

UiO : **Det juridiske fakultet**

# Fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet ved cross-class cram-down

En analyse av konkurstesten og regelen om absolutt prioritet etter Justis- og beredskapsdepartementets forslag til permanente regler om rekonstruksjon

Kandidatnummer: 618

Leveringsfrist: 15.12.2025

Antall ord: 15 842



# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>1</b>
1.1	Tema og problemstilling .....	1
1.2	Rettskilder og metodiske utfordringer .....	3
<b>2</b>	<b>INNFØRINGEN AV REGLER OM KLASSEINNDELING OG CROSS-CLASS CRAM-DOWN .....</b>	<b>5</b>
2.1	Innledning .....	5
2.2	Dagens regelverk.....	5
2.2.1	Vilkår for åpning av rekonstruksjonsforhandling.....	5
2.2.2	Rekonstruksjon med tvangsakkord.....	6
2.2.3	Vedtakelse og stadfestelse av akkordforslaget .....	7
2.3	Reglene om klasseinndeling og cross-class cram-down .....	8
2.3.1	Behovet for nye regler og reglenes formål .....	8
2.3.2	Klasseinndelingen og tiltak som aktørene kan bindes til .....	9
2.3.3	Vedtakelse og stadfestelse ved cross-class cram-down.....	11
<b>3</b>	<b>KONKURSTESTEN – <i>FORDRINGSHAVERENS BESTE INTERESSE</i> .....</b>	<b>14</b>
3.1	Innledning .....	14
3.2	Vurderingskriteriet etter konkurstesten.....	14
3.2.1	Fordringshaveren kan ikke stilles dårligere enn ved konkurs .....	14
3.3	Fordringshaverens dekning etter akkordforslaget.....	15
3.3.1	Løsningen må omregnes til en pengeverdi .....	15
3.4	Fordringshaverens dekning ved konkurs .....	16
3.4.1	Betydningen av fordringshaverens prioritet .....	16
3.4.2	Betydningen av verdsettelse .....	17
3.5	Særlig om pantesikrede fordringshavere.....	19
3.5.1	Konkurstestens praktiske betydning for pantesikrede fordringshavere.....	19
3.5.2	Den pantesikrede fordringshaverens dekning etter akkordforslaget .....	20
3.5.3	Den pantesikrede fordringshaverens dekning ved konkurs .....	21
3.6	Særlig om aksjonærene .....	22
3.7	Konkurstesten etablerer bunnlinjen for fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet....	22
3.8	Sammenfatning .....	23
<b>4</b>	<b>PRIORITETSREGELN VED CROSS-CLASS CRAM-DOWN.....</b>	<b>24</b>
4.1	Innledning .....	24
4.2	Likebehandlingskravet.....	25

4.3	Kravet om full dekning .....	25
4.3.1	Fordelingen må baseres på en verdsettelse av selskapet i rekonstruert stand ..	27
4.4	Unntaket for aksjonærene .....	28
4.4.1	Betydningen av aksjonærenes goodwill .....	30
4.4.2	Vil unntaket for aksjonærer åpne for misbruk av rekonstruksjonsinstituttet?..	32
4.5	Det skjønsmessige unntaket fra regelen om absolutt prioritet .....	33
4.5.1	Unntakets ordlyd og begrunnelse .....	33
4.5.2	Nødvendig eller rimelig for å nå målene med rekonstruksjonsforslaget.....	34
4.6	Et praktisk blikk på regelen om absolutt prioritet.....	37
4.6.1	Forholdet mellom vernet etter konkurstesten og regelen om absolutt prioritet	37
4.6.2	Forhandlingsmakt og holdout-posisjoner .....	39
4.6.3	Refleksjoner rundt pantesikrede fordringshaveres unntaksfrihet .....	40
4.7	Har vilkåret om at rekonstruksjonsforslaget må være <i>rimelig og rettferdig</i> en selvstendig betydning ved cross-class cram-down?.....	41
<b>5</b>	<b>OPPSUMMERING OG AVSLUTTENDE PERSPEKTIVER.....</b>	<b>43</b>
	<b>LITTERATURLISTE.....</b>	<b>44</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og problemstilling

I nær fremtid vil Norge trolig få sine første permanente regler om rekonstruksjon. I 2023 og 2024 sendte Justis- og beredskapsdepartementet (heretter departementet) utkast til permanente regler om rekonstruksjon ut på høring.<sup>1</sup> Lovutkastene åpner for klasseinndeling av aktører og en utvidet adgang til å berøre aktører mot sin vilje i rekonstruksjon.

