhet om låneavtalen og mindre risiko for den fremtidige kapitalforhøyelsen. De fremsatte alternativene til dagens regulering tar nettopp utgangspunkt i slike risikobetraktninger.

Rasjonelle aktører vil søke å maksimalisere sin nytte og/eller sin investering.<sup>473</sup> Utenfor den preseptoriske lovgivningen vil ubalanse i maktforholdet mellom en kunnskapsrik og ressurssterk investor, og et lite aksjeselskap, derfor kunne ha store implikasjoner. Det fremstår ikke som en tilfredsstillende løsning å fullstendig overlate selskapene til den alminnelige kontraktsretten, når det er mulig å utforme et mer effektivt og presist instrument, hvor fleksibiliteten ivaretas.. Når øvrige selskapskreditorer kan være skadelidende som følge av stor avtalefrihet som innvirker på dekningsobjektet for kreditorenes fordringer, kan i det ytterste

---

<sup>471</sup> Tvangsloven hjemler trolig ikke adgang til tvangsgjennomføring av konvertering jf. tvangsloven § 13-1 flg. jf. HR-2023-782-U. En mulig innfallsvinkel kan være tvangsfullbyrdelse av stemmerettsforpliktelser i en aksjonæravtale, men det er ikke åpenbart om dette er mulig. Tvangsloven hjemler for øvrig salg av det finansielle instrumentet (aksjer eller konvertible lån) om det er registrert i en verdipapirsentral jf. tvangsloven kapittel 10 II § 10-4 til § 10-6.

<sup>472</sup> Synspunktet fremmes blant annet av T. Bråthen (2022) s. 86.

<sup>473</sup> Eide og Stavang (2018) s. 53.

konsekvens medføre ytterligere utfordringer med å hente inn fremmedkapital.<sup>474</sup> Rettsøkonomien kan gi klare bidrag til hvilke løsningsalternativer, både innenfor og utenfor gjeldende regulering, som kan medvirke til at nettopp alle aktører kan maksimalisere sin nytte. Klarere retningslinjer og reduserte transaksjonskostnader kan sørge for nødvendig sikkerhet ved utstedelse av konvertible lån. Det er likevel ikke gitt at det kan utformes en vedvarende løsning på de nevnte problemstillingene, da finanssektoren er i stadig endring.<sup>475</sup> Likevel bør lovgiver forsøke å være i forkant av fremtidige utfordringer.

Skal norske teknologiske oppstartsbedrifter organisert som aksjeselskaper kunne utnytte konvertible lån til det fulle, bør deler av reguleringen presiseres. Alternativene som fremsettes i [delkapittel 7.2](#), gir en indikasjon på hvordan balanseringen mellom restriktivitet og fleksibilitet kan sørge for minimering av konflikter, ved at interesseaktørene oppnår økt forutberegnelighet. Forutberegneligheten virker ikke direkte inn på hvor fleksibelt instrumentet er da den knytter seg til uklare vilkår som kan ha uheldige konsekvenser. Konfliktreducerende mekanismer, sparer både tid og utgifter i forhandlingsfasen, samt i fasen etter avtaleinngåelse.

Om siktemålet er at flere selskaper skal kunne bidra til samfunnsøkonomisk verdiskaping, er det sentrale at de gode ideene kan få tilgang på nødvendig kapital. Investorer må overbevises i større grad enn aksjeeierne. Selv om risikoen på mange måter er like stor for begge grupper, slår den annerledes ut for investoren. En tydeliggjøring av risikofordelingsmulighetene vil bevisstgjøre selskap og investor om utfordringer som kan oppstå, slik at avtalen kan skreddersys virksomheten. For etterfølgende erververe og kreditorer er det en klar fordel at lånet er registrert i Foretaksregisteret, og siktemålet med reguleringen bør være at dette forekommer i størst mulig grad. Uregistrerbare konvertible lån er ikke en fullgod løsning for selskapene, da de selskapsrettslige bindingsvirkningene ikke er til stede. Flexibiliteten ved uregistrerbare lån bør heller bygges inn i lovreguleringen, slik at risiko reduseres for både minoritetsaksjeeierne og en mulig, fremtidig rettighetshaver. En jevnere balanse mellom interesseaktørene er mulig, men det krever både bevissthet om konsekvenser og klargjøring av hvilke siktemål lovreguleringen søker å oppnå.

