

KONVERTIBLE LÅNS SAMMENSATTE KARAKTER
SÆRLIG MED HENBLIKK PÅ SPØRSMÅL KNYTTET TIL
SELSKAPSVEDTAKET OG TVUNGEN KONVERTERING

KANDIDATNUMMER: 165216

ANTALL ORD: 14918

VEILEDER: HENRIK GARMANN

INNHOLDSFORTEGNELSE

1	INNLEDNING	1
1.1	Oppgavens tema	1
1.2	Oppgavens problemstilling og videre fremstilling	1
1.3	Selskapsrettslig vurdering av finansieringsinstrumentet	2
1.4	Karakteristiske trekk ved et konvertibelt lån	3
1.5	Hvorfor benyttes konvertible obligasjonslån?	4
1.6	Rettskildesituasjonen	6
1.7	Begrepsbruk	6
2	SÆRLIGE SPØRSMÅL KNYTTET TIL SELSKAPSVEDTAKET	7
2.1	Innledning	7
2.2	Vilkårene for å kunne kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet	7
2.2.1	Innledning	7
2.2.2	Eventuelle betingelser for at retten til konvertering skal utløses	8
2.2.3	Vederlaget for de aksjer som utstedes av selskapet	8
2.2.3.1	Fordringens pålydende	8
2.2.3.2	Forbud mot utstedelse av aksjer til underkurs	9
2.2.3.3	Kan lånet tas opp i utenlandsk valuta?	9
2.2.4	Fastsettelsen av den pris fordringshaveren må betale for den enkelte aksje ved konvertering av lånet	11
2.2.4.1	Innledning	11
2.2.4.2	Hvilket organ har kompetansen til å fastsette konverteringskursen	11
2.2.4.3	Faktorer av betydning for konverteringskursen	11
2.2.4.4	Ulike måter å fastsette konverteringskursen på	12
2.2.4.4.1	Innledning	12
2.2.4.4.2	Fast konverteringskurs	12
2.2.4.4.3	Variabel konverteringskurs	12
2.2.4.4.4	Justeringsmekanismer for konverteringskursen	13
2.3	Konverteringsfristen	14
2.3.1	Rettslig utgangspunkt	14
2.3.2	Kan det inntas mekanismer som legger til rette for en forlengelse av konverteringsfristen?	15
2.4	Fordringshaverens rettsstilling ved selskapsrettslige disposisjoner i låneperioden	15
2.4.1	Innledning	15
2.4.2	Bestemmelsens rettslige innhold	16
2.4.3	Aktuelle bestemmelser i låneavtalen til vern av fordringshaverens stilling ...	17
2.4.3.1	Innledning	17
2.4.3.2	Bestemmelse som begrenser selskapets rett til å utdele utbytte	17
2.4.3.3	Bestemmelse som begrenser nytegnede aksjonærers utbyttmuligheter	18
2.4.3.4	Fordringshaverens stilling ved fusjon eller fisjon	19
2.4.4	Fordringshaveren kan tilstå aksjonærrettigheter	19
2.4.4.1	Innledning	19
2.4.4.2	Fortrinnsrett til aksjer	20
2.4.4.3	Stemmerett på generalforsamlingen	20
2.4.4.4	Er fordringshaveren rettighetssubjekt etter reglene om myndighetsmisbruk?	21

2.4.5	Fordringshaverens rettsmidler ved selskapets brudd på dets avtalerettslige forpliktelse	23
2.4.5.1	Innledning	23
2.4.5.2	Er en selskapsbeslutning i strid med det som er fastsatt i låneavtalen selskapsrettslig ugyldig?.....	23
2.4.5.3	Kan fordringshaveren få dom for sitt krav på utstedelse og tegning av aksjer?	24
3	RETTE TIL Å KREVE FORDRINGEN KONVERTERT TIL AKSJER I SELSKAPET	25
3.1	Frivillig konvertering - aksjelovgivningens utgangspunkt	25
3.2	Tvungen konvertering	25
3.2.1	Innledning.....	25
3.2.2	Er det i norsk rett adgang til å utstede et konvertibelt lån hvor fordringshaveren kan bli forpliktet til å konvertere fordringen til aksjer?	26
3.2.3	Kan selskapet tilstå retten til å kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet?.....	26
3.2.3.1	Innledning	26
3.2.3.2	Tilsier formålet med bestemmelsen og hensynet til avtalepartene at avtalefriheten må innskrenkes?	27
3.2.3.3	Vil en konverteringsrett for selskapet være rettslig problematisk for selskapets aksjonærer?	28
3.2.3.4	Rettstilstanden i dansk og svensk rett	30
3.2.3.4.1	Innledning	30
3.2.3.4.2	Dansk rett.....	30
3.2.3.4.3	Svensk rett	31
3.2.3.5	Avslutningsvis	32
4	KILDER	34
	Litteratur.....	34
	Lov	34
	Forarbeider.....	35
	Rettspraksis	35
	Svensk lov og forarbeider.....	35
	Dansk lov	35
	Relevant praksis.....	35

1 INNLEDNING

1.1 Oppgavens tema

Etter stiftelsen vil det i et aksjeselskaps levetid normalt oppstå ulike situasjoner hvor det er behov for å få tilført selskapet ny kapital. Tilførsel av kapital kan i én situasjon være nødvendig for at selskapet skal kunne betjene eksisterende gjeld og overleve, mens det i en annen situasjon kan være nødvendig for selskapets videreutvikling og ekspansjon.

Ved siden av egen inntjening er det særlig to måter et selskap kan finansieres på; egenkapital og fremmedkapital. For det første kan aksjeselskapet finansieres ved å foreta en forhøyelse av aksjekapitalen. Ved en kapitalforhøyelse tilbys selskapets eksisterende aksjonærer eller utenforstående, å kjøpe nyutstedte aksjer. Selskapet blir tilført kapital (i form av kontantinnskudd eller tingsinnskudd) som tilføres selskapets egenkapital. For det andre kan selskapet finansieres ved å inngå avtaler om lån av ulik beskaffenhet. Dette kan være ordinære lån, tradisjonelle banklån eller obligasjonslån hvor flere långivere tegner seg for en andel av lånet. Kapitalen som tilføres selskapet betegnes som fremmedkapital.

Det hører sjeldenheten til at selskaper er selvfinansierende, og som en konsekvens av dette må selskaper i utstrakt grad gjøre bruk av ekstern finansiering. Med aksjeloven av 1976 søkte lovgiver å imøtekomme selskapenes finansieringsbehov ved å lovfeste finansieringsformer som var nye etter nordisk standard, men velkjente ellers i verden.¹ Finansieringsformen som blant annet ble lovfestet var konvertible lån.

Konvertible lån er en form for finansiering som i seg har trekk som er felles med så vel selskapets egenkapital og fremmedkapital. Det karakteristiske med konvertible lån er at de i utgangspunktet betegnes som fremmedkapital, men at de senere kan gå over til å bli egenkapital. Finansieringsformen kan således sies å være en form for finansiering som står mellom tradisjonell finansiering i form av kapitalforhøyelse og finansiering i form av lån.

1.2 Oppgavens problemstilling og videre fremstilling

Oppgavens problemstilling er konvertible låns sammensatte karakter med et særlig henblikk på spørsmål knyttet til selskapsvedtaket og tvungen konvertering. Et konvertibelt lån er et finansieringsinstrument av sammensatt og kompleks karakter. Innledningsvis vil det derfor først gjøres rede for instrumentets rettslige karakter og virkeområde. I oppgavens hovedpunkt 2 vil det reises en rekke problemstillinger som knytter seg til selskapets vedtak om opptak av lånet. Endelig, i oppgavens hovedpunkt 3 vil den særskilt interessante problemstillingen; hvorvidt det i norsk rett er adgang til å utstede et konvertibelt lån hvor selskapet tilstås retten til å konvertere fordringen til aksjer i selskapet, såkalt tvungen konvertering, drøftes.

For øvrig vil oppgaven avgrenses mot skatterettslige problemstillinger.²

¹ NUT-1970-1 innstilling til lov om aksjeselskaper (heretter Innst. 1970) del I, kap. 1 s. 39, og del V, kap. 6 s. 102

² Særskilt temaet den skatterettslige behandlingen av konvertible lån og fritaksmetoden har vært debattert i juridisk teori.

1.3 Selskapsrettslig vurdering av finansieringsinstrumentet

Konvertible lån som finansieringsinstrument for selskaper er hjemlet i aksje- og allmennaksjeloven § 11-1 første ledd. Bestemmelsen lyder slik:

"Et aksjeselskap kan ved avtale om lån gi fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning".³

Bestemmelsen gir for det første uttrykk for at det må foreligge en *"...avtale om lån"*. Formuleringen tilsier at det må foreligge en kontraktsrettslig bindende avtale om ytelse av et lån. Ut over dette oppstiller bestemmelsen ikke krav til avtalens innhold, og det gis i forarbeidene uttrykk for at partene har alminnelig avtalefrihet når det kommer til fastsettelsen av rammen for låneavtalen.⁴ Dette innebærer at det er overlatt til selskapet og långiver å fastsette lånets størrelse, og til å forhandle seg frem til lånets rente og løpetid.

Til tross for formuleringen i bestemmelsen er det ingen tvil om at lånet kan være ytet av én til flere fordringshavere. Bestemmelsen oppstiller heller ingen krav til formaliseringen av avtalen. Det er således ingen forutsetning at lånet knyttes til et mengdegjeldsbrev.⁵ Den alminnelige oppfatningen er at det heller ikke er nødvendig å knytte det til et enkelt gjeldsbrev.⁶

Videre gis det i bestemmelsen uttrykk for at lånet gir *"...fordringshaveren rett til å kreve aksjer utstedt"*. Formuleringen tilsier at fordringshaveren har en utstedelsesrett, hvilket innebærer at han har rett til å kreve at selskapet skal foreta en kapitalforhøyelse hvor det utstedes nye aksjer (opsjon). Dette elementet skiller et konvertibelt lån fra en ordinær låneavtale. Elementet gjør det finansielle instrumentet til et mer sammensatt finansieringsinstrument.

Fordringshaveren har en rett til å tegne de nye aksjene som utstedes *"...mot at fordringen nyttes til motregning"*. Det er dette alternativet i bestemmelsen som medfører at fordringen er *"konvertibel"*. Aksjene som utstedes tegnes ved at fordringshaveren motregner sin fordring på selskapet. Selskapet utsteder altså aksjer mot å bli kvitt en forpliktelse. Utstedelsesretten sammen med tegningsretten omtales i praksis som fordringshaverens *"call-opsjon"*. Alternativt gir bestemmelsen uttrykk for at fordringshaveren kan foreta et *"...innskudd i penger"*. Dette klassifiseres som en *"warrant"*. Forskjellen mellom de to instrumenter er at fordringshaveren i det første tilfellet frafaller sin fordring og blir aksjonær, mens fordringshaveren i det andre tilfellet fortsatt har sin fordring i behold samtidig som han har blitt aksjonær i selskapet.

³ Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (heretter asl.) § 11-1. Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (heretter asal.) § 11-1. Bestemmelsene i de to lovene er identiske.

⁴ Ot.prp.nr.19 (1974-1975), kap. 4, pkt.4.5, s. 64

⁵ Ot.prp.nr.19 (1974-1975), kap. 4, pkt.4.5, s. 61

⁶ Ot.prp.nr.19 (1974-1975), kap. 4, pkt.4.5, s. 64 forutsetter at det utstedes enkelt gjeldsbrev. Loven oppstiller imidlertid kun krav om låneavtale. Både Andenæs, Mads Henry, Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper, 2.utgave, Oslo 2006 s. 543 (heretter Andenæs) og Aarbakke, Magnus mfl., Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave, 2. utgave 2004 s. 723 (heretter Aarbakke mfl.) gir uttrykk for at dette er tilstrekkelig.

Det er selskapets generalforsamling, med et flertall som for vedtektsendringer, som har myndighet til å fatte beslutning om opptak av et konvertibelt lån.⁷ Generalforsamlingen er på beslutningstidspunktet også forpliktet til å fastsette vilkårene for fordringshaverens utstedelses- og tegningsrett.

Aksjelovgivningen oppstiller en rekke vilkår som generalforsamlingsbeslutningen skal inneholde.⁸

Årsaken til at beslutningsmyndigheten er tillagt generalforsamlingen, og at generalforsamlingsbeslutningen skal angi lovgivningens oppstilte vilkår, er at et konvertibelt lån ikke bare er et ordinært lån, men også et lån som tilstår fordringshaveren en rett til å bli aksjonær i selskapet. Ved konvertering av lånet vil det skje en forhøyelse av aksjekapitalen og en endring av vedtektene. For at det ikke skal skje en uthuling av aksjelovgivningens regler om kapitalforhøyelse, må beslutningsmyndigheten av den grunn være tillagt generalforsamlingen.

1.4 Karakteristiske trekk ved et konvertibelt lån

Et konvertibelt lån er et finansieringsinstrument som består av to elementer. For det første består det av et ordinært lån som utstedes av selskapet. Det karakteristiske ved denne situasjonen er at fordringshaveren på lik linje med øvrige fordringshavere vil være ordinær kreditor i selskapet. I motsetning til en aksjonær i selskapet som har tegnet seg og skutt inn egenkapital, vil fordringshaveren ha fordeler i form av at han har krav på at den avtalte rente på lånet skal betales selv om selskapet ikke gir overskudd, og ved en eventuell likvidasjon skal långiveren som øvrige fordringshavere ha dekning foran selskapets aksjonærer.⁹ For det andre består instrumentet av en utstedelsesrett og en tegningsrett for fordringshaveren. Ved å benytte seg av denne retten vil fordringen motregnes mot aksjer i selskapet til en fastsatt konverterings-/tegningskurs, og fordringshaveren vil således bli aksjonær i selskapet.

Et konvertibelt lån omtales ofte som et instrument av hybrid karakter hvor et derivatelement er innebygget i obligasjonen.¹⁰ Instrumentets hybride karakter kan forklares med at det er en mellomform for finansiering, som i seg selv har trekk som er felles med så vel selskapets egenkapital og fremmedkapital. Instrumentet har også et derivatelement, i form av at lånet gir fordringshaveren en rett til å kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet mot å betale en fastsatt pris på hver enkelt aksje som utstedes. Prisen omtales som konverteringskursen og er ett av de vilkår generalforsamlingen er forpliktet til å ta stilling til på beslutningstidspunktet.

I de tilfeller hvor det konvertible lånet er gjort som et obligasjonslån, vil fordringshaveren for øvrig, i tillegg til å ha krav på renter og tilbakebetaling, ha en avledet verdi på selve obligasjonen i obligasjonsmarkedet. Som jeg skal komme nærmere inn på nedenfor vil obligasjonens kursutvikling – altså verdien av lånet ved et eventuelt videresalg – i låneperioden, i tillegg til ordinære forhold som påvirker en obligasjons verdi, være avhengig av aksjenes markedsverdi i forhold til den konverteringskurs fordringshaveren må betale for hver enkelt aksje som utstedes av selskapet. Kort sagt

⁷ Aksjelovgivningens § 11-2 første ledd. I følge aksjelovgivningens §§ 11-8 og 11-9 kan generalforsamlingen beslutte å tildele styret fullmakt til å treffe beslutning om opptak av konvertible lån som nevnt i § 11-1.