En utvidet adgang til å binde aktører mot sin vilje, fordrer regler som beskytter de samme aktørene mot diskriminerende og urimelige løsninger. Konkurstesten og regelen om absolutt prioritet har, sammen med andre regler, til hensikt å beskytte aktørene som kan berøres ved cross-class cram-down. Konkurstesten oppstiller et krav til minstedekning for den enkelte dissenterende fordringshaver i rekonstruksjon. Regelen om absolutt prioritet fordeler rekonstruksjonsoverskuddet over konkurstestens krav til minstedekning.

Oppgavens overordnede problemstilling er hvilke rammer konkurstesten og den foreslåtte regelen om absolutt prioritet oppstiller for fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet ved cross-class cram-down. Oppgavens andre del vil kort redegjøre for de relevante reglene etter gjeldende rett, og peke på behovet for nye regler. Oppgavens tredje del vil analysere hvilke krav konkurstesten stiller til kreditorenes minstedekning. Oppgavens fjerde del vil analysere og vurdere den foreslåtte regelen om absolutt prioritet.

Med "cross-class cram-down" siktes det til mekanismen for gjennomtvungelse av akkordforslag overfor en eller flere dissenterende klasser.<sup>2</sup> "Konkurstesten" referer til kriteriet om *fordringshaverens beste interesse*, og i EU direktiv 2019/1023 som *best-interest-of-creditors test* (BIT).<sup>3</sup> I oppgaven omtales kriteriet for enkelhets skyld som *konkurstesten*.

I Norge tillegges gjerne rekonstruksjonsinstituttet en negativ funksjon: Rekonstruksjonsforhandlinger åpnes for å *unngå* konkurs. I forarbeidene til den midlertidige rekonstruksjonsloven fremholdes det at "siktemålet med nye regler bør i utgangspunktet være å hindre konkurs (...)".

<sup>4</sup> Rekonstruksjon er et onde, men etter omstendighetene et nødvendig onde, for å unngå det

---

<sup>1</sup> Justis- og Beredskapsdepartementets høringsnotat av 13. januar 2023: Endringer i konkursloven mv. (rekonstruksjon); høringsnotat av 20. mars 2024: Høring – rekonstruksjonsforhandling – enkelte spørsmål om stemmerett, klasseinndeling og vedtakelse (sikrede fordringshaveres stilling mv.).

<sup>2</sup> Se punkt 3.1.

<sup>3</sup> Directive (EU) 2019/1023 of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132.

<sup>4</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 13.

større ondet konkurs.<sup>5</sup> Tilnærmingen er ikke ulogisk: Ved konkurs er selskapet insolvent, og har ikke midler til dekning for alle kreditorenes krav.<sup>6</sup> Når et aksjeselskap går konkurs, har også aksjonærene tapt sin egenkapital. Rekonstruksjon kan derfor ofte være et bedre alternativ.

I utenlandsk litteratur rettes mer fokus mot rekonstruksjonsinstituttets verdibevarende og verdimaksimerende funksjon: Rekonstruksjon handler om å maksimere og utnytte *rekonstruksjonsoverskuddet*.<sup>7</sup> Med *rekonstruksjonsoverskuddet* menes "differansen mellom verdien av selskapet i rekonstruert stand og hva et konkurssalg av virksomheten vil kunne innbringe."<sup>8</sup> Rekonstruksjonsoverskuddet er ikke nødvendigvis differansen mellom verdien av selskapets eiendeler ved videre drift (som et *going concern*) og ved likvidasjon (enkeltvis eller delvis salg av skyldnerens eiendeler).<sup>9</sup> Et selskap vil etter omstendighetene kunne selges som et *going concern* også ved konkurssalg.<sup>10</sup>

En rekonstruksjon er bare vellykket om den senker skyldnerens gjeldsbyrde, og forbedrer likviditeten, i en utstrekning som muliggjør videre og lønnsom drift. Reglene om fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet vil også regulere hvilke aktører som må ta tap, og må derfor balansere skyldnerens behov for gjeldsnedskrivelse mot hensynet til en hensiktsmessig og rimelig fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet.

Foreligger det et rekonstruksjonsoverskudd, vil rekonstruksjon som regel være i kreditorenes interesse. Kreditorenes dekningsgrunnlag bedres, sammenliknet med konkurs, gjennom deltakelse i rekonstruksjonsoverskuddet. Hensynet til de kollektive interessene i utnyttelse av rekonstruksjonsoverskuddet begrunner adgangen til å kunne berøre dissenterende aktører ved cross-class cram-down.<sup>11</sup> Derfor er det nyttig for oppgavens problemstilling å se på rekonstruksjonsinstituttet som et verktøy hvis formål er bevaring og maksimering av verdier som kun kan utnyttes ved rekonstruksjon.