---

<sup>474</sup> Dette må ses i lys av de vanskeligheter oppstartsbedrifter har med å hente inn fremmedkapital som følge av lav kontantstrøm og ellers utfordringer med sikkerhetsstillelse for lånekapital.

<sup>475</sup> Jacobsen (2006) s. 240.





# Litteraturliste

## Litteratur

### *Bøker, bokkapitler og lovkommentarer*

- Aarbakke et. al. (2017) Magnus Aarbakke, Asle Aarbakke, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Jan Skåre, «Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave». 4. utgave, Oslo: 2017.
- Andenæs (2007) Mads Henry Andenæs, «Selskapsrett», Oslo: 2007.
- Andenæs (2016) Mads Henry Andenæs, «Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper», 3. utgave, redigert av Ole Andenæs, Stig Berge og Margrethe Buskerud Christoffersen, Oslo:2016
- Andersen (2006) Paul Krüger Andersen, Shareholder conflicts – Problems and solutions, i «Shareholder Conflicts», red. Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog, København: 2006, fra s. 27-49.
- Andersson (2008) Jan Andersson, Creditors and company law – Do we discuss one area of the law and pretend to be ignorant of another? i «Company law and Finance», redigert av Paul Krüger Andersen og Karsten Engsig Sørensen, København: 2008, s. 151-166.
- Augdahl (1959) Per Augdahl, «Aksjeselskapet efter norsk rett» 3. utgave, Oslo: 1959

- Boye og Dahl (1997) Knut Boye og Gunnar A. Dahl, Verdssettelsesmodeller, i «Verdssettelse i teori og praksis», Oslo:1997, s. 3-38.
- T. Bråthen (2022) Tore Bråthen, «Selskapsrett» 7. utgave, Oslo: 2022.
- T. Bråthen (1996) Tore Bråthen, «Personklausuler i aksjeselskaper», Oslo: 1996.
- Beswick (2001) Simon Beswick, «Buying and Selling Private Companies and Businesses», 6. utgave, London:2001.
- Cooter og Ulen (2012) Robert Cooter og Thomas Ulen, «Law & Economics» 6. utgave, Boston: 2012.
- De Spiegeleer, Schoutens, Van Hulle (2014) Jan De Spiegeleer, Wim Schoutens, Cynthia Van Hulle, «The Handbook of Hybrid Securities», Hoboken:2014.
- Eide og Stavang (2018) Erling Eide og Endre Stavang, «Rettsøkonomi» 2. utgave, Oslo:2018.
- Gierke (1868) Otto Von Gierkes, «Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung» Berlin:1868.
- Hill og McDonnell (2012) Claire A. Hill og Brett H. McDonnell, Introduction: The evolution of the economic analysis of corporate law, i «Research Handbook on the Economics of Corporate Law», Northampton: 2012, s. 1-17.

- Jacobsen (2006) Christen Boye Jacobsen, Conflicts in company law: the role of the legislator, i «Shareholder conflicts» red. Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Rolf Skog, København: 2006, s. 217-240.
- Koller et. al. (2015) Tim Koller, McKinsey & Company Inc., Marc Goedhart og David Wessels, «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies», 6. utgave, Hoboken:2015.
- Matre (2012) Hugo P. Matre «Gjeld og renter» Bergen: 2012.
- Mättä (2010) Kalle Mättä, Law and Economics from Lawyer's Point of View, i Law and Economics: Essays in honour of Erling Eide, red. Erik Røsæg, Hans-Bernd Schäfer og Endre Stavang, Oslo: 2010 s. 131-153.
- McCormick og Creamer (1987) Roger McCormick og Harriet Creamer, «Hybrid Corporate Securities», London: 1987.
- Mæhle og Aarli (2022) Synne Sæther Mæhle og Ragna Aarli, «Fra lov til rett» 3. utgave, Oslo: 2022.
- Posner (2014) Richard A. Posner, «Economic Analysis of Law» 9. utgave, New York: 2014.
- Renner (2021) Moritz Renner, Theory of the Corporation, i «New private law theory» Cambridge (2021), s. 360-368.
- Schanze (2006) Erich Schanze, What is Law and Economics Today? A European View, i «New Frontiers of