⁸ Asl. § 11-2 tredje ledd og asal. § 11-2 andre ledd.

⁹ Innst. 1970. del V, kap. 6, s. 102

¹⁰ Se veiledende uttalelse fra Sentralskattekontoret for storbedrifter: Konvertible obligasjoner og fritaksmetoden s. 1.

utgjør disse kursmekanismer et spekulasjonsmoment for obligasjonseieren. I teorien kan han økonomisk sett nyte en aksjonærs fordeler før han i det hele tatt rettslig sett har blitt aksjonær.¹¹

I praksis er det også ofte slik at lånet blir utstedt med det vilkår at det skal være ansvarlig lånekapital.¹² Fordringshaveren har som følge av dette vedtatt at dens krav på tilbakebetaling ved en eventuell konkurs, har prioritet bak selskapets øvrige fordringshavere. Fordringshaveren har imidlertid prioritet foran selskapets aksjonærer.¹³ Lånet vil da også på denne måten stå i en mellomstilling mellom fremmedkapital og egenkapital.

1.5 Hvorfor benyttes konvertible obligasjonslån?

Andenæs uttalte i 2006 at konvertible obligasjonslån som middel til kapitalanskaffelse *"...ikke har vært noen stor suksess i Norge"*.¹⁴ Fire år senere er situasjonen en annen, og i skrivende stund ser det ut til at instrumentet igjen er "i vinden". Store norske selskaper slik som, Renewable Energy Corporation ASA (REC) og Marine Harvest ASA, har utstedt slike obligasjonslån. REC utstedte den 13. oktober 2009 et konvertibelt obligasjonslån pålydende EUR 320 millioner. Meget nylig, den 3. mars 2010, utstedte Marine Harvest ASA et konvertibelt obligasjonslån pålydende EUR 225 millioner.¹⁵

Fra selskapers ståsted kan konvertible obligasjonslån blant annet være hensiktsmessig dersom de befinner seg i oppstartsfasen, eller de befinner seg i en situasjon hvor fremtidsutsiktene er usikre og driften således er risikopreget. Med mindre markedet fullstendig har mistet troen på selskapet, vil det etter forholdene, ved bruk av et konvertibelt lån, kunne hente kapital til bedre vilkår, herunder en lavere rente og færre begrensninger i dets handlefrihet, enn ved bruk av et ordinært lån. Årsaken til at en fordringshaver er villig til å yte et lån på gunstigere vilkår for låntaker enn et ordinært lån, er den verdi som ligger i konverterings-/tegningsretten. Sammenliknet med et ordinært lån er det også av stor betydning for selskapet, at den utestående fordringen i løpet av lånets løpetid kan konverteres til egenkapital i selskapet. Særlig av betydning er det også at den konvertering som senere vil kunne initieres av fordringshaveren, vil innebære en utstedelse av aksjer på vilkår som er mer gunstige enn de vilkår selskapet kunne oppnådd dersom det i stedet hadde valgt å foreta en nyemisjon på lånets utstedelsestidspunkt. Selskaper som befinner seg i oppstartsfasen eller befinner seg i en situasjon hvor fremtidsutsiktene er usikre, vil som regel måtte sette en emisjonskurs lavere enn aksjenes markedsverdi dersom de velger å hente kapital ved en tradisjonell nyemisjon. Kursen fordringshaveren må betale for utstedelsen av aksjer ved konvertering av lånet, vil på den annen siden normalt settes høyere enn aksjenes markedsverdi på tidspunktet for utstedelsen av obligasjonen. Det konvertible obligasjonslånets lavere rente sammenliknet med et ordinært lån, samt en konverteringskurs som er mer gunstig for selskapets aksjonærer enn hva en emisjonskurs ville vært på utstedelsestidspunktet for lånet, gjør et konvertibelt lån til et attraktivt finansieringsinstrument for selskaper.¹⁶

¹¹ Andenæs s. 551 og 564

¹² Ansvarlig lånekapital – Subordinated loans. Se for eksempel REC ASA, ISIN: NO 0010543457 (Stamdata)

¹³ Se lov 8. juni nr. 59 om fordringshaverens dekningsrett § 9-7 nr. 2

¹⁴ Andenæs s. 551

¹⁵ REC ASA, ISIN: NO 0010543457. Marine Harvest ASA, ISIN: NO0010565807 (Stamdata)

¹⁶ Innst. 1970, del V, kap. 6, s. 103. Se også Mattsson, Nils, Nya former for aktiebolagens finansieringsformer, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1976 s. 204-205 (heretter Mattsson)

Sett fra selskapets ståsted kan en ytterligere gunstig faktor sies å være at det er grunn til å anta at bruken av konvertible lån vil innbære færre interessekonflikter mellom selskap og kreditor. Årsaken til dette er at fordringshaveren i et konvertibelt lån ikke bare har en kreditorinteresse begrenset til selskapets solvens, men også en interesse som omfatter en fremtidig aksjonærposisjon. Det er dermed grunn til å anta at fordringshaveren, i større grad enn en ordinær kreditor, vil godta større risiko i selskapets forretningsstrategi og dermed gi selskapet større handlefrihet enn en ordinær kreditor vil.

Det som kan gjøre konvertible obligasjonslån attraktive sett fra et långiver- eller investorsynspunkt, er både den potensielle gevinst som ligger i retten til å konvertere lånet til aksjer i låntaker og obligasjonens markedsverdi. Som allerede nevnt settes normalt konverteringskursen høyere enn aksjenes markedsverdi. Dersom selskapet har en positiv utvikling vil aksjenes markedsverdi stige. Fra det tidspunkt hvor aksjenes markedsverdi overstiger konverteringskursen har fordringshaveren en oppfordring og mulighet, i kraft av konverteringsretten, til å erverve aksjer i selskapet til en konverteringskurs lavere enn aksjenes markedspris. Fordringshaveren vil således kunne erverve aksjer direkte i selskapet mot et lavere vederlag, og ta del i den videre verdistigningen i selskapet som aksjonær.

Ut over konverteringsretten har fordringshaveren også en potensiell gevinst i form av obligasjonslånets markedsverdi. Så lenge markedsverdien på aksjene er lavere enn konverteringskursen, har konverteringsretten ingen større betydning for obligasjonenes markedsverdi. På dette tidspunktet kan allmennheten erverve aksjer direkte i selskapet mot et lavere vederlag. Av sentral betydning for obligasjonens markedsverdi på dette tidspunkt er den eventuelle forskjellen mellom renten i det konvertible obligasjonslånet og det alminnelige rentenivået. Dersom det alminnelige rentenivået stiger vil det medføre at kursen på det konvertible obligasjonslånet synker, mens en reduksjon i rentenivået vil medføre at kursen på obligasjonslånet stiger. Videre vil det virke positivt inn på det konvertible obligasjonslånets markedsverdi dersom aksjenes markedsverdi stiger og lånets gjenværende løpetid er av en viss lengde. Som alternativ til å benytte seg av konverteringsretten kan fordringshaveren teoretisk sett innkassere en gevinst ved å selge obligasjonen til en verdi som er større enn fordringens pålydende.

Kursmekanismene som i korthet er presentert innebærer naturligvis en fordel sett fra et långiversynspunkt. Plassering av midler i et konvertibelt obligasjonslån vil for øvrig også yte fordringshaveren større sikkerhet enn ved direkte plassering i aksjer. I tiden før konvertering er nemlig fordringshaveren likestilt med en ordinær kreditor, med krav på rente og tilbakebetaling av lånet. Fordringshaveren er således beskyttet mot store kursfall og tap, ettersom han sitter med en ordinær fordring. I tillegg vil ikke obligasjonens markedsverdi falle tilsvarende som aksjenes markedsverdi. Til sammenlikning med investering i aksjer kan det dermed argumenteres for at en konvertibel obligasjon er en tryggere form for investering i et selskap hvor fremtiden fremstår som noe mer usikker.¹⁷

¹⁷ Mattsson s. 206-208

1.6 Rettskildesituasjonen

Konvertible lån som finansieringsinstrument for aksjeselskaper ble første gang lovfestet med aksjeloven av 1976.¹⁸ I dag er aksjelovgivningen delt opp i aksje- og allmennaksjeloven av 1997, og det er i hver av lovene betydelige endringer i systematikk og formuleringer fra aksjeloven av 1976. Den rettslige reguleringen av konvertible lån er i dag å finne i aksjelovgivningens §§ 11-1 og 11-2. Bestemmelsene er identiske i de to lovene, og lovene har felles forarbeider. Det er ikke foretatt store realitetsendringer i loven siden 1976,¹⁹ hvilket innebærer at det er en stor mengde forarbeider som fungerer som autoritative rettskildefaktorer for spørsmål loven ikke gir noe klart svar på.

Forarbeider som vil stå sentralt i denne avhandlingen er Innstilling 1970 om lov om aksjeselskaper, Ot.prp.nr.19 (1974-1975) Aksjeselskaper, NOU 1992:29 Lov om aksjeselskaper, Ot.prp.nr.36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskaper, NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning og Ot.prp.nr.23 (1996-1997) Om lov om aksje og allmennaksjeselskaper. Bestemmelsen må også sees i sammenheng med 2. selskapsdirektiv art.25 nr.4, jf nr.1-3.

Det foreligger per dags dato ikke rettspraksis knyttet til instrumentet.

Sentral juridisk teori er Andenæs, Mads Henry, Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper, 2. utgave, Oslo 2006 og Aarbakke, Magnus mfl., Aksjeloven og Allmennaksjeloven Kommentartutgave, 2. utgave, Oslo 2004 og Mattsson, Nils, Nya former för aktiebolagens finansiering, Tidskrift för Rettsvitenskap, Oslo 1976. For øvrig er problemstillinger knyttet til konvertible lån sparsomt behandlet i juridisk teori.

Som følge av at Aksjeloven av 1976 kom til etter et nordisk rettssamarbeid, og formålet med rettssamarbeidet var nordisk rettsenhet, vil det i tilknytning til visse problemstillinger sees hen til rettstilstanden i dansk og svensk aksjelovgivning for klargjøring av den norske rettstilstanden.

For øvrig er det i tilknytning til enkelte problemstillinger i oppgaven vært nødvendig å studere prospekter og låneavtaler for konvertible lån. Norsk Tillitsmann ASA har i denne sammenheng gitt meg fri tilgang til Stamdata. Avtalene har begrenset rettskildemessig verdi, qua kutyme/sedvane. Enkelte klausuler vil bli benyttet som eksempler på hvordan et konvertibelt obligasjonslån reguleres i praksis.

1.7 Begrepsbruk

Selskapet – låntaker, utsteder av aksjer

Långiver – fordringshaver

Aksjelovgivningen – aksje- og allmennaksjelovens bestemmelser er i stor grad identiske. I de tilfeller de er identiske vil det i denne oppgaven være henvist til aksjelovgivningen.

¹⁸ Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskap (heretter Aksjeloven av 1976) § 5-1

¹⁹ Aksjeloven av 1976 § 5-1 oppstilte en begrensning på låneavtalen ved at aksjekapitalen kun kunne forhøyes med inntil det halve. Partene har i dag alminnelig avtalefrihet, jf Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) kap. XIII, pkt. 3.3.3, s. 113 og NOU 1992:29 del II, pkt 7.3.3, s. 127

2 SÆRLIGE SPØRSMÅL KNYTTET TIL SELSKAPSVEDTAKET

2.1 Innledning

I aksjelovens § 11-2 tredje ledd og allmennaksjelovens § 11-2 andre ledd stilles det opp en rekke preseptoriske vilkår som generalforsamlingen skal ta stilling til på tidspunktet for beslutningen om utstedelsen av lånet. Årsaken til at lovgivningen krever at generalforsamlingen skal ta stilling til disse, er at fordringshaveren vil kunne kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet uten ytterligere beslutning av generalforsamlingen. Et konvertibelt lån kan dermed sies å være et unntak fra lovens alminnelige regler om kapitalforhøyelse ved nytegning, og for at det ikke skal skje en uthuling av disse bestemmelser er reglene gitt tilsvarende anvendelse på tidspunktet for utstedelsen av lånet.²⁰

Aksjelovgivningens § 11-6 andre ledd gir uttrykk for at meldingen til Foretaksregisteret skal inneholde opplysninger om beløpet aksjekapitalen kan forhøyes med og konverteringsfristen.²¹ Kravet til opplysninger suppleres for øvrig av foretaksregisterloven § 5-1. Virkningen av at generalforsamlingsbeslutningen ikke tilfredsstiller lovens vilkår er at låneopptaket ikke vil bli registrert og avtalen vil således ikke tre i kraft.²²

Det vil i det følgende foretas en nærmere redegjørelse av de preseptoriske vilkår som er av størst kompleksitet, og som er av størst betydning for selskapets og rettighetshavers rettslige stilling i lånets løpetid. Vilklårene som blir redegjort for er felles for de to typer av selskap.

2.2 Vilklårene for å kunne kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet

2.2.1 Innledning

I aksjelovgivningen gis det uttrykk for at generalforsamlingsbeslutningen skal angi de;

*“...vilkår for å kunne kreve aksjer utstedt, herunder hva som skal ytes for de nye aksjene”.*²³

Formuleringen tilsier at generalforsamlingen, i beslutningen om å utstede lånet, skal fastsette vilklårene som skal gjelde for at fordringshaveren skal kunne kreve lånet konvertert til aksjer i selskapet. Dette innebærer at generalforsamlingen for det første må ta stilling til hvorvidt konverteringsretten skal være betinget eller ubetinget i lånets løpetid. Videre må det fastsettes hvilket vederlag rettighetshaveren skal yte for aksjene som utstedes. I denne sammenheng må det tas stilling til hvorvidt fordringshaveren skal ha rett på et visst antall aksjer ved konvertering av lånet, eller om det på konverteringstidspunktet kun skal foretas en omregning av fordringen til aksjer ved å dividere fordringens pålydende med konverteringskursen. Konverteringskursen, altså den pris fordringshaveren må betale for hver enkelt aksje, må også fastsettes i denne prosessen. Selskapet og fordringshaveren har alminnelig avtalefrihet når det kommer til fastsettelsen av vilklårene for konvertering.

²⁰ Asl. § 11-2 tredje ledd, jf første ledd, og Asal. § 11-2 andre ledd, jf første ledd

²¹ Se asl/asal henholdsvis § 11-2 tredje ledd nr.1,7 og 8 og § 11-2 andre ledd nr.1,8 og 9.

²² Lov 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak § 5-1 og § 5-2

²³ Asl. § 11-2 tredje ledd nr. 7 og Asal. § 11-2 andre ledd nr. 8.