---

<sup>5</sup> Villars-Dahls enpersonsutredning (2016) s. 10 flg.

<sup>6</sup> "Kreditor" og "fordringshaver" vil i oppgaven brukes om hverandre, men med det samme meningsinnholdet.

<sup>7</sup> Se Tollenaar (2019) pkt. 3.4.3 og Madaus (2019) s. 3.

<sup>8</sup> Ellingsæter (2020b) s. punkt 6.3.

<sup>9</sup> Se punkt 4.3.2 om verdsettelse av virksomheten i rekonstruert stand.

<sup>10</sup> I så fall tilsvarende rekonstruksjonsoverskuddet bare "rabatten" som gis en kjøper av et samlet konkursbo, se Tollenaar (2016) punkt 3.4.3.

<sup>11</sup> Se punkt 2.3.1.

## 1.2 Rettskilder og metodiske utfordringer

Oppgaven vil i stor grad bygge på departementets lovutkast i to høringsnotater utarbeidet av Justis- og beredskapsdepartementet (heretter departementet) i 2023 og 2024.<sup>12</sup> Høringsnotat 2023 inneholder et fullstendig lovutkast, og Høringsnotat 2024 inneholder utkast til et nærmere utvalg regler. Departementet uttaler at de to lovutkastene må ses i sammenheng, slik at 2024-utkastet utfyller og korrigerer utkastet fra 2023.<sup>13</sup> Konkurstesten reguleres i Høringsnotat 2023. Prioritetsregelen er inkludert i begge lovutkastene, men er endret i Høringsnotat 2024.

Lovutkastene markerer første steg i lovarbeidet med permanente regler om rekonstruksjon. Etersom lovarbeidet er på et tidlig stadium, vil de to lovutkastene i seg selv ha begrenset rettskildemessig vekt når det etter hvert foreligger en proposisjon og en vedtatt lov. På det nåværende stadiet i lovarbeidet, er man uansett henvist til lovutkastene etter høringsnotatene. Lovutkastene vil som et utgangspunkt tolkes som alminnelig lov i tråd med rettsdogmatisk metode.<sup>14</sup>

Det kan være grunn til å fravike alminnelig lovtolkningslære ved å legge mindre vekt på ordlyden i utkastene, og større vekt på reglenes bakgrunn og begrunnelser. En viktig begrunnelse for at ordlyden utgjør utgangspunktet for alminnelig lovtolkning, er at lovens ordlyd nøye gjennomarbeides på de ulike stadiene i lovgivningsfasen, slik at det endelige lovutkastet som vedtas presumtivist har et presist og dekkende språklig innhold, i tråd med lovgivers intensjoner. Et lovutkast på høringsstadiet er nødvendigvis mindre gjennomarbeidet. Poenget med høringsrundene er å få samfunnsaktørers innspill til lovens utforming. Lovutkastenes ordlyd vil uansett utgjøre utgangspunktet for tolkningen.

En metodisk utfordring ved oppgavens tema er fraværet av rettspraksis. De berørte aktørene i rekonstruksjon har et insitament til å unngå langvarige rettsprosesser, og rettens involvering i rekonstruksjonsforhandlingene er begrenset. Rettens avgjørelser treffes i kjennelses form. I fraværet av relevant rettspraksis, vil det være særlig relevant å forstå de foreslåtte reglene i lys av eksisterende lovgivning. Selv om konseptet cross-class cram-down er nytt i norsk sammenheng, bygger flere av de foreslåtte reglene videre på gjeldende lovgivning.

De foreslåtte reglene er sterkt inspirert av EU direktiv 2019/1023.<sup>15</sup> Direktivet er ansett for å være EØS-relevant av EU, men ikke av EØS-landene selv.<sup>16</sup> Norge er derfor ikke formelt bundet av direktivet gjennom EØS-avtalen. Departementet uttaler likevel at "det er ønskelig å

---

<sup>12</sup> De to lovutkastene vil refereres til i oppgaven som Høringsnotat 2023 og Høringsnotat 2024.

<sup>13</sup> Høringsnotat 2024 s. 3.

<sup>14</sup> Rettsdogmatisk metode er å gi "fremstillinger av gjeldende rett, det vil si utredninger om innholdet av gjeldende rettsregler.", Skoghøy (2023) s. 28.

<sup>15</sup> Høringsnotat 2023 s. 8 og høringsnotat 2024 s. 3.

<sup>16</sup> EFTA (2025).

harmonisere norske regler om rekonstruksjon med EU-direktivet der vektige hensyn ikke tilsier noe annet".<sup>17</sup> Hensynet til rettsenhet tilsier at norske regler om rekonstruksjon bør være i samsvar med direktivets krav. For selskaper med tilknytning til flere jurisdiksjoner kan ulike verneivåer for kreditorer skape uønskede incitamentener til *forum shopping*, der kreditorer kan spekulere i å innlede rekonstruksjonsforhandlinger i jurisdiksjoner med gunstige regler.<sup>18</sup>

Direktivets regler kan også brukes som tolkningsbidrag i kraft av sin argumentasjonsverdi. Direktivets regler søker å ivareta de samme grunnleggende hensynene som de norske reglene om rekonstruksjon, og er presumtivist nøy gjennomarbeidet i EUs lovgivningsprosess. Medlemslandenes gjennomføring av direktivets regler kan også tillegges vekt i kraft av sin argumentasjonsverdi. Det er ellers et poeng at direktivet nettopp er et direktiv, og dermed kun stiller krav om en minimumsharmonisering. Medlemslandene har derfor stor grad av fleksibilitet ved sin nasjonale gjennomføring av reglene.<sup>19</sup>

Direktivet er inspirert av de amerikanske reglene for rekonstruksjon etter *U.S Bankruptcy Code Chapter 11*.<sup>20</sup> Også amerikansk rett kan derfor kaste lys over forståelsen av innholdet i lovutkastene. Utenlandsk rett og juridisk teori vil brukes i egenskap av sin argumentasjonsverdi. Dette har også sammenheng med at oppgaven tar for seg regler som allerede eksisterer i mange andre jurisdiksjoner, men foreløpig ikke i Norge.

---

<sup>17</sup> Høringsnotat 2023 s. 8.

<sup>18</sup> EU Direktiv 2015/848 inneholder vernetingsregler som nettopp søker å motvirke forum shopping på insolvensrettens område, se bl.a. direktivets fortale (29).

<sup>19</sup> Direktivets fleksibilitet kommer for eksempel til uttrykk ved at medlemslandene kan velge mellom to ulike prioritetsregler, se punkt 4.1.

<sup>20</sup> Paulus (2019) s. 187.

## 2 Innføringen av regler om klasseinndeling og cross-class cram-down

### 2.1 Innledning

Dagens midlertidige rekonstruksjonslov (rekonstruksjonsloven) ble vedtatt i 2020 med et uttalt formål om å bekjempe konkurser og redde levedyktige selskaper under covid-19-pandemien.<sup>21</sup> Innholdet i loven er i stor grad basert på Leif Villars-Dahls enpersonutredning fra 2016.<sup>22</sup> Loven er i kraft frem til juli 2026, i påvente av nye og permanente regler.<sup>23</sup> Så lenge den er i kraft, erstatter rekonstruksjonsloven konkurslovens første del om gjeldsforhandling.<sup>24</sup>

De foreslåtte reglene om rekonstruksjon vil delvis videreføre og delvis endre dagens rettstilstand. Derfor vil det gis en kort redegjørelse for relevante trekk ved gjeldende rett i punkt 2.2. Gjennomgangen tar også sikte på å synliggjøre behovet for nye og mer fleksible regler. For å peke på konteksten som konkurstesten og prioritetsregelen inngår i, gis det en kort redegjørelse av de foreslåtte reglene om klasseinndeling og mekanismen ved cross-class cram-down i punkt 2.3.

### 2.2 Dagens regelverk

#### 2.2.1 Vilkår for åpning av rekonstruksjonsforhandling

Rekonstruksjonsloven § 2 (1) første punktum angir at en skyldner "som har eller i all overskuelig fremtid vil få alvorlige økonomiske problemer" kan begjære åpning av rekonstruksjonsforhandling. Ordlyden stiller ikke krav om at skyldneren er insolvent. En skyldner er insolvent når denne ikke kan betale sine krav etter hvert som de forfaller (illikviditet), og er i underbalanse (insuffisiens).<sup>25</sup> Lovgiver ønsker med formuleringen i § 2 (1) å fravike det tidligere kravet om illikviditet for åpning av gjeldsforhandlinger etter konkursloven.<sup>26</sup> Hensikten er å legge til rette for flere vellykkede rekonstruksjoner: "For å gjennomføre vellykkede rekonstruksjonsforhandlinger har skyldnerne behov for likviditet".<sup>27</sup> Hvis en kreditor fremsetter begjæring om åpning av rekonstruksjonsforhandling, stilles imidlertid krav om at skyldneren er illikvid.<sup>28</sup> De

---

<sup>21</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 6; Midlertidig lov 7. mai 2020 nr. 38 om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven).

<sup>22</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 9.

<sup>23</sup> Prop. 68 L (2024-2025) s. 2.

<sup>24</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 13.

<sup>25</sup> Lov 8. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven) § 61.

<sup>26</sup> Konkursloven § 1 a.

<sup>27</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 18.

<sup>28</sup> Rekonstruksjonsloven § 2 (1) annet punktum.

foreslåtte reglene baserer seg på samme vilkår for åpning av rekonstruksjonsforhandling som dagens regler.<sup>29</sup>

Loven åpner for rekonstruksjon av både privatpersoner og juridiske personer.<sup>30</sup> Rekonstruksjon er imidlertid mest praktisk for næringsdrivende i form av aksjeselskap (heretter AS) og allmennaksjeselskap (heretter ASA), og det forutsettes i det følgende at skyldneren er et AS eller ASA. Med "selskapet" siktes det i oppgaven til et skyldnerselskap i rekonstruksjon eller konkurs, med mindre noe annet fremgår av konteksten.

### 2.2.2 Rekonstruksjon med tvangsakkord

Et selskap i økonomiske vanskeligheter har flere verktøy på hånden for å avhjelpe sine økonomiske problemer. Selskapet kan først og fremst foreta operasjonelle driftsendringer, typisk ved å kutte kostnader. En annen mulighet er utenrettslig restrukturering. I en utenrettslig restrukturering vil selskapet kunne forhandle avtalebaserte løsninger med kreditorene utenfor rekonstruksjonslovens rammer. Rekonstruksjonsloven gir regler om frivillig og tvungen rekonstruksjon.<sup>31</sup> En løsning ved frivillig rekonstruksjon krever samtlige berørte kreditors samtykke, jf. § 29 (1). Uten samtlige kreditors samtykke kan retten på nærmere vilkår tvinge et mindretall av kreditorene til å godta et rekonstruksjonsforslag etter reglene i rekonstruksjonsloven kapittel 7.

Et rekonstruksjonsforslag som gis virkning overfor aktører som ikke samtykker til dette, kalles en *tvangsakkord*. En tvangsakkord er først bindende overfor de berørte kreditorene når denne stadfestes av en domstol ved kjennelse.<sup>32</sup> Til beskyttelse av kreditorene som ikke samtykker til akkorden, oppstiller loven nærmere vilkår for vedtakelse og stadfestelse av en tvangsakkord.

Rekonstruksjonsloven § 34 (1) nr. 1-5 gir en uttømmende liste over hvilke tiltak en tvangsakkord kan gå ut på.<sup>33</sup> Akkordforslag kan gå ut på betalingsutsettelse, dividende i form av prosentvis gjeldsreduksjon, og virksomhetsoverdragelse. Nytt med rekonstruksjonsloven er at akkordforslag også kan gå ut på konvertering av gjeld til egenkapital, såkalt gjeldskonvertering. Ved gjeldskonvertering skrives fordringen ned mot at kreditoren tildeles aksjer i selskapet av tilsvarende verdi, gjennom en rettet emisjon. Gjennom emisjonen blir de opprinnelige aksjonærenes eierandeler utvannet. Tvangsakkord med gjeldskonvertering krever

---

<sup>29</sup> Høringsnotat 2023 § 1 og s. 161.

<sup>30</sup> Prop.75 L (2019-2020) s. 22.

<sup>31</sup> For begge kreves at de økonomiske vilkårene etter § 2 er oppfylt.

<sup>32</sup> Rekonstruksjonsloven § 51 og 54.

<sup>33</sup> I tillegg til minimumsdividende, jf. § 34 (2).

generalforsamlingsbeslutning med alminnelig flertall. Akkordforslag kan dessuten gå ut på en kombinasjon av de ovennevnte ordningene, jf. § 34 (1) nr. 6

De ulike tiltakene har til hensikt å lette gjeldsbyrden og bedre likviditeten for selskapet. Betalingsutsettelse vil gi selskapet en pustepause fra løpende betalingsforpliktelser, og kan i noen tilfeller være tilstrekkelig for å løse midlertidige likviditetsproblemer. Kreditorer som må tåle betalingsutsettelse vil ta del i rekonstruksjonsoverskuddet i