Law and Economics» red. Peter Nobel, Zurich:2006 s. 99-113 på s. 105

Sæbø (2003)

Rune Sæbø, «Motregning», Bergen:2003.

Truyen (2021)

Filip Truyen, *Selskapsrettslig direktekrav*, i «Med ære og samvittighet -Festskrift til Magnus Matningsdal» (2021), s. 737-749.

Tvarnø (2021)

Christina D. Tvarnø, Hva koster juraen? i «De juridiske metoder – 10 bud» redigert av Mikkel Jarle Christensen, Janne Rothmar Herrmann, Jakob v. H. Holtermann og Mikael Rask Madsen, København: 2021, s. 189-213, på s. 196.

Woxholth (2021)

Geir Woxholth, «Selskapsrett», 7. utgave, Oslo:2021.

Woxholth (1997)

Geir Woxholth, «Lovavdelingens tolkningsuttalelser – Supplementsutgave 1992-1995» Oslo: 1997.

### ***Doktorgradsavhandlinger***

G. Bråthen (2013)

Gina Bråthen, «Kapitalforhøyelse i henhold til styrefullmakt», Oslo: 2013.

Truyen (2004)

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

Woxholth (2014)

Jannik Woxholth, «Aksjonæravtaler», Bergen: 2014.

### *Artikler i tidsskrifter*

- Coase (1937) Ronald Coase, The Nature of the Firm, i «Economica» (1937) vol. 4 Issue 16 s. 386-405.
- Core, Guay og Rusticus (2006) John E. Core, Wayne R. Guay og Tjomme O. Rusticus, Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns, i «The Journal of Finance» vol. LXI nr. 2, April 2006 s. 655-687.
- Fondevik (2013) Tord Fondevik, Oppkjøp av teknologibedrifter, i «Tidsskrift for forretningsjus» 2013, s. 267-319.
- Grundman (2002) Stefan Grundman, Regulatory Competition in European Company Law – Some Different Genius?, i Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Eddy Wymeersch (eds.), «Capital Markets in the Age of the Euro», Haag/ London/New York 2002 s. 561 flg.
- Hart og Moore (1999) Oliver Hart og John Moore, Foundations of Incomplete Contracts, i «The Review of Economic Studies» (1999) s. 115-138.
- Jensen og Meckling (1976) Michael C. Jensen og William H. Meckling, Theory of the firm, publisert i «The Journal of Financial Economics» vol. 3 1976, s. 306-360.
- Kolstad (2008) Olav Kolstad, Rettsøkonomi i juridisk argumentasjon, i «Tidsskrift for rettsvitenskap» 2008, s. 393-441.