2.2.2 Eventuelle betingelser for at retten til konvertering skal utløses

Fordringshaveren kan for det første tilstås en ubetinget rett til å fremsette kravet om konvertering innenfor den frist som gjelder for konverteringsretten.²⁴ I for eksempel låneavtalen for det konvertible obligasjonslånet utstedt av Marine Harvest ASA den 3. mars 2010, er det i konverteringsvilkårene i avtalens punkt 13.1 fastsatt at fordringshaverne/obligasjonseierne kan utøve sin rett til å kreve aksjer utstedt i hele konverteringsfristens løpetid.²⁵

I praksis er det imidlertid også vanlig å utforme vilkårene for konvertering slik at det først settes en periode hvor fordringshaveren ikke kan konvertere lånet til aksjer. I denne perioden er selvsagt også selskapet avskåret fra å kunne innløse lånet. Deretter følger en periode hvor selskapet fremdeles er avskåret fra å kunne innløse lånet, men fordringshaveren gis rett til å konvertere og således tegne aksjer i selskapet. Endelig kommer en siste periode hvor både fordringshaveren kan konvertere, og selskapet kan innløse lånet. Dersom selskapet i denne perioden fatter en beslutning om å innløse lånet, gis fordringshaveren vanligvis en siste mulighet til å vurdere om han ønsker å benytte seg av retten til å konvertere lånet til aksjer før lånet eventuelt blir innløst.²⁶

2.2.3 Vederlaget for de aksjer som utstedes av selskapet

2.2.3.1 Fordringens pålydende

Ved konverteringen av fordringen ytes lånets pålydende, eventuelt med tillegg av påløpte/ikke betalte renter, som vederlag for de nye aksjene som utstedes. Fordringshaveren er i utgangspunktet berettiget til å motta det hele antall aksjer som fremkommer ved å dividere fordringens pålydende med konverteringskursen. Partene har imidlertid alminnelig avtalefrihet til å fastsette antallet aksjer vederlaget skal gi rett til. Dette innebærer at partene kan fastsette at et visst beløp av den totale fordringens pålydende skal gi rett til én eller flere aksjer ved konvertering. Et praktisk eksempel er rammen for Marine Harvest ASAs konvertible obligasjonslån fastsatt av selskapets aksjonærer på ekstraordinær generalforsamling. I generalforsamlingsbeslutningen gis det uttrykk for et maksimalbeløp for lånets pålydende, og at antall aksjer som kan utstedes ved konvertering av fordringen ikke kan overstige 440 millioner.²⁷

Dersom situasjonen er slik at det ikke er fastsatt en begrensning på antall aksjer som kan utstedes, og fordringens pålydende overstiger summen av konverteringskursen på de aksjene som utstedes, vil det overskytende lånebeløp i forhold til det maksimale antall aksjer som fordringen gir dekning for bli tilbakebetalt til fordringshaveren. Alternativt kan generalforsamlingen trolig beslutte at långiveren har rett til å betale inn et så stort beløp at dette, sammen med lånebeløpet, gir rett til en ytterligere aksje. Den sistnevnte aksjen vil da bli tegnet ved bruk av en kombinasjon av lån med rett til å konvertere lånet til aksjer (konvertibelt lån) og lån med rett til å kreve aksjer utstedt mot innskudd i penger (warrant).

²⁴ Fristen for å benytte seg av konverteringsretten vil bli redegjort for i oppgavens pkt. 2.3

²⁵ Marine Harvest ASA, del. 13. pkt 13.1, ISIN: NO0010565807 (Stamdata)

²⁶ Mattsson, s. 228, Andenæs s. 547

²⁷ Oslo Børs, Newsweb, MeldingsID:248638

Den alminnelige oppfatningen er at aksjelovgivningen ikke avskjærer en adgang for partene til å benytte seg av en slik kombinasjonsordning av de to instrumentene i aksjelovgivningens kapittel 11.²⁸

2.2.3.2 Forbud mot utstedelse av aksjer til underkurs

Forbudet mot utstedelse av aksjer til underkurs er et grunnprinsipp om at aksjeinnskuddet ikke kan være lavere enn aksjenes pålydende. Prinsippet kommer til uttrykk i aksjelovgivningens § 2-12 første ledd første punktum, og tanken med det har tradisjonelt sett vært at innbetalingen skal fungere som dekningsobjekt for selskapets fordringshavere.

Forbudet mot utstedelse av aksjer til underkurs innebærer at pålydende av de aksjene som utstedes ved konvertering, ikke kan være av en verdi som er større enn den forpliktelse som hviler på selskapet.²⁹ Dersom situasjonen skulle være slik at pålydende av de aksjene som utstedes er av en større verdi enn pålydende av den fordring som hviler på selskapet, er imidlertid loven ikke til hinder for at fordringshaveren på konverteringstidspunktet foretar en innbetaling som medfører at aksjene utstedes til pålydende verdi.³⁰

Videre er den alminnelige oppfatning at forbudet mot utstedelse av aksjer til underkurs ikke utelukker konvertering dersom fordringens reelle verdi for fordringshaveren (obligasjonens markedsverdi) er lavere enn aksjenes pålydende. Fordringens reelle verdi for fordringshaveren vil eksempelvis påvirkes av det alminnelige rentenivået og selskapets betalingsevne. Fordringen som hviler på selskapet vil imidlertid være konstant gjennom lånets løpetid, og således hele tiden være verdt så mye som den lyder på. Det alminnelige forbudet mot tegning til underkurs kommer kun til anvendelse dersom aksjenes pålydende er høyere enn fordringens pålydende på selskapet.³¹

2.2.3.3 Kan lånet tas opp i utenlandsk valuta?

Det følger av aksjelovgivningens § 10-2 første ledd nr. 1 at det ved ordinær kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer er adgang til å gjøre *"...innskudd med andre eiendeler enn penger"*. Begrepet *"penger"* skal forstås som norske kroner.³² Dette betyr at det ved ordinær kapitalforhøyelse er adgang til å gjøre innskudd med andre eiendeler enn norske kroner, og at utenlandsk valuta således vil karakteriseres som tingsinnskudd.

I verken aksjelovgivningens § 11-1 eller § 11-2 gis det uttrykk for hva som kan fastsettes i beslutningen angående det lån fordringshaveren yter selskapet. Sett i lys av § 11-1 første ledd andre alternativ (*"warrants"*) hvor det uttrykkes at fordringshaver kan kreve utstedt aksjer mot *"...innskudd i penger"*, ser det ut til at bestemmelsen bygger på en forutsetning om at vederlaget ikke kan være noe annet enn penger.³³ Riktignok er det en henvisning i aksjelovgivningens § 11-7 tredje ledd til reglene om innskudd i kapittel 10, men det er ingen direkte henvisning til reglene om innskudd i annet enn penger i § 10-2. For øvrig tilsier også rent praktiske hensyn at ved anvendelse av slike finansieringsinstrumenter bør

²⁸ Aarbakke mfl. s. 727-728 og Andenæs s. 546-547

²⁹ Aksjelovgivningens § 11-7 tredje ledd, jf § 2-12

³⁰ Aarbakke mfl. s. 728

³¹ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 57

³² Aarbakke mfl. s. 122

³³ Aksjelovgivningens § 11-1 første ledd

vederlaget være penger.³⁴ Partene ser dermed ut til å være avskåret fra å kunne fastsette at vederlaget skal være tingsinnskudd, hvilket taler mot at lånet kan ytes i utenlandsk valuta.

Som nevnt i innledningen skiller imidlertid en "warrant" seg fra et konvertibelt lån ved at fordringshaveren i en "warrant" beholder sin fordring på selskapet samtidig som han foretar et innskudd i selskapet mot å bli aksjonær. Dette tilsier at formuleringen i § 11-1 første ledd kun kan tas til inntekt for at selve innskuddet må være i norske kroner. Formuleringen kan dermed ikke sies å være til hinder for at selve lånet som ytes er i utenlandsk valuta.

Oppfatningen i praksis ser også ut til å være at loven ikke er til hinder for at lånet ytes i utenlandsk valuta. For å tilfredsstille lovens krav om at selve innskuddet skal være i norske kroner, inntas det i låneavtalen en omregningsmekanisme som tas i bruk på konverteringstidspunktet.³⁵

To særskilt interessante spørsmål reiser seg imidlertid i denne sammenheng. Det konvertible obligasjonslånet har potensielt sett en løpetid på fem år.³⁶ På utstedelsestidspunktet er selskapet forpliktet til å melde til Foretaksregisteret det beløp aksjekapitalen *kan* forhøyes med.³⁷ Dette beløpet setter begrensninger for det beløp aksjekapitalen på konverteringstidspunktet *skal* forhøyes med.³⁸ Første spørsmålet er hvordan partene sikrer seg mot at endringer i valutaens verdi, ved omregning av fordringen til norske kroner, påvirker forholdet mellom det beløp aksjekapitalen *kan* og *skal* forhøyes med.

Et praktisk eksempel er rammen for Marine Harvest ASAs konvertible obligasjonslån fastsatt av selskapets aksjonærer på ekstraordinær generalforsamling. I generalforsamlingsbeslutningen gis det uttrykk for at konverteringen av fordringen på selskapet maksimalt kan representere en økning i aksjekapitalen på 330 millioner norske kroner. Selskapet har altså unngått denne potensielle problemstillingen ved å fastsette en klar ramme for det konvertible obligasjonslånets potensielle aksjekapitalforhøyelse.³⁹ Løsningen sørger også for at valutaendringer ikke får betydning for fordringshaverens forventede aksjonærposisjon.

Videre reiser spørsmålet seg hvilket tidspunkt – tegningstidspunktet for lånet eller konverteringstidspunktet – skal være gjeldende for den valutakurs som settes ved omregningen, dersom partene mot formodning har unnlatt å innta en omregningsmekanisme i låneavtalen.

I forarbeidene til gjeldsbrevlovens § 7 første ledd, som er en bestemmelse som kan anvendes analogisk på pengefordringer som ikke er gjeldsbrev, gis det uttrykk for at dersom debitor velger å betale fordringen i fremmed valuta skal omregningen skje etter verdien på valutaen på betalingsdagen.⁴⁰ Prinsippet i bakgrunnsretten kan således sies å tale for at omregningen av lånet til norske kroner skal

³⁴ Tilsvarende oppfatning, se Andenæs s. 547 og Aarbakke mfl. s. 728

³⁵ Eksempelvis Marine Harvest ASAs konvertible obligasjonslån. Lånet lyder på EUR 225 millioner Omregningsmekanisme i del. 13, pkt. 13.7. ISIN:NO0010565807 (Stamdata)

³⁶ Se asl. § 11-2 tredje ledd nr. 8 og asal. § 11-2 andre ledd nr. 9. Se også oppgavens pkt. 2.3

³⁷ Aksjelovgivningens § 11-6 andre ledd andre punktum

³⁸ Aksjelovgivningens § 11-7 første ledd

³⁹ Se note 26

⁴⁰ Bergsåker, Trygve, Pengekravsrett, 1. utgave, 6. opplag, Oslo 2002, s. 309

skje etter valutakursen på konverteringstidspunktet og ikke etter valutakursen på tidspunktet for tegningen av lånet. Valutakursen på konverteringstidspunktet er for øvrig også det gjeldende tidspunkt for omregningen av fordringen til norske kroner i praksis. Se eksempelvis det konvertible obligasjonslånet utstedt av Marine Harvest ASA.⁴¹

2.2.4 *Fastsettelsen av den pris fordringshaveren må betale for den enkelte aksje ved konvertering av lånet*

2.2.4.1 Innledning

Prisen fordringshaveren må betale per aksje som utstedes ved utøvelse av konverteringsretten omtales som konverteringskursen. Konverteringskursen er et sentralt punkt i låneavtalen og spørsmål slik som; hvilket organ har kompetansen til å fastsette kursen, hvilke faktorer har betydning for fastsettelsen av kursen, på hvilke måter kan kursen fastsettes, og hvorvidt og hvordan inntrufne omstendigheter i perioden fra lånet tegnes til konverteringsretten benyttes har betydning for endringer av konverteringskursen, er sentrale i denne sammenheng.

2.2.4.2 Hvilket organ har kompetansen til å fastsette konverteringskursen

Som påpekt ovenfor er generalforsamlingen tillagt kompetansen til å utforme vilkårene for rettighetshaverens rett til å konvertere.⁴² Selskapets aksjonærer må således fatte en beslutning om den pris fordringshaveren skal betale for hver enkelt aksje som utstedes. Dette betyr at generalforsamlingen er avskåret fra å overlate fastsettelsen av konverteringskursen til styrets skjønn. I bestemmelsens forarbeider gis det imidlertid uttrykk for at generalforsamlingen kan nøye seg med å fastsette de elementer som skal være avgjørende for kursen som settes, f. eks, at kursen skal avhenge av rentenivået på et bestemt sted til en bestemt tid.

Lovgiver begrunner den avskårede delegasjonsadgangen med hensynet til en grundig og forsvarlig saksbehandling. Riktignok gis det uttrykk for at det i noen tilfeller vil være ønskelig å få utlagt lånet raskt, og at det i praksis ofte er styret som fastsetter lånevilkårene. Lovgiver finner imidlertid behovet for en grundig saksbehandling vedrørende utstedelsen av et slikt instrument avgjørende, og argumenterer for at innkallelsen til generalforsamling vil sørge for at opplysninger rundt styrets forslag til lånevilkår blir spredt til selskapets aksjonærer, og forslaget vil således kunne bli gjenstand for kritikk.⁴³ I praksis er imidlertid situasjonen slik at konvertible obligasjonslån stort sett utstedes av store kommersielle selskaper hvor selskapenes generalforsamling normalt består av en rekke aksjonærer med ulik bakgrunn. Konverteringskursen utarbeides derfor som oftest av enten kompetente personer i selskapenes styre, eller, og kanskje mest vanlig, av eksterne finansielle rådgivere utpekt av styret.⁴⁴

2.2.4.3 Faktorer av betydning for konverteringskursen

Ved fastsettelsen av den pris fordringshaveren må betale for hver enkelt aksje som utstedes, er ulike faktorer av betydning. Aksjenes markedsverdi i en periode før fastsettelsen av konverteringskursen er helt klart av betydning for den konverteringskurs som settes. Aksjenes markedsverdi er igjen påvirket av

⁴¹ Se note 35

⁴² Asl. § 11-2 tredje ledd og asal. § 11-2 andre ledd.

⁴³ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s. 64

⁴⁴ Marine Harvest ASAs konvertible obligasjonslån er tilrettelagt av bl.a. ABG Sundal Collier. Se note 47

en rekke faktorer slik som den alminnelige konjunkturutviklingen og ulike forventinger til selskapets fremtid.⁴⁵ For eksempel vil etterspørselen etter varer og tjenester øke i oppgangstider, og selskapet vil som følge av dette øke inntjeningssevnen. Tillitten og forventningene til selskapet vil bedres og et direkte resultat av dette er at aksjenes markedsverdi stiger. Nedgangstider vil kunne føre til svekket inntjeningssevne, hvilket vil kunne medføre det motsatte, nemlig at aksjenes markedsverdi vil synke. Konverteringskursen bør uansett settes slik at den reflekterer verdiene i selskapet, samtidig som den er et incentiv for långiver til å tegne seg for lånet.

2.2.4.4 Ulike måter å fastsette konverteringskursen på

2.2.4.4.1 Innledning

Konverteringskursen kan fastsettes på ulike måter. Kursen kan være fast slik at den ikke endres gjennom lånets løpetid, den kan være variabel med hensyn til endringer i aksjenes markedsverdi og den kan også endres i forhold til selskapsrettslige disposisjoner foretatt i tiden fra lånet ble utstedt til konverteringsretten eventuelt blir benyttet.

Som nevnt innledningsvis bør imidlertid konverteringskursen settes høyere enn aksjenes markedsverdi på utstedelsestidspunktet. Dersom konverteringskursen settes tilnærmet lik aksjekursen allerede på tidspunktet hvor lånet tegnes, vil det kunne være fordelaktig for obligasjonseierne å konvertere umiddelbart.⁴⁶ En slik konverteringskurs vil være lite hensiktsmessig for selskapet da den vil frata instrumentet dets fordelaktige karakter.⁴⁷ For øvrig vil de alminnelige misbruksprinsipper og likhetsprinsippet i selskapsretten, i prosessen med fastsettelsen av konverteringskursen, verne minoriteten mot en utvanning av deres selskapsandeler ved bruk av en for lav konverteringskurs eller såkalt "favørkurs".

2.2.4.4.2 Fast konverteringskurs

Ved bruk av en fast konverteringskurs vil prisen fordringshaveren må betale for hver enkelt aksje ved konvertering, ikke endre seg gjennom lånets løpetid. Praksis i Norge og andre land viser at kursen vanligvis fastsettes innenfor en ramme på 20 til 40 % over aksjenes markedsverdi på tidspunktet for etableringen av lånet. I for eksempel det konvertible obligasjonslånet utstedt av Marine Harvest ASA den 3. mars 2010, ble konverteringskursen satt 30 % over den volumvektede gjennomsnittlige aksjekursen på selskapets aksjer på Oslo Børs i tiden fra annonsering til utstedelse av lånet.⁴⁸

2.2.4.4.3 Variabel konverteringskurs

Alternativt kan det i låneavtalen fastsettes at konverteringskursen skal justeres i tråd med verdiutviklingen på selskapets aksjer i lånets løpetid. En kursjustering fullstendig i takt med endringene i

⁴⁵ Mattson, s. 226

⁴⁶ Mattsson, s. 205.

⁴⁷ Se pkt. 1.4

⁴⁸ Marine Harvest ASA del 1, s. 3, ISIN: NO0010565807 (Stamdata) Se også:

<http://www.marineharvest.com/en/Investor1/Press-releases/2010/Marine-Harvest-announces-the-pricing-for-its-convertible-bond-offering/>

aksjenes markedsverdi er imidlertid ikke ønskelig, da dette vil kunne frata instrumentet dets egenart i form av å ha et spekulasjonselement.

Ved bruk av variabel konverteringskurs kan forholdet være regulert slik at dersom aksjenes markedsverdi etter en viss tid overstiger konverteringskursen satt på utstedelsestidspunktet, skal kursen justeres med en viss prosentandel av selve verdistigningen. Situasjonen på utstedelsestidspunktet kan for eksempel være at aksjenes markedsverdi er 130 kroner, mens konverteringskursen er 150 kroner. Dersom markedsverdien på aksjene overstiger 150 kroner, skal det etter en viss periode foretas en forhøyelse av konverteringskursen tilsvarende 50 % av verdistigningen på aksjene. Dersom aksjenes markedsverdi har steget til 200 kroner forhøyes konverteringskursen fra 150 kroner til 175 kroner. Fra det tidspunkt hvor aksjenes markedsverdi tilsvarer konverteringskursen har fordringshaveren dermed en klar oppfordring om å benytte seg av konverteringsretten. Han vil da kunne tegne seg til en gunstig kurs og således ta del i den videre kursutviklingen.

Et slikt incentiv for fordringshaveren til å benytte seg av konverteringsretten er også gunstig sett fra selskapets ståsted. Selskapet og dets aksjonærer på sin side vil nemlig ha et ønske om at fordringshaveren erverver aksjer i selskapet til en pris tilsvarende markedsverdi for de aksjene som utstedes. Forutsetningen for bruken av slik variabel konverteringskurs er imidlertid at aksjenes markedsverdi temmelig nøyaktig kan fastsettes.⁴⁹ Børsnoterte selskaper har dermed gode forutsetninger for å kunne anvende en variabel konverteringskurs.

2.2.4.4.4 Justeringsmekanismer for konverteringskursen

Ut over de ulike måter å fastsette konverteringskursen på, vil det i låneavtalen vanligvis være inntatt justeringsmekanismer for konverteringskursen. En del av de faktorer som vil bli bestemmende for konverteringsrettens verdi, vil nødvendigvis være usikre, og som nevnt innledningsvis innebærer dette at det er et visst spekulasjonselement ved disse lån.

Verdien av den konverteringsrett fordringshaveren besitter er i stor grad avhengig av forholdet mellom fordringens konverteringskurs og aksjenes markedsverdi. Dette er faktorer selskapet i noen grad er herre over, og som påpekt i forarbeidene vil for eksempel ekstraordinære utbyttebetalinger, kapitalforhøyelser, særlig kapitalforhøyelser uten innskuddsplikt og kapitalnedsettelse, føre til at kursen på selskapets aksjer trykkes.⁵⁰ For da å unngå at selskapet handler i strid med de forutsetninger låneavtalen bygger på, er det hensiktsmessig at partene inntar slike justeringsmekanismer slik at verdien av konverteringsretten opprettholdes også ved slike omstendigheter.

Selskapet kan eksempelvis i lånets løpetid foreta en fondsemisjon som verken innebærer at selskapet blir tilført ny kapital eller at selskapet blir kvitt gjeld, men som innebærer at aksjekapitalen forhøyes.⁵¹ Dette er en ren regnskapspostering, hvor det skjer en overføring fra selskapets overkursfond eller frie egenkapital til selskapets aksjekapital, som i praksis innebærer en utvanning av aksjekapitalen. Resultatet av aksjekapitalforhøyelsen kan enten være at antallet nye aksjer emisjonen representerer fordeles på selskapets aksjonærer eller at aksjenes pålydende endres. En slik disposisjon vil ha direkte

⁴⁹ Mattsson, s. 227

⁵⁰ Innst. 1970, del V, kap. 6, s. 103

⁵¹ Aksjelovgivningens § 10-20 - § 10-23

betydning for verdien av fordringshaverens konverteringsrett, og for det andre vil fordringshaverens potensielle aksjonærposisjon bli utvannet. Fordringshaverens rettsstilling vil kunne være ivaretatt i låneavtalen, ved at denne skal kunne tilstås fortrinnsrett til aksjer på lik linje med selskapets aksjonærer,⁵² men i denne sammenheng er poenget å illustrere hvordan konverteringskursen kan tilpasses ved en slik disposisjon.

I låneavtalene til de konvertible obligasjonslånene utstedt av henholdsvis REC ASA og Marine Harvest ASA, hvor Norsk Tillitsmann ASA fungerer som tillitsmann i avtaleforholdet mellom selskapene og långiverne, er justeringsmekanismen nedenfor inntatt for å sørge for at de forutsetninger lånet bygger på ikke blir satt til side ved en fondsemissjon.

Figur 1:
Justeringsmekanisme ved
fondsemissjon

$$\text{Ny konverteringskurs} = \frac{\text{Antall aksjer før fondsemissjon}}{\text{Antall aksjer etter fondsemissjon}} \times \text{Gammel konverteringskurs}$$

53

I de nevnte låneavtalene er det inntatt justeringsmekanismer for konverteringskursen for en rekke selskapsrettslige disposisjoner som vil ha direkte innvirkning på verdien av fordringshaverens konverteringsrett, og som således skal motvirke at fordringshaverens potensielle aksjonærposisjon blir utvannet. Det er i denne avhandlingen ikke hensiktsmessig å gå nøye inn på disse, men forholdet beskrevet overfor er en eksemplifisering av en justeringsmekanisme som skal sørge for at selskapet skal kunne foreta slike disposisjoner uten å handle i strid med forutsetningene for låneavtalen.

2.3 Konverteringsfristen

2.3.1 Rettslig utgangspunkt

Det gis i aksjelovgivningen uttrykk for at generalforsamlingsbeslutningen skal angi;

"...fristen for å bruke retten til å kreve utstedt aksjer. Fristen må ikke være lengre enn fem år fra generalforsamlingens beslutning ble truffet".⁵⁴

Formuleringen i bestemmelsens andre punktum gir uttrykk for at konverteringsretten maksimalt kan ha en varighet på fem år fra det tidspunkt hvor generalforsamlingen besluttet å utstede lånet. Denne

⁵² Se pkt. 2.4.4.2

⁵³ REC ASA, pkt. 16.1, s. 24, ISIN: NO 0010543457. Marine Harvest ASA, pkt. 14.2, s. 18, ISIN: NO 0010565807, (Stamdata) Figuren i låneavtalen er her oversatt og tilpasset slik at den er mer leservennlig.

⁵⁴ Asl. § 11-2 tredje ledd nr. 8 og Asal. § 11-2 andre ledd nr.9

begrensingen ble innført med den aksjelovgivningen av 1997, og ble begrunnet i et behov for et ekstra vern av selskapets aksjonærer. Situasjonen kan nemlig være slik at den egentlige verdien av aksjene i selskapet kan ha endret seg i den aktuelle perioden. En rettighetshaver med konverteringsrett, kan dermed tegne aksjer i selskapet til en kurs som er uforholdsmessig lav i forhold til aksjenes markedsverdi. Ved å begrense tidsaspektet på konverteringsretten vil faren for uforholdsmessig lav konverteringskurs i forhold til aksjenes markedsverdi bli begrenset.⁵⁵

Formuleringen i bestemmelsen første punktum, sett i sammenheng med andre punktum, tilsier at selskapet kan tilstå fordringshaveren retten til å konvertere fordringen til aksjer gjennom hele femårsfristen. Alternativt må det fastsettes en tidsfrist innenfor femårsfristen, for når obligasjonshaveren må benytte seg av konverteringsretten. For øvrig er det også adgang for partene til å forhandle seg frem til ulike betingelser som må være innfridd for at fordringshaveren skal kunne utøve sin rett til å kreve aksjer utstedt.⁵⁶

2.3.2 Kan det inntas mekanismer som legger til rette for en forlengelse av konverteringsfristen?

Først og fremst må det her gjøres klart at partene ikke har adgang til å innta mekanismer i låneavtalen, som legger til rette for en forlengelse av konverteringsfristen ut over den maksimale fristen på fem år, fra tidspunktet for generalforsamlingsbeslutningen. Dette vil være i strid med preseptorisk lovgivning.⁵⁷

Som påpekt tidligere gir forarbeidene uttrykk for at hva gjelder avtalen for øvrig har partene avtalefrihet. Dette tilsier at partene, innenfor den maksimale fristen for konvertering, har adgang til å innta bestemmelser i låneavtalen om at vilkårene for konvertering kan endres eller justeres innenfor den maksimale fristen for konverteringsretten. Dersom partene har satt en konverteringsfrist på tre år, er loven således ikke til hinder for at partene kan innta mekanismer i avtalen som legger til rette for en forlengelse av konverteringsfristen innenfor maksimalfristen. Kompetansen til å innta et slikt vilkår tilligger generalforsamlingen, og en mekanisme for forlengelse kan eksempelvis være at renten på lånet økes dersom fremtidig generalforsamling ikke forlenger konverteringsretten. En slik mekanisme vil være en naturlig konsekvens av at lånets lave rente har vært gjenspeilet i verdien av fordringshaverens rett til å kreve aksjer utstedt. I det øyeblikk fordringshaveren ikke lenger har rett til å konvertere fordringen kan han sidestilles med en ordinær kreditor med krav på rente og tilbakebetaling. Det er da naturlig at lånets rente justeres i forhold til renten på ordinære obligasjonslån på markedet.

2.4 Fordringshaverens rettsstilling ved selskapsrettslige disposisjoner i låneperioden

2.4.1 Innledning

I tilknytning til generalforsamlingens beslutning om låneopptaket, gis det i aksjelovgivningen uttrykk for at det i lånevilkårene skal være angitt:

"...hvilken stilling rettighetshaverne skal ha ved selskapets beslutning og forhøyelse eller nedsetting av aksjekapitalen, ved ny beslutning om opptak av lån som omhandlet i dette

⁵⁵ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 227

⁵⁶ Se oppgavens pkt. 2.2.2

⁵⁷ Virkning av dette, se pkt. 2.1

kapitlet, eller ved oppløsning, fusjon eller fisjon. Det kan bestemmes at rettighetshaverne ved slike beslutninger skal ha samme rettigheter som en aksjeeier.⁵⁸

Dette preseptoriske vilkåret pålegger generalforsamlingen å ta stilling til hvilke rettigheter fordringshaveren skal tilstås i låneperioden dersom selskapet velger å foreta én eller flere av de selskapsdisposisjoner som er nevnt i bestemmelsen. Formuleringens andre punktum gir samtidig uttrykk for at fordringshaveren kan gis samme rettigheter som selskapets aksjonærer ved slike beslutninger. Bestemmelsen åpner således for at fordringshaveren kan tilstås aksjonærrettigheter. Det klassiske skillet mellom kreditor og aksjonær i et selskapsforhold kan dermed innen en viss utstrekning viskes ut.

Formålet med bestemmelsen kan sees på bakgrunn av at en fordringshaver i et konvertibelt lån, til forskjell fra en kreditor i et ordinært låneforhold, har en interesse som går ut over det en ordinær kreditor vil ha. Ved et ordinært lån kan kreditor få sikkerhet for sin interesse i form av en særrett til dekning i ett eller flere formuesgoder tilhørende låntaker (pant),⁵⁹ og ved begrensninger i debtors handlefrihet. Fordringshaveren i et konvertibelt lån har imidlertid ikke en kreditorinteresse begrenset til selskapets solvens, kreditorinteressen omfatter også en fremtidig aksjonærposisjon. Den fremtidige aksjonærposisjonen i selskapet består av både økonomiske og organisatoriske interesser.

I forarbeidene til aksjelovgivningen påpekes det eksempelvis at ekstraordinære utbyttebetalinger, kapitalforhøyelser, særlig kapitalforhøyelser uten innskuddsplikt (fondsemisjon) og kapitalnedsettelse kan føre til at kursen på aksjene i selskapet trykkes. Dette vil for det første medføre at den eventuelle fordel som ligger i konverteringskursen blir redusert, hvilket igjen vil føre til at selve verdien av konverteringsretten reduseres. For det andre vil dette etter omstendighetene kunne føre til at retten til å kreve aksjer utstedt blir utvannet, fjernet eller på annen måte berørt.⁶⁰ Selskapsbeslutninger som nevnt i bestemmelsen vil således utgjøre et vesentlig usikkerhetsmoment for verdien av den fremtidige aksjonærposisjon fordringshaverne besitter. Det er klart at selskapet i slike tilfeller kan komme til å handle i strid med de forutsetninger lånet naturlig bygges på. Rettigheter fordringshaveren er tilstått i tilknytning til de aktuelle selskapsbeslutninger, vil dermed kunne gi fordringshaveren en form for sikkerhet for at verdien av den fremtidige aksjonærposisjonen bevares i lånets løpetid.

2.4.2 Bestemmelsens rettslige innhold

I følge formuleringens første punktum er generalforsamlingen pålagt å avklare fordringshaverens stilling dersom det i låneperioden fattes beslutning om opptak av nye lån med rett til å få utstedt aksjer, om forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen, eller beslutninger om fusjon, fisjon eller oppløsning.

Som nevnt tidligere gis det i forarbeidene uttrykk for at partene, ut over lovens preseptoriske vilkår, i utgangspunktet har avtalefrihet hva gjelder låneavtalen. Formuleringen tilsier at selskapet ikke er pålagt å tilstå fordringshaveren rettigheter i de relasjoner bestemmelsen nevner. Formuleringen må imidlertid

⁵⁸ Asl. § 11-2 tredje ledd nr. 10 og asal. § 11-2 andre ledd nr. 11. Bestemmelsene er identiske.

⁵⁹ Se lov 8. februar 1982 om pant § 1-2 andre ledd. Eksempelvis avtalepant i fast eiendom, i driftstilbehør mv, jf § 2-1 og § 3-4

⁶⁰ Innst. 1970, del V, kap. 6, s.103

leses slik at selskapet er avskåret fra kontraktmessig å kunne binde seg til ikke å foreta de nevnte transaksjoner. Dette er en oppfatning som fremkommer i forarbeidene og som deles i juridisk teori.⁶¹

En nærmere analyse av rettsforholdet, klargjør at en slik begrensning i partenes avtalefrihet er naturlig og korrekt. For det første er fordringshaveren i utgangspunktet kun kreditor med krav på rente og tilbakebetaling. Selskapet må derfor i denne perioden ha frihet til å foreta forretningsmessig strategiske beslutninger til selskapets beste. Ut over sine forpliktelser overfor fordringshaveren har selskapet en særskilt forpliktelse overfor dets aksjonærer til å drive en virksomhet i tråd med vedtektene. Aksjeselskaper har som regel et økonomisk formål, og dersom selskapet skulle kunne binde seg overfor en kreditor til ikke å foreta slike transaksjoner i låneperioden, vil dette kunne innebære at selskapet må avstå fra å foreta hensiktsmessige transaksjoner som ytterst sett er nødvendige. En slik begrensning kan dermed hindre forretningsmessig nødvendige beslutninger, hvilket vil kunne være skadelig for selskapet og i strid med aksjonærenes interesse.

2.4.3 Aktuelle bestemmelser i låneavtalen til vern av fordringshaverens stilling

2.4.3.1 Innledning

Det gis i aksjelovgivningens bestemmelse uttrykk for at generalforsamlingsbeslutningen skal angi fordringshaverens rettsstilling ved de aktuelle selskapsbeslutninger.⁶² Formuleringen i bestemmelsen gir imidlertid ikke holdepunkter for hva slags rettigheter fordringshaveren kan tilstås, i tilknytning til de aktuelle selskapsdisposisjoner, til vern av dens stilling som kreditor i låneperioden. Spørsmålet er dermed hvilke bestemmelser som kan fastsettes i låneavtalen til vern av fordringshaverens stilling i låneperioden.

2.4.3.2 Bestemmelse som begrenser selskapets rett til å utdele utbytte

Selskapet er først og fremst bundet av de preseptoriske utbytterammene i aksjelovgivningens § 8-1. Dersom vilkårene for utbytte i bestemmelsen er oppfylt kan generalforsamlingen, etter forslag fra styret, beslutte å utdele utbytte til selskapets aksjonærer, jf aksjelovgivningens § 8-2 og § 8-3.

Aarbakke mfl. antar at *"...loven ikke er til hinder for at det fastsettes med bindende virkning at selskapets skal avstå fra utbyttebetalinger utover bestemte grenser"*.⁶³ En plikt for selskapet til å avstå fra utbyttebetalinger utover en bestemt grense, fastsatt i en konvertibel låneavtale, vil utgjøre en ytterligere begrensning i selskapets utbytteadgang. En slik begrensning på selskapets hånd er imidlertid ikke i strid med preseptorisk aksjelovgivning, da det fremgår av de nevnte bestemmelser at en beslutning om utdeling av utbytte er overlatt til generalforsamlingens forretningsmessige skjønn. Aksjonærene i selskapet har ikke krav på utbytte.⁶⁴

⁶¹ Innst. 1970, del V, kap. 6, s.105 og Ot.prp. nr. 19 (1974-1975), pkt. 4.5.2, s. 64. Aarbakke mfl. s. 730 og Andenæs s. 548

⁶² Asl. § 11-2 tredje ledd nr.10 og Asal. § 11-2 andre ledd nr.11. Bestemmelsene er identiske. Sitert overfor i pkt. 2.4.1

⁶³ Aarbakke mfl. s. 730

⁶⁴ Selskapets aksjonærer har ikke krav på utbytte, men på den annen side har de rettsmidler mot lavt utbytte i aksjelovgivningens § 8-4. Bestemmelsen er en sikkerhetsventil og vil ikke komme til anvendelse i slike tilfeller.

Sett fra fordringshaverens ståsted kan en begrensning på selskapets utbytteadgang, fastsatt i låneavtalen, være fordelaktig. En slik begrensning vil sørge for at en større andel av selskapets skapte verdier holdes i selskapet. Verdiene kan eksempelvis i stedet anvendes til reinvesteringer. Som en konsekvens av dette kan forventningene til selskapet øke, hvilket vil kunne gi utslag i form av en stigning i markedsverdien på selskapets aksjer. Potensielt sett kan dermed verdien av konverteringsretten og selve obligasjonsavtalens markedsverdi stige.

2.4.3.3 Bestemmelse som begrenser nytegnede aksjonærers utbyttmuligheter

Det gis i forarbeidene uttrykk for at aksjelovgivningen ikke synes å være til hinder for at partene kan avtale *"...at den nytegnede kapital f.eks, med hensyn til utbytte skal stå tilbake for lånekapitalen, om den blir ombyttet til aksjekapital"*.⁶⁵ Aarbakke mfl. antar at uttalelsen må tolkes slik at aksjelovgivningen ikke er til hinder for at partene kan avtale at *"...senere nytegnede kapital med hensyn til utbytte skal stå tilbake for lånekapitalen om den blir konvertert til aksjekapital"*.⁶⁶ Standpunktet må forstås slik at det er adgang for partene til å avtale at dersom selskapet foretar emisjoner, etter at det konvertible lånet er utstedt, skal de senere tilkomne aksjonærer i selskapet ikke ha rett til utbytte, eller ha rett til utbytte med prioritet etter de aksjer som utstedes dersom konverteringsretten benyttes.

Spørsmålet er om det i henhold til aksjelovgivningen er adgang for partene til å innta en slik bestemmelse i låneavtalen.

Aksjelovgivningen bygger på prinsippet om at alle aksjer gir lik rett i selskapet.⁶⁷ I tråd med likhetsprinsippet gis det i aksjelovgivningens § 8-3 uttrykk for at ved utbetaling av utbytte skal utbytte tilfalle *"...de aksjeeiere som er aksjeeiere på det tidspunktet beslutningen treffes"*.

Det er imidlertid adgang for selskapet i vedtektene å avvike likhetsgrunnsetningen ved å dele selskapets aksjer opp i aksjeklasser, hvor hver aksjeklasse gis ulike rettigheter. Aksjelovgivningen oppstiller verken innholdsmessige begrensninger eller begrensninger på antall aksjeklasser et selskap kan ha.⁶⁸ Dette behøver ikke bety at visse aksjonærers stilling er bedre enn andres, bare at de er annerledes.⁶⁹ Det kan dermed fastsettes i vedtektene at visse aksjer skal være preferanseaksjer med økonomiske fordeler sammenliknet med ordinære aksjer. Det er således på det rene at selskapet i stor grad kan avvike likhetsgrunnsetningen.

Dette betyr at det i henhold til aksjelovgivningen er adgang for selskapet, på tidspunktet for utstedelsen av lånet, å forplikte seg til å foreta en vedtektsendring som fastsetter at de aksjene som utstedes, ved en eventuell anvendelse av konverteringsretten, skal være preferanseaksjer med økonomiske fordeler i forhold til senere tilkomne aksjonærers aksjer. Med en slik bestemmelse i låneavtalen vil fordringshaveren kunne sikre at hans økonomiske rettigheter i den fremtidige aksjonærposisjonen blir best mulig.

⁶⁵ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) kap. 4, pkt. 4.5.2, s. 64

⁶⁶ Aarbakke mfl. s. 730

⁶⁷ Se aksjelovgivningens § 4-1 første ledd første punktum

⁶⁸ Aksjelovgivningens § 4-1 første ledd

⁶⁹ Andenæs s. 134

2.4.3.4 Fordringshaverens stilling ved fusjon eller fisjon

Partene skal i henhold til bestemmelsen klargjøre fordringshaverens stilling ved fusjon og fisjon. I relasjon til slike selskapsdisposisjoner er imidlertid fordringshaveren allerede vernet av asl. § 13-18 og asal § 13-19.⁷⁰

Bestemmelsene er identiske, og gir fordringshaveren en rett til å kreve lånet innløst dersom *"...rettighetene i det overtakende selskapet ikke minst tilsvare rettighetene vedkommende hadde i det overdragende selskap"*.⁷¹ Bestemmelsen i allmennaksjeloven har sin bakgrunn i EUs tredje selskapsdirektiv art.15, og det ble av lovgiver vurdert å være hensiktsmessig å innta en tilsvarende bestemmelse i aksjeloven.⁷² Dette innebærer at dersom rettighetene fordringshaver blir tilstått ved fusjon eller fisjon ikke tilsvare de rettighetene partene kom til enighet om på avtaletidspunktet, kan fordringshaveren kreve fordringen tilbakebetalt.

2.4.4 Fordringshaveren kan tilstås aksjonærrettigheter

2.4.4.1 Innledning

Formuleringens andre punktum gir uttrykk for at selskapet kan tilstå fordringshaveren *"... samme rettigheter som en aksjeeier"*.⁷³ Dette tilsier at fordringshaveren i låneperioden, i tillegg til de rettigheter partene har avtalt i forhold til hans stilling som ordinær kreditor, kan gis aksjonærrettigheter.

Det knyttes en rekke rettigheter til den enkelte aksje i aksjelovgivningen. Rettighetene fremgår av de ulike enkeltbestemmelser i aksjelovgivningen, og kan deles opp i organisatoriske og økonomiske rettigheter.

De organisatoriske rettigheter knytter seg i hovedsak til stemmeretten og andre rettigheter på generalforsamling. Dette omfatter blant annet rett til å møte og tale på generalforsamlingen, å foreslå saker satt på dagsorden, å stemme for eller motsette seg visse beslutninger, innsyn i generalforsamlingsprotokollen og rett til å anlegge ugyldighetssøksmål mot beslutninger fattet på generalforsamling. De økonomiske rettigheter knytter seg først og fremst til retten til utbetaling på aksjer dersom det besluttet å gi utbytte, foretas kapitalnedsettelse, oppløsning eller innløsning.⁷⁴

Formuleringen *"...samme rettigheter som en aksjeeier"* er meget generell og den gir ikke veiledning for hvilke av de nevnte aksjonærrettigheter som kan tilstås fordringshaveren. I forarbeidene til ny aksjelovgivning ble det av høringsinstansene etterlyst en prinsipiell gjennomgang av bestemmelsen, slik at det kunne bli avklart hvilke rettigheter, eller art av rettigheter, som kan tilstås fordringshaveren. Av tidsmessige årsaker unnlot imidlertid departementet å foreta en slik redegjørelse av hva som ligger i formuleringen.⁷⁵ Antakelig ligger det derfor ikke mer i formuleringen enn at det for selskapets generalforsamling er adgang til å fastsette i vedtaket og i låneavtalen, at fordringshaveren skal ha

⁷⁰ Det er i aksjelovgivningens § 14-9 gitt uttrykk for at de samme rettigheter skal tilfalle fordringshaver ved fisjon

⁷¹ Asl. § 13-18 første ledd og asal. § 13-19 første ledd

⁷² NOU 1996:3 s. 178

⁷³ Asl. § 11-2 tredje ledd nr. 10 og asal. § 11-2 andre ledd nr. 11

⁷⁴ Andenæs s. 129-130, Aarbakke mfl. s. 215-216

⁷⁵ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s. 162-163

tilsvarende rettigheter som aksjonærene i selskapet ved selskapsbeslutninger som nevnt i bestemmelsen.

Grunnleggende hensyn i aksjelovgivningen tilsier imidlertid at partene er avskåret fra å tilstå fordringshaveren enkelte særskilte aksjonærrettigheter. Årsaken til dette er at fordringshaveren prinsipielt sett ikke er aksjonær før konvertering har funnet sted. Spørsmålet som dermed aktualiseres er hvilke aksjonærrettigheter en fordringshaver kan tilstås i perioden hvor han fremdeles bare er ordinær kreditor i selskapet.

2.4.4.2 Fortrinnsrett til aksjer

Forarbeidene gir klart uttrykk for at partene kan avtalefeste at fordringshaveren, ved slike selskapsdisposisjoner som bestemmelsen nevner, *"...skal ha fortrinnsrett til aksjer (eventuelt nye obligasjoner eller aksjer i det overtakende selskap) på lik linje med selskapets aksjonærer"*.⁷⁶

Dette betyr at det er adgang for at partene til å avtale at fordringshaveren ved kapitalforhøyelse, fusjon og ved utstedelse av lån som nevnt i kapittel 11 i aksjelovgivningen skal ha fortrinnsrett til tegning av aksjer. Dette standpunktet synes uomtvistet i forarbeidene og juridisk teori.⁷⁷

2.4.4.3 Stemmerett på generalforsamlingen

Selskapets aksjonærer utøver den øverste myndighet i selskapet ved å benytte seg av sin stemmerett på generalforsamlingen.⁷⁸ Dersom fordringshaveren kan tilstås stemmerett på generalforsamlingen vil dette bety at han har rett til å stemme for, eventuelt motsette seg, beslutninger om endringer av selskapet som har betydning for hans rettsstilling i selskapet.

Spørsmålet hvorvidt fordringshaveren kan tilstås stemmerett på selskapets generalforsamling før konverteringsretten er benyttet, ble behandlet av lovavdelingen 15. november 1994 i tilknytning til den dagjeldende aksjelov.

Lovavdelingen gir for det første uttrykk for at en ren språklig fortolkning av formuleringen *"...samme rettigheter som en aksjeeier"* kan leses slik at fordringshaveren kan tilstås stemmerett på generalforsamlingen. Formuleringen må imidlertid tolkes i lys av den aksjerettslige grunnsetningen om at stemmerett på generalforsamlingen bare kan utøves av aksjeeiere. Det blir i denne sammenheng gitt uttrykk for at *"...eventuelle unntak fra en så grunnleggende regel må komme klarere til uttrykk"* enn hva som er tilfelle i loven. Det blir også påpekt at det ikke er uttalelser i forarbeidene som tilsier at fordringshaveren skal kunne gis stemmerett på generalforsamlingen. Avslutningsvis blir det også fremhevet, sett i lys av formålet med bestemmelsen, at det verken er nødvendig eller i alminnelighet tilstrekkelig å tilstå fordringshaveren en slik rett for å klargjøre dens rettsstilling i forhold til disposisjoner foretatt av selskapet som kan utløse misligholdsbeføyelser.

⁷⁶ Innst. 1970, del V, kap. 6, s.105

⁷⁷ Innst. 1970, del V, kap. 6, s.105, Skåre, Jan, Knudsen, Gudmund, lov om aksjeselskaper med kommentarer, 3. utgave, Oslo 1987 s. 126 (heretter Skåre/Knudsen), Andenæs s. 548, Aarbakke mfl. s. 730

⁷⁸ Se aksjelovgivningens § 5-1 og § 5-3

Lovavdelingen konkluderer dermed med at de grunnleggende hensyn i aksjelovgivning er til hinder for at partene kan tilstå fordringshaveren stemmerett på selskapets generalforsamling. Lovavdelingen gir uttrykk for at dette standpunkt også må legges til grunn i forhold til den nye aksjelovgivning.⁷⁹ Tolkningssuttalelsen anses å være uttrykk for gjeldende rett.⁸⁰

Som følge av at det nordiske lovsamarbeidet på 1960- og 70-tallet førte til aksjelovgivning med stor grad av rettsenhet i de respektive land, kan det for oversiktens skyld sees hen til rettsstilstanden i svensk og dansk rett. Siden den gang har riktig nok alle de nordiske landene foretatt endringer og modernisert de respektive aksjelovgivinger. Dessuten er formuleringen i de tilsvarende bestemmelser i svensk og dansk rett ikke helt liklydende med den norske.⁸¹ Den alminnelige oppfatningen i både svensk og dansk rett er imidlertid at det ikke er adgang til å gi fordringshaveren noen direkte medinnflytelse på selskapsbeslutninger.⁸² Det kan dermed konstateres at rettsstilstanden i svensk og dansk aksjelovgivning, i likhet med den norske, er slik at det ikke er adgang til å tilstå fordringshaveren stemmerett på generalforsamlingen.

2.4.4.4 Er fordringshaveren rettighetssubjekt etter reglene om myndighetsmisbruk?

Som nevnt vil de selskapsbeslutninger som bestemmelsen nevner utgjøre et vesentlig usikkerhetsmoment for verdien av den fremtidige aksjonærposisjon fordringshaverne besitter. Videre er det allerede avklart at fordringshaveren ikke har stemmerett på generalforsamlingen. For fordringshaveren vil det derfor være av betydning å kunne anfekte beslutninger fattet av generalforsamlingen som kan utvane, fjerne eller på annen måte berøre den fremtidige aksjonærposisjon.

Det følger av ordlyden i aksjelovgivningens § 5-21 at det er aksjeeierne og selskapet som er rettighetssubjekter etter reglene om myndighetsmisbruk. Formuleringen i den generelle aksjonærdefinisjonen i aksjelovgivningens § 4-2 første ledd første punktum tilsier at fordringshaveren ikke har aksjonærrettigheter før konvertering er skjedd og ervervet er innført i aksjeeierboken.

Spørsmålet som reiser seg er om aksjonærbegrepet i aksjelovgivningens § 5-21, jf § 4-2 første ledd første punktum kan tolkes utvidende, slik at fordringshaveren i et konvertibelt lån er rettighetssubjekt etter regelen før konvertering har skjedd.

Sett i lys av finansieringsinstrumentet isolert sett, og det faktum at fordringshaverens fremtidige aksjonærposisjon i stor grad avhenger av hvilke beslutninger selskapet fatter i lånets løpetid, kan det argumenteres for at aksjonærbegrepet i misbruksregelen bør tolkes utvidende. En utvidende tolkning av aksjonærbegrepet vil innebære at fordringshaveren ytes det nødvendige vern mot at hans fremtidige aksjonærposisjon blir utvannet eller på annen måte berørt. Et slikt vern vil for det første kunne øke

⁷⁹ Lovavdelingen 15. november 1994, jnr 94/1297 E SBe/mk

⁸⁰ Andenæs s. 548, Aarbakke mfl. s. 730

⁸¹ Lov 12. juni 2009 nr. 470 om aktie og anpartsselskaber (den danske selskabsloven) (heretter SL) § 167 stk. 3, Lov 1. januar 2006 om aktiebolag (aktiebolagslagen) (heretter ABL) § 15 kap. 4-5 §

⁸² Schans Christensen, Jan, *Kapitalselskaber Aktie og Anpartsselskaber*, 3. utgave, København 2009 s. 369 (heretter Schans Christensen), Krüger Andersen, Paul, *Aktie og anpartsselskabsret*, 10. utgave, København 2008 s. 217 (heretter Krüger Andersen), Rodhe, Nils, *Aktiebolagsrätt*, 17. opplag, Stockholm 1995 s. 59, Skog, Rolf, Rodhes, *Aktiebolagsrätt*, 22. opplag, Stockholm 2009 s. 63-64.

interessen for konvertible obligasjoner. For det andre vil konsekvensen av redusert risiko for utvanning av fordringshaverens fremtidige aksjonærposisjon kunne være rimeligere finansiering for selskapene.

I Høyesteretts kjennelse i Montel-saken ble det åpnet for at aksjonærbegrepet kan tolkes utvidende.⁸³ Problemstillingen i saken var om en tidligere aksjonær hadde rett til å fremsette krav om granskning etter regelen i asl. § 5-25. Stillingen til den tidligere aksjonæren i saken for Høyesterett skiller seg imidlertid fra stillingen til fordringshaveren i et konvertibelt lån. Den tidligere aksjonæren hadde ufrivillig måttet tre ut av selskapet, og Høyesterett valgte derfor å tolke loven utvidende for å verne dens interesser. Fordringshaveren i et konvertibelt lån er på den annen side på vei inn i aksjonærposisjonen, og har selv valgt å stå utenfor selskapsforholdet inntil konverteringsretten er benyttet. Hensynet Høyesterett fant tilstrekkelig tungtveiende til å tolke aksjonærbegrepet utvidende i asl. § 5-25 gjør seg således ikke gjeldende i denne sammenheng. Kjennelsen i Høyesterett kan dermed ikke tas til inntekt for at aksjonærbegrepet i myndighetsmisbruksregelen i aksjelovgivningens § 5-21 kan tolkes utvidende til også å omfatte fordringshaveren i et konvertibelt lån.

Videre følger det forutsetningsvis av asl. § 11-2 tredje ledd nr. 10 og asal. § 11-2 andre ledd nr.11, sett i lys av uttalelsen i forarbeidene, at fordringshaveren ikke er beskyttet av reglene om myndighetsmisbruk. Lovgiver gir i forarbeidene uttrykk for at formålet med at fordringshaveren i visse situasjoner kan tilstås samme rettigheter som en aksjonær er for å begrense faren for at dens fremtidige aksjonærposisjon blir utvannet.⁸⁴ Dersom fordringshaveren var beskyttet av reglene om myndighetsmisbruk ville en slik presisering i forarbeidene vært overflødig.

Det kan også argumenteres med at fordringshaveren ikke har tilsvarende krav på vern gjennom misbruksregelen som de ordinære aksjonærer som har skutt inn risikokapital i selskapet. Fordringshaveren har i lånets løpetid krav på renter og tilbakebetaling, og ved en eventuell gjeldsforfølgning mot selskapet vil fordringshaveren ha krav på dekning med prioritet foran aksjonærene. Frem til det tidspunkt hvor konverteringsretten er benyttet har således fordringshaveren tatt lavere risiko enn selskapets aksjonærer, hvilket tilsier at han ikke har krav på samme misbruksvern.

Et ytterligere argument mot å tolke aksjonærbegrepet utvidende er at selskapet kan komme i en situasjon hvor det er ønskelig å fatte en beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en fordel på bekostning av andre aksjeeiere eller selskapet. En slik beslutning vil ikke kunne angripes som *"...urimelig"* etter § 5-21 eller § 6-28 dersom samtlige aksjonærer samtykker. Fordringshaverens interesser i lånets løpetid er imidlertid ikke nødvendigvis sammenfallende med aksjonærfellesskapets interesser. Fordringshaveren har i denne perioden først og fremst en kreditorinteresse, og det er da naturlig at denne ønsker at selskapet fører en mer forsiktig forretningsstrategi. Selskapets aksjonærer kan på den annen side se det som hensiktsmessig at selskapet utsetter seg for større risiko slik at en potensiell avkastning på egenkapitalen blir større. Dette kan bety at det i visse situasjoner er gode grunner for å fravike reglene om myndighetsmisbruk. Muligheten for å få samtykke fra samtlige berørte rettighetssubjekter vil imidlertid vanskeliggjøres dersom gruppen utvides til også å omfatte fordringshavere med potensielt sett motstridende interesser. Selskapets fleksibilitet vil dermed potensielt

⁸³ Rt. 2000 s. 1792

⁸⁴ Innst. 1970, del V, kap. 6, s. 104-105

sett begrenses dersom fordringshavere i et konvertibelt lån er rettighetssubjekter etter reglene om myndighetsmisbruk.

På bakgrunn av de argumenter som er fremsatt ovenfor kan det ikke sies å være grunnlag for å tolke aksjonærbegrepet utvidende slik at fordringshaveren er rettighetssubjekt etter reglene om myndighetsmisbruk.⁸⁵

2.4.5 Fordringshaverens rettsmidler ved selskapets brudd på dets avtalerettslige forpliktelse

2.4.5.1 Innledning

Spørsmålet som reiser seg i denne sammenheng er hva virkningene vil være av en generalforsamlingsbeslutning i strid med selskapets avtalerettslige forpliktelse. Herunder aktualiseres spørsmålene; har fordringshaveren, som følge av misligholdet, adgang til å anfekte selskapsbeslutningen i strid med låneavtalen som ugyldig, og har fordringshaveren adgang til å få dom for sitt krav på utstedelse og tegning av aksjer.

2.4.5.2 Er en selskapsbeslutning i strid med det som er fastsatt i låneavtalen selskapsrettslig ugyldig?

Dersom det i ettertid fattes en generalforsamlingsbeslutning i strid med den avtale som er fastsatt i tråd med i asl. § 11-2 tredje ledd nr. 10 eller asal. § 11-2 andre ledd nr. 11, er ikke bare vilkårene i låneavtalen brutt. Selskapet kan også ha handlet i strid med de forutsetninger låneforholdet bygger på ved å utvanne, fjerne eller på annen måte berøre fordringshaverens fremtidige aksjonærposisjon.

Forutsatt at generalforsamlingen har hjemmel i aksjelovgivningen til å fatte beslutning om å foreta en av de aktuelle disposisjoner, er spørsmålet om disposisjonen likevel kan anses ugyldig som følge av at den er i strid med det som er fastsatt i avtalen med fordringshaveren.

Som påpekt overfor vil det for selskapets aksjonærer i visse situasjoner være forretningsmessig ønskelig å fatte en beslutning som kan gi visse aksjeeiere eller andre en fordel på bekostning av andre aksjeeiere eller selskapet. Beslutningen anses ikke ugyldig dersom beslutningen fattes med samtykke fra alle berørte rettighetssubjekter.⁸⁶ Sett i lys av at selskapet ikke kan binde seg til ikke å foreta de nevnte transaksjoner, og standpunktet om at aksjonærbegrepet ikke kan tolkes utvidende slik at fordringshaveren er rettighetssubjekt etter reglene om myndighetsmisbruk, tilsier hensynet til konsekvens og sammenheng i lovens system at disposisjon ikke kan anses ugyldig som følge av at den er i strid med det som er fastsatt i avtalen.

På bakgrunn av dette kan ikke en generalforsamlingsbeslutning i strid med det som er fastsatt i låneavtalen anses ugyldig. Det er imidlertid ingen tvil om at avtalen kan bli å anse som misligholdt og at fordringshaveren vil kunne kreve ekstraordinær innfrielse av lånet og eventuelt erstatning.⁸⁷ Andenæs er

⁸⁵ Denne problemstillingen er nærmere drøftet av Truyen, Filip, Aksjonærenes myndighetsmisbruk, Oslo 2005, s. 165-167.

⁸⁶ Se aksjelovgivningens § 5-21

⁸⁷ Innst. 1970, del V, kap. 6 s. 103, Skåre/Knudsen s. 126-127, Aarbakke mfl. s. 730

av den oppfatning at forbudet mot selskapets erverv av egne aksjer ikke hindrer selskapet i å kjøpe tilbake og videregjøre lånet ved et eventuelt mislighold.⁸⁸

2.4.5.3 Kan fordringshaveren få dom for sitt krav på utstedelse og tegning av aksjer?

Aksjelovgivningens regulerer ikke fordringshaverens fremsettelse av krav på utstedelse og tegning av aksjer i selskapet. Det er i aksjelovgivningens § 11-7 ingen henvisning til § 10-7, hvilket betyr at tegningsreglene ved kapitalforhøyelse av nytegning av aksjer ikke kommer til anvendelse ved konvertering av lånet. Det er imidlertid ingen tvil om at selskapet i det øyeblikk fordringshaveren utøver sin konverteringsrett er forpliktet etter alminnelige avtalerettslige regler til å utstede aksjer. I henhold til aksjelovgivningens § 11-7 første og andre ledd skal selskapet straks melde kapitalforhøyelsen til Foretaksregisteret ved fordringshaverens utøvelse av sin konverteringsrett.

Spørsmålet er om det er adgang for fordringshaveren til å få dom for sitt krav dersom selskapet annullerer avtalen, herunder fordringshaverens rett til å kreve aksjer utstedt.

Det er for det første allerede avklart at fordringshaveren verken har stemmerett på generalforsamlingen eller er rettighetssubjekt etter aksjelovgivningens misbruksregel i § 5-21.⁸⁹ Hensynet til konsekvens og sammenheng i aksjelovgivningens tilsier at det må legges til grunn at heller ikke aksjelovgivningens § 5-22 kan tolkes utvidende slik at fordringshaveren har hjemmel til å reise søksmål om gyldigheten av en generalforsamlingsbeslutning som setter til side fordringshaverens konverteringsrett.

Rettstilstanden ser også ut til å være at fordringshaveren er avskåret fra å kunne få dom for at generalforsamlingsbeslutningen er ugyldig. Fordringshaveren kan dermed ikke få dom for at selskapet skal utstede aksjer og at han skal tilkjennes de aksjer avtalen gir han rett til.⁹⁰

For øvrig er det ingen tvil om at avtalen anses misligholdt slik at fordringshaveren kan fremsette misligholdsbeføyelser i form av krav om ekstraordinær innfrielse og eventuelt erstatning.

⁸⁸ Aksjelovgivningens § 9-1. Se Andenæs s. 551. Påstanden aktualiserer problemstillinger det ikke innenfor rammen av oppgaven er mulig å drøfte.

⁸⁹ Se pkt. 2.4.4.3 og pkt. 2.4.4.4

⁹⁰ Se Aarbakke mfl s. 28-29 og Skåre, Jan, Søksmål om anfektelse av generalforsamlingsbeslutning, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1997 s. 16-17

3 RETTEN TIL Å KREVE FORDRINGEN KONVERTERT TIL AKSJER I SELSKAPET

3.1 Frivillig konvertering - aksjelovgivningens utgangspunkt

Det gis i aksjelovgivningens § 11-1 første ledd uttrykk for at et selskap kan:

"...ved avtale om lån gi fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer...mot at fordringen nyttes til motregning".

En ren språklig tolkning av formuleringen tilsier at selskapet har hjemmel til å ta opp lån hvor fordringshaveren for det første tilstår en *rett* til å kreve at selskapet skal foreta en kapitalforhøyelse, og for det andre en *rett* til å tegne de nyutstedte aksjer ved å motregne med fordringen som hviler på selskapet. Tolkningen tilsier at selskapet er kontraktmessig forpliktet til å foreta en aksjekapitalforhøyelse i det øyeblikk fordringshaveren velger å benytte seg av konverteringsretten.⁹¹ En slik tolkning tilsier at dersom fordringshaveren avstår fra å konvertere lånet til aksjer i selskapet, vil ingen konvertering skje. Tolkningen tilsier at fordringshaverens konverteringsrett er eksklusiv, hvilket betyr at omdannelsen av fremmedkapitalen til egenkapital først vil skje dersom fordringshaveren beslutter å konvertere.

Verken i innstillingen til lov om aksjeselskaper av 1970, hvor finansieringsinstrumentet først ble diskutert, i senere forarbeidsuttalelser til aksjelovgivningen av 1976 eller i den endelige odelstingsproposisjonen til ny aksjelov av 1997, er retten til å konvertere mer utførlig behandlet. Lovgiver har gjennomgående kun uttalt at et konvertibelt obligasjonslån innebærer at kreditor *"...gis rett til å kreve aksjer i selskapet"*.⁹²

3.2 Tvungen konvertering

3.2.1 Innledning

På det amerikanske kapitalmarkedet ble "Mandatory Convertibles" – tvungne konvertibler – første gang tatt i bruk i 1989, og i det siste tiåret har bruken av instrumentet spredt seg til Europa.⁹³ En tvungen konvertibel skiller seg fra det norske konvertible lånet ved at den i tillegg til å tilstå fordringshaveren en *rett* til å konvertere, også kan innebære en *plikt* for fordringshaveren til å konvertere lånet til aksjer i visse situasjoner. Ved lovendring av 1. januar 2006 ble det i Sverige lagt til rette for at tvungne konvertibler skulle kunne anvendes på det svenske finansmarkedet.⁹⁴

Spørsmålet som er blitt debattert i juridisk teori er om det i norsk rett er adgang til å forplikte fordringshaveren til å konvertere fordringen på visse fastsatte vilkår. Et særskilt interessant spørsmål som reiser seg i denne sammenheng er om det i norsk rett kan sies å være adgang til å tilstå selskapet retten til å kreve fordringen konvertert til aksjer. Det vil i det følgende foretas en vurdering av de spørsmål som er reist.

⁹¹ Selskapets kontraktsrettslige plikt til å utstede aksjer er redegjort for i oppgavens pkt. 2.4.5.3

⁹² Ot.prp. nr. 19 (1974-1975), pkt.4.5, s. 61.

⁹³ Marshall, Tom, Will mandatories catch on in Europe? Euromoney, vol. 34, issue 402, p8, s. 1

⁹⁴ ABL, kap. 11, § 4

3.2.2 Er det i norsk rett adgang til å utstede et konvertibelt lån hvor fordringshaveren kan bli forpliktet til å konvertere fordringen til aksjer?

Formuleringen i aksjelovgivningens § 11-1 første ledd gir klart uttrykk for at det er fordringshaveren som med hjemmel i loven kan kreve lånet konvertert til aksjer i selskapet. Hvorvidt et konvertibelt lån kan innebære en plikt for fordringshaveren til å konvertere, er det rent språklig ikke mulig å utlede av bestemmelsens ordlyd.

Bestemmelsen gir imidlertid uttrykk for at et konvertibelt lån må bestå av et grunnelement i form av en "avtale", og i forarbeidene til aksjeloven av 1976 gir lovgiver uttrykk for at "...Når det gjelder låneavtalen for øvrig er utgangspunktet at det skal være avtalefrihet".⁹⁵ Uttalelsen blir gitt i tilknytning til de vilkår generalforsamlingen etter loven er forpliktet til å ta stilling til på utstedelsestidspunktet for lånet. Disse vilkårene er i den någjeldende aksjelovgivning oppstilt i asl. § 11-2 tredje ledd og asal. § 11-2 andre ledd. Uttalelsen kan dermed tolkes slik at partene, foruten de vilkårene som de er forpliktet etter loven å ta stilling til, har alminnelig avtalefrihet. Spørsmålet som da aktualiseres er om det er adgang for partene til å avtale at fordringshaveren i visse situasjoner kan bli forpliktet til å konvertere fordringen til aksjer.

I samme avsnitt som den siterte forarbeidsuttalelsen overfor gir lovgiver uttrykk for at "...Det kan videre gis bestemmelser om at lånet under visse forutsetninger skal konverteres...". Lovgiver utdyper dette ved å trekke frem situasjonen hvor konvertering "...besluttes av et flertall av obligasjonseiere eller et flertall av obligasjonseiere har benyttet konverteringsretten".⁹⁶ Situasjonen som skisseres synes å være et tilfelle hvor det er flere fordringshavere som har tegnet seg for en andel av et konvertibelt obligasjonslån, hvor de yter kreditt på felles vilkår regulert av et felles dokument. Dersom et flertall av fordringshaverne velger å benytte seg av konverteringsretten, eller har benyttet seg av konverteringsretten, kan de øvrige fordringshaverne som ennå ikke har begjært konvertering i kraft av låneavtalen, bli forpliktet til å konvertere sin andel av obligasjonslånet.

Det er således klart at det ikke er i strid med preseptorisk aksjelovgivning at fordringshaveren i visse situasjoner kan bli forpliktet til å konvertere fordringen til aksjer uavhengig av fordringshaverens egen beslutning. Dette leder oss over i spørsmålet om det er alminnelige avtalefrihet på dette området, slik at selskapet og fordringshaveren gyldig kan innta en bestemmelse i låneavtalen som tilstår selskapet retten til å kreve fordringen konvertert til aksjer.

3.2.3 Kan selskapet tilstås retten til å kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet?

3.2.3.1 Innledning

Som nevnt i pkt. 3.1 er det på det rene at aksjelovgivningens § 11-1 første ledd ikke gir uttrykk for lån på det vilkår at selskapet har rett til å kunne kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet. Selskapet kan således ikke påberope seg den aktuelle bestemmelsen som sådan som hjemmel for å kunne kreve fordringen omdannet til aksjekapital.

⁹⁵ Ot.prp.nr.19 (1974-1975), pkt.4.5 s.64

⁹⁶ Ot.prp.nr.19 (1974-1975), pkt.4.5 s.64

På den annen side er det verken i loven eller i forarbeidene gitt uttrykk for at selskapet er avskåret fra å kunne tilstås retten til konvertering. Avgjørende for om selskapet kan tilstås retten til å konvertere fordringen til aksjer i selskapet er således om partene har alminnelig avtalefrihet, eller om avtalefriheten på dette rettsområdet må innskrenkes av hensyn til formålet med bestemmelsen og de grunnleggende hensyn aksjelovgivningen bygger på.

Innledningsvis kan det nevnes at verken domstolene eller justisdepartementets lovavdeling har tatt stilling til problemstillingen. Som nevnt har imidlertid problemstillingen vært gjenstand for debatt i juridisk teori, og i en voldgiftssak fra 2003 ble det gitt uttrykk for at loven ikke kan sies å være til hinder for at partene i en konvertibel låneavtale kan fastsette at selskapet skal kunne kreve lånet konvertert til aksjer.⁹⁷ En voldgiftsavgjørelse er imidlertid en privatrettslig løsning av en tvist hvor partene har fri rådighet over saken. Retten var i dette tilfellet også kun sammensatt av én voldgiftsdommer. Avgjørelsens rettskildemessig verdi kan dermed sidestilles med juridisk teori, hvilket betyr at man i forhold til dette spørsmålet må konstatere en mangel på autoritative rettskildefaktorer.

3.2.3.2 Tilsier formålet med bestemmelsen og hensynet til avtalepartene at avtalefriheten må innskrenkes?

Det første spørsmålet som reiser seg er om formålet med bestemmelsen tilsier at partenes avtalefrihet må innskrenkes slik at en konverteringsrett for selskapet ikke kan inntas i låneavtalen.

Formålet med bestemmelsen var å imøtekomme selskapenes finansieringsbehov ved å lovfeste finansieringsformer som var nye etter nordisk standard, men velkjente ellers i verden. Instrumentet skulle sørge for at selskaper hadde et bredere register å spille på når det gjaldt finansieringsformer, og særlig skulle det bedre selskapenes mulighet for å skaffe egenkapital.⁹⁸

Selskapet vil sannsynligvis under visse omstendigheter, spesielt ved finansielle problemer, ha et rimelig ønske om å kvitte seg med gjeld. Med en slik rett vil selskapet på eget initiativ kunne omdanne fremmedkapitalen til egenkapital, og dermed blant annet redusere finansieringskostnadene. Sett i lys av dette kan ikke en konverteringsrett for selskapet sies å stride mot formålet med bestemmelsen.

Videre reiser spørsmålet seg om hensynet til fordringshaveren tilsier at selskapet bør være avskåret fra å kunne konvertere fordringen til aksjer i selskapet. Vurderingen knytter seg til om hensynet til forutberegnelighet for fordringshaveren og hensynet til selskapets mulighet til å skaffe finansiering tilsier partenes avtalefrihet må innskrenkes.

Det ble ovenfor slått fast at loven ikke er til hinder for å innta en bestemmelse i låneavtalen om at lånet under visse forutsetninger *skal* konverteres. Det er med dette klart at konvertering kan skje uavhengig av den enkelte fordringshavers beslutning, hvilket også betyr at den valgrett for fordringshaveren mellom kreditorposisjonen og aksjonærposisjon som bestemmelsen bygger på, i utgangspunktet kan settes til side. Dersom det åpnes for at partene kan innta en bestemmelse i låneavtalen, om at selskapet i visse situasjoner kan konvertere fordringen, vil dette være avtaleregulert. På avtaletidspunktet vil derfor fordringshaveren ha tatt stilling til og akseptert at hans valgrett kan settes til side. Hensynet til

⁹⁷ Se note 103

⁹⁸ NOU 1992:29 Lov om Aksjeselskaper, kap. 9, pkt. 9.1, s. 50

forutberegnelighet for fordringshaveren kan dermed ikke sies å tale for at partenes avtalefrihet må innskrenkes.

Andenæs er imidlertid av den oppfatning at *"... Slike vilkår vil lett svekke interessen for lånet, idet långiverens valgt mellom kreditorposisjon og aksjonærposisjon er et hovedpoeng med låneformen."*⁹⁹

Det kan argumenteres for at det er hold i påstanden til Andenæs, sett i lys av at situasjonen som blir beskrevet i forarbeidene er et tilfelle hvor et flertall av fordringshaverne har besluttet å konvertere, eller et flertall av fordringshaverne allerede har benyttet seg av konverteringsretten. I et slikt tilfelle kan beslutningen om konvertering sies å ha blitt fattet på grunnlag av et investorsynspunkt.

Fordringshaverne kan for eksempel ha vurdert situasjonen slik at selskapets fremtidsutsikter er gode, og at aksjonærposisjonen således er ønskelig. Dette er faktorer enhver fordringshaver i denne posisjonen vil basere sin avgjørelse på, dersom konvertering blir aktuelt. Selskapet er på den annen side låntaker med et naturlig ønske om å bedre egenkapitalsituasjonen, og er derfor normalt først og fremst opptatt av sin egen finansielle situasjon. Hvorvidt en konvertering vil innebære en potensiell gevinst for fordringshaveren, er sannsynligvis av mindre betydning for selskapet. Det kan derfor argumenteres for at deler av det spekulasjonselement som en konvertibel obligasjon bygger på vil kunne bli satt til side dersom selskapet tilstås retten til å konvertere fordringen uavhengig av fordringshaverens beslutning.

Det faktum at forarbeidene fremhever spekulasjonsmomentet, og den potensielle gevinst konvertering kan utgjøre for fordringshaveren, som attraktive egenskaper ved instrument, kan sies å støtte Andenæs sin påstand om at en konverteringsrett for selskapet vil kunne innebære at interessen for instrumentet kan bli svekket.

På den annen side er det ikke snakk om å frata fordringshaveren den rettslig gunstige posisjonen konverteringsretten utgjør. Spørsmålet er om selskapet og fordringshaveren gyldig kan forhandle seg frem til å hjemle en konverteringsrett for selskapet i låneavtalen mellom partene. Dette betyr at selskapet er prisgitt fordringshaverens aksept for at et en konverteringsrett for selskapet skal kunne inntas i lånevilkårene. En slik aksept vil kunne være et forhandlingskort for fordringshaveren ved fastsettelsen av lånets betingelser og konverteringsvilkårene. Videre er en konvertibel obligasjonsavtale et kommersielt rettsforhold hvor partene som regel er profesjonelle. Det har da formodningen for seg at partene har ressurser og evner til å kunne ivareta sine interesser og til å forutberegne sin rettsstilling på avtaletidspunktet.

En adgang for partene til å forhandle seg frem til å tilstå selskapet konverteringsretten, kan dermed ikke sies å være rettslig problematisk for fordringshaveren, og det kan heller ikke sies å være en fare for kreditthensynet. Det er dermed gode argumenter mot den påstand om at et slikt vilkår vil svekke interessen for instrumentet.

3.2.3.3 Vil en konverteringsrett for selskapet være rettslig problematisk for selskapets aksjonærer?

Spørsmålet som reiser seg er om et slikt vilkår vil være rettslig problematisk for selskapets eksisterende aksjonærer, og således i strid med et av de grunnleggende hensyn i aksjelovgivningen.

⁹⁹ Andenæs s. 543

Konsekvensen av at selskapet tilstås konverteringsretten er at selskapet kan gjennomføre en kapitalforhøyelse hvor andre enn selskapets aksjonærer har fortrinnsrett til aksjene. Spørsmålet er om aksjelovgivningens § 10-5 åpner for at selskapet lovlig kan sette til side aksjeeiernes lovbestemte fortrinnsrett til tegning ved kapitalforhøyelse.

Konvertible lån er et alternativ til den mer tradisjonelle form for finansiering i lovens kapittel 10, hvor kapitalforhøyelser gjennomføres umiddelbart med grunnlag i generalforsamlingens beslutning. I aksjelovgivningens § 10-4 er aksjonærenes organisatoriske og økonomiske rettigheter vernet ved at de har en lovbestemt fortrinnsrett til tegning ved kapitalforhøyelse tilsvarende den forholdsmessige eierandel de hadde før emisjonen ble vedtatt. Hensynet til aksjonærene er også ivaretatt i bestemmelsen om fortrinnsrett til tegning av konvertible lån i asl. § 11-2 andre ledd.¹⁰⁰ Det som er viktig i denne sammenheng er å påpeke at både tilsidesettelsen av aksjeeiernes fortrinnsrett etter § 10-5, og beslutningen om utstedelse av et konvertibelt obligasjonslån, krever et flertall som for vedtektsendring på generalforsamlingen.¹⁰¹ Dette betyr at dersom det på generalforsamlingen besluttes at lånet skal utstedes til en tredjemann, har aksjonærene frafalt sin fortrinnsrett til tegning av aksjene som vil utstedes ved konvertering av lånet. Aksjonærene har dermed, allerede på tidspunktet for beslutningen av utstedelsen av det konvertible lånet, akseptert at en eller flere nye aksjonærer skal tillates organisatoriske og økonomiske rettigheter i selskapet på bekostning av deres egen posisjon. Dette taler mot at en konverteringsrett for selskapet vil være rettslig problematisk for selskapets aksjonærer.

På den annen side ble det i forarbeidene til aksjelovgivningen, vedrørende tilførsel av ny kapital til selskaper, gitt uttrykk for at slike former for egenkapitalfinansiering er ønskelig, men samtidig presisert at enkelte finansieringsformer kan *"...være betenkelige ut fra hensynet til investorene, [og]...særlig ut fra hensynet til selskapet eller dets aksjeeiere. Enkelte finansieringsinstrumenter kan føre til endringer i selskapsstrukturen som aksjeeierne ikke har full oversikt over når instrumentene tas i bruk."*¹⁰² Uttalelsen ble imidlertid gitt for over 14 år siden, og siden den gang har bruken konvertible lån som finansieringsinstrument for selskaper økt betraktelig. Det kan dermed legges til grunn at både selskapet og dets aksjonærer har god oversikt over de potensielle endringer som vil kunne skje i selskapsstrukturen, dersom konverteringsretten tas i bruk.

I den omtalte voldgiftssaken fra november 2003, tok voldgiftsdommer Viggo Hagstrøm stilling til spørsmålet hvorvidt aksjonærenes fortrinnsrett innebar at selskapet ikke kunne tilstå konverteringsretten. Hans standpunkt var at den tilsvarende bestemmelse i den tidligere aksjeloven ikke var til hinder for at partene kunne avtale at selskapet skulle kunne kreve fordringen konvertert. Hagstrøm fremhevet at det i protokollen fra generalforsamlingen eksplisitt var angitt at generalforsamlingen aksepterte at vedtaket innebar at aksjonærene hadde frafalt sin fortrinnsrett til tegning etter loven.¹⁰³

¹⁰⁰ Aksjonærer i et allmennaksjeselskap har ikke tilsvarende fortrinnsrett til tegning av en konvertibel obligasjon. Se asal. § 11-2.

¹⁰¹ Se aksjelovgivningens § 10-5 og § 11-2 første ledd.

¹⁰² NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning s. 80.

¹⁰³ Det har ikke vært mulig å få tak i selve dommen da denne i tråd med voldgiftspraksis er unntatt offentlighet. Redegjørelsen er tilfredsstillende omtalt i Nytt i Privatretten nr 2/2004 (heretter Nytt i Privatretten), s. 5-7

Hagstrøm er således også av den oppfatning at et slikt vilkår ikke vil være rettslig problematisk i forhold til selskapets aksjonærer. Samtidig kan det argumenteres for at en slik angivelse i protokollen fra generalforsamlingen ikke er nødvendig. Dersom aksjonærene aksepterer at obligasjonen tegnes av en tredjemann, har de allerede på beslutningstidspunktet frafalt sin fortrinnsrett til tegning da fordringshaveren med hjemmel i loven har tegningsrett til aksjene. Det bør derfor ikke være av betydning for aksjonærene hvorvidt det er selskapet eller fordringshaveren som utøver konverteringsretten. I seg selv kan en konverteringsrett for selskapet i tillegg sies å være en fordel for selskapets aksjonærer, da deres interesser er mer sammenfallende med selskapets interesser enn fordringshaverens.

Det følger av dette at en konverteringsrett for selskapet neppe vil være rettslig problematisk for selskapets eksisterende aksjonærer, og således heller ikke i strid med et av de grunnleggende hensyn i aksjelovgivningen.

Momentene ovenfor må dermed sies å tale for at partene i en konvertibel låneavtale har alminnelig avtalefrihet. Det foreløpige standpunkt er dermed at det i norsk rett er adgang for partene til å avtalefeste at selskapet skal ha rett til å kreve fordringen konvertert til aksjer. Av hensyn til de berørte parter er det imidlertid rimelig å oppstille et krav om at det i selskapsvedtaket og låneavtalen fremgår klart at partene er bevist sin rettsstilling og at de godtar de rettslige virkninger en slik klausul vil kunne få.

3.2.3.4 Rettstilstanden i dansk og svensk rett

3.2.3.4.1 Innledning

For oversiktens skyld kan det være hensiktsmessig å se hen til dansk og svensk aksjelovgivning. Årsaken til dette er at den rettslige reguleringen av konvertible lån som finansieringsinstrument for selskaper kom til i et nordisk rettssamarbeid på 60- og 70-tallet, hvor målet var å skape nordisk rettsenhet.¹⁰⁴ Konvertible lån var i aksjeloven av 1976 regulert i § 5-1. Dagens aksjelovgivnings § 11-1 første ledd bygger i stor grad på denne bestemmelsen. Det vil derfor i det følgende foretas en vurdering av tilsvarende bestemmelser i dansk og svensk rett, og det interessante er om rettstilstanden i disse landene kan bidra til å klargjøre hvorvidt det i norsk rett er adgang til å tilstå selskapet retten til å kreve fordringen konvertert til aksjer.

3.2.3.4.2 Dansk rett

I gjeldende dansk selskapslov gis det i sjetten kapittel, § 41 første ledd, uttrykk for at et konvertibelt lån *"...giver långiveren ret til at konvertere sin fordring til aktier i selskabet"*.¹⁰⁵

De danske rettsteoretikerne Jan Schans Christensen og Erik Werlauff fremholder at bestemmelsen skal forstås slik at et konvertibelt lån ikke kan forplikte fordringshaveren til å konvertere sitt lån til aksjer. Dette er det ikke adgang til etter dansk aksjelovgivning.¹⁰⁶ Dette betyr at rettstilstanden i dansk og

¹⁰⁴ Innst.1970 del 1, kap. 1 s.39

¹⁰⁵ SL, kap. 6, § 41 første ledd

¹⁰⁶ Schans Christensen, s. 368 og Werlauff, Erik, Selskabsret, 4.utgave, København 2000 s. 197

norsk rett er ulik, ettersom det i forarbeidene til den norske aksjelovgivning er gitt klart uttrykk for at partene i en konvertibel låneavtale kan avtale at fordringshaveren på visse fastsatte vilkår kan bli forpliktet til å konvertere sin fordring. Det er med dette klart at det i norsk rett i større grad er et avtalerettslig spørsmål hvorvidt fordringshaveren kan bli forpliktet til å konvertere.

Videre er det interessant at Schans Christensen synes å være kritisk til den danske rettsstilstanden og uttaler følgende i sin bok;

“...I praksis kan dette krav undertiden kollidere med selskabets rimelige ønsker i at sikre, at den gjeld, som det konvertible gjeldsbrev repræsenterer, kan elimineres, uden at der synes at være tungtvejende modhensyn. Hensynet til at give långiveren betænkningstid kan måske være relevant i nogle tilfælde, men må tillægges begrænset vægt ved konvertible gjeldsbreve, der utstedes til professionelle långivere, hvor Aftalelovens almindelige ugyldighedsregler formentlig er en mer hensigtsmæssig regulering”.¹⁰⁷

Schans Christensen synes å være av den oppfatning at det i dansk aksjelovgivning ikke er tungtveiende modhensyn mot å gi partene i et konvertibelt obligasjonslån frihet til å avtale at også selskapet i lånets løpetid skal kunne kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet.

Sett i lys av at de grunnleggende hensyn i dansk og norsk aksjelovgivning i stor grad er sammenfallende, og det faktum at det i norsk rett på avtalerettslig grunnlag er adgang til å forplikte fordringshaveren til å konvertere, må Schans Christensens oppfatning sies å styrke det standpunkt om at det i norsk rett er adgang for partene til å tilstå selskapet retten til å konvertere.

3.2.3.4.3 Svensk rett

I forhold til svensk rett er det innledningsvis hensiktsmessig å påpeke at rettsstilstanden er endret siden den svenske aksjelov av 1975. Det er av den grunn den tidligere svenske aksjelov som eventuelt kan bidra til å klargjøre den norske rettsstilstanden. I den svenske aksjeloven av 1975 femte kapittel § 1 andre ledd ble det gitt uttrykk for at et konvertibelt lån innebar at en *“...borgenär har rätt att helt eller delvis utbyta sin fordran enligt skuldebrevet mot aktier i bolaget.”*¹⁰⁸ I proposisjonen til ny svensk aksjelov av 2006 gir den svenske lovgiver uttrykk for at konvertible lån etter gjeldende svensk rett er:

*“... ett instrument som ger innehavaren rätt att helt eller delvis utbyta sin fordran mot aktier i bolaget...Däremot anses det i dag inte vara tillåtet för svenska aktiebolag att utfärda konvertibler med en skyldighet för innehavaren att byta ut fordran mot aktier.”*¹⁰⁹

I likhet med dansk rett var således den tidligere rettsstilstanden i Sverige at det ikke var tillatt å forplikte fordringshaveren til å konvertere fordringen til aksjer. Som følge av at det i norsk rett, i medhold av uttalelsene i forarbeidene, på avtalerettslig grunnlag er adgang til å forplikte fordringshaveren til å konvertere, er det med dette klart at det ikke var rettsenhet blant de nordiske land på dette punkt.

¹⁰⁷ Schans Christensen, s. 368

¹⁰⁸ Lov om aktiebolag av 1975:1385, kap. 5, § 1, andre ledd.

¹⁰⁹ Den svenske regjeringens proposisjon 2004/05:85 s. 342

For øvrig lyder den nye svenske bestemmelsen slik:

*“...konvertibel: en skuldförbindelse som har getts ut av et aktiebolag mot vederlag och som ger innehavaren, viss man eller viss man eller order rätt eller **skyldighet** att helt eller delvis byta sin fordran mot aktier i bolaget”.*¹¹⁰

Som det fremgår av bestemmelsens ordlyd er den svenske rettstilstanden nå slik at både selskapet og fordringshaveren med hjemmel i loven kan kreve fordringen konvertert til aksjer. I den svenske proposisjonen påpekes det at slike tvungne konvertibler i mange andre land er tillatt, og at det ikke eksisterer prinsipielle grunner mot å tillate slike i Sverige. Den svenske rettstilstanden kan dermed ikke bidra til å klargjøre norsk rett. På den annen side fremsettes det i proposisjonen til ny svensk aksjelovgivning argumenter som kan sies å støtte det standpunkt om at det i norsk rett ikke synes å være tungtveiende hensyn som taler mot at partene på avtalerettslig grunnlag kan tilstå selskapet retten til å konvertere på visse fastsatte vilkår.

I den svenske proposisjonen fremheves for det første at det for selskapenes del vil bety økt mulighet til å utnytte de finansieringsmuligheter som det internasjonale kapitalmarkedet tilbyr. Videre anses ikke et slikt instrument å innebære særskilte ulemper for fordringshaverens del. Den som overveier å tegne et slikt lån må, slik som i andre investeringssituasjoner, veie de mulige risikoer med instrumentet mot det mulige økonomiske utbyttet. Hva gjelder børsnoterte aksjeselskap gis det til slutt uttrykk for at det antas at den risiko som kan være forenlig med slike instrumenter vil på et rimelig vis avspeiles i markedets prising av instrumentet.¹¹¹

Uttalelsen i de svenske forarbeidene kan ikke bidra til å klargjøre den norske rettstilstanden, men argumentene til fordel for at selskapet bør kunne tilstå retten til å konvertere må sies å støtte det standpunkt om at det i norsk rett ikke er tungtveiende hensyn mot å tolke loven slik at partene på avtalerettslig grunnlag kan tilstå selskapet retten til å konvertere på visse fastsatte vilkår.

3.2.3.5 Avslutningsvis

I Hagstrøms redegjørelse i den omtale voldgiftssaken gir han uttrykk for at;

*“det er vanskelig å se at loven kan være til hinder for at selskapet gis en rett til å bestemme konvertering nær låneforfall, dersom långiveren ikke har utøvet sin valgrett. En slik løsning kan neppe undergrave konvertible obligasjoner som et instrument, og den sikrer selskapet en mulighet for å eliminere gjelden i et kortere tidsrom før låneforfall i en situasjon der långiveren verken har valgt å kreve innfrielse eller konvertering”.*¹¹²

Hagstrøm gir uttrykk for at loven ikke kan sies å være til hinder for at selskapet gis en rett til å bestemme konvertering nær låneforfall. Hvorvidt selskapet hadde rett til å konvertere på et tidligere

¹¹⁰ ABL (2006) kap. 11 § 4

¹¹¹ Den svenske regjeringens proposisjon 2004/05:85 s. 342-343

¹¹² Nytt i Privatretten nr 2/2004, s. 7

tidspunkt var ikke omtvistet i saken, da et slikt vilkår ikke var inntatt i låneavtalen. Poenget som dermed kommer til syne i voldgiftssaken, og som er forsøkt klargjort i denne drøftelsen, er at det i norsk aksjelovgivning ikke er tungtveiende hensyn som tilsier at partenes avtalefrihet i aksjelovgivningens § 11-1 første ledd må innskrenkes. Et slikt standpunkt ser det ut til at også Aarbakke mfl. tar.¹¹³

Standpunktet er dermed at en konverteringsrett for selskapet er et rent avtalerettslig spørsmål, hvilket betyr at selskapet kan tilstås retten til å kreve fordringen konvertert til aksjer i selskapet.

¹¹³ Aarbakke mfl. s. 723

4 KILDER

Litteratur

Andenæs, Mads Henry, Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper, 2. utgave (Oslo 2006)

Aarbakke, Magnus mfl., Aksjeloven og Allmennaksjeloven Kommentartutgave, 2. utgave (Oslo 2004)

Bergsåker, Trygve, Pengekravsrett, 1. utgave, 6. opplag (Oslo 2002)

Hagstrøm, Viggo, Voldgiftsavgjørelse redegjort for i Nytt i Privatretten nr. 2/2004

Krüger Andersen, Paul, Aktie og anpartsselskabsret, 10. utgave (København 2008)

Mattsson, Nils, Nya former för aktiebolagens finansiering, Tidskrift for Rettsvitenskap (Oslo 1976)

Marshall, Tom, Will mandatories catch on in Europe?, Euromoney, Vol. 34, Issue 405, p.8, 2p (Januar 2008)

Rohde, Knut, Aktiebolagsrätt, 17. Opplag (Stockholm 1995)

Skog, Rolf, Rodhes Aktiebolagsrätt, 22. opplag (Stockholm 2009)

Schans Christensen, Jan, Kapitalselskaber Aktie og Anpartsselskabsret, 3. utgave (København 2009)

Werlauff, Erik, Selskabsret, 4. utgave (København 2000)

Skåre, Jan, Knudsen, Gudmund, Lov om aksje med kommentarer, 3. utgave (Oslo 1987)

Skåre, Jan, Spørsmål om anfektelse av generalforsamlingsbeslutning, Tidskrift for Rettsvitenskap (Oslo 1997)

Truyen, Filip, Aksjonærenes myndighetsmisbruk, (Bergen 2004)

Veiledende forhåndsuttalelse, Sentralskattekontoret for storbedrifter: Konvertible obligasjoner og fritaksmetoden, utgave nr. 2/2007, (2007-607SFS)

Lov

Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper

Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant

Lov 8. juni 1984 om fordringshaverens dekningsrett

Lov 26. juni 1992 nr. 86 om tvangsfullbyrdelse

Lov 21. juni 1985 nr. 78 om registrering av foretak

Forarbeider

NU-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 (aksjeloven)

NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning

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

Lovavdelingen 15. november 1994, jnr 94/1297 E SBe/mk

Rettspraksis

Rt. 2000 s. 1792

Svensk lov og forarbeider

Lov om aktiebolag 1975:1385 (Aktiebolagslagen)

Lov 1. januar 2006 om aktiebolag (Aktiebolagslagen)

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag (<http://www.sweden.gov.se/sb/d/4456/a/40814>)

Dansk lov

Lov 12. juni 2009 nr. 470 om aktie og anpartsselskaber (selskabsloven)

Relevant praksis

Marine Harvest ASA 10/15 4,50% EUR CONV – ISIN:NO0010565807 (Stamdata)

Marine Harvest ASAs hjemmeside: <http://www.marineharvest.com/en/Investor1/Press-releases/2010/Marine-Harvest-announces-the-pricing-for-its-convertible-bond-offering/>

Oslo Børs, Newsweb, MeldingsID:248638

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=248638>

REC ASA 09/14 6,50% EUR SUB CONV – ISIN: NO0010543457 (Stamdata)