- Myklestad (2017) Johannes Meyer Myklestad, Praktiske innfallsvinkler til forsvarlighetsvurderingen av egenkapital og likviditet i aksjeselskaper, publisert i «Jussens Venner» 2017, s. 45-65.
- Ruohonen, Vahtere og Jaakkola (2022) Janne Ruohonen, Veikko Vahtere og Annu Jaakkola, The abolishment of the minimum share capital requirement for private limited liability companies in Finland, i «Nordisk Tidsskrift for Selskabsret» vol. 4 2022, punkt 1.
- Schwencke (2003) Hans Robert Schwencke, Grensen mellom egenkapital og gjeld i norsk regnskapsrett, i «Nordisk Tidsskrift for Selskabsret» 2003 vol.1. fra s. 41-52 på s. 43.
- Skar (2019) Henrik Skar, Omgåelse i aksjeselskapsretten, i Tidsskrift for rettsvitenskap, vol 132, utg. 3-4 (2019), s. 296-306.
- Solomon et. al (2021) Shelby J. Solomon, Joshua S. Bendickson, Matt R. Marvel, William C. McDowell og Raj Mahto, Agency theory and entrepreneurship: A cross country analysis, i «Journal of Business Research» 122 (2021) s. 466-476.
- Truyen (2003) Filip Truyen, Norway Seafoods-dommen: Et signal om bedre minoritetsvern? i «Nordisk Tidsskrift for Selskabsret» 2003 s. 343-356.
- Truyen (2004) II Filip Truyen, Likhetsprinsippet i art. 42 i det annet selskapsdirektiv, i «Tidsskrift for rettsvitenskap» 2004, s. 580-592.

Truyen (2008)

Filip Truyen, Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen? «Nordisk Tidsskrift for Selskabsret» 2008 s. 62-70.

## **Lover, forskrifter og forarbeider**

### *Norske lover og forskrifter*

Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper

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

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

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap mv. (regnskapsloven)

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

Lov 21. juni 2002 nr. 34 om forbrukerkjøp (forbrukerkjøpsloven)

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

Lov 15. juni 2018 nr. 40 om opphavsrett til åndsverk mv. (åndsverkloven)

Lov 18. juni 2021 nr. 99 om virksomheters åpenhet og arbeid med grunnleggende menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold (åpenhetsloven)

Forskrift 24. august 2017 nr. 1277 om de ansattes rett til representasjon i aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers styre og bedriftsforsamling mv.

### ***Forarbeider***

NUT 1970:1 *Innstilling til lov om aksjeselskaper*

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

NOU 1992:29 *Lov om aksjeselskaper*

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

NOU 1996:3 *Ny aksjelovgivning*

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

Prop. 148 L (2010-2011) *Endringer i aksjeloven*

Prop. 111 L (2012-2013) *Endringer i aksjelovgivningen*

NOU 2016:22 *Aksjelovgivning for økt verdiskaping*

Prop. 112 L (2016-2017) *Endringer i skatte- avgifts- og tollovgivninga*

### **Rettspraksis**

#### ***Høyesterettspraksis***

Rt. 1995 s. 46 (Nimbus)

Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods)

Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg)

Rt. 2010 s. 306 (Hempel)

Rt. 2011 s. 1620



HR-2016-1439-A (Bergshav Holding)

HR-2018-570-A

HR-2023-782-U

### ***Utenlandske lover***

*Sverige*

Aktiebolagslagen (2005:551)

*Danmark*

LBK nr. 9 af 09/01/2002 Lov om  
aktieselskaber

Lov nr. 378 af 22/05/1996 om  
anpartsselskaber.

### ***Traktater***

Konsolidert utgave av Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsområde [TEUV], EFT C 202, 7. juni 2016.

### ***Utredninger, rapporter og statistikk***

Gudmund Knudsen, «Forenkling og modernisering av aksjeloven», skrevet etter oppdrag fra Justis- og politidepartementet, Oslo: 2011

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe av 4. november 2002.

Rapport fra Refinitiv, 31. desember 2020. Fremstilt i Credit Suisse Investment Partners, «The case for convertible bonds» (23. 02. 2023)

Petter Osmundsen, «Verdsetting av oljeselskaper – Implikasjoner for selskapsatferd», SNF-rapport nr. 21/02, Bergen: 2002. (08.05.2023).

*Annet*

Det norske akademis ordbok, «<https://naob.no/ordbok/rammevilk%C3%A5r>» (20.11.2022)

Kunngjøringsfremstillinger om konvertible lån fra Brønnøysundregistrene - Foretaksregisteret

<https://w2.brreg.no/kunngjoring/index.jsp>

<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6ceafb5d-d0a8-4b32-8cbf-65bef1696c49>

(26.05.2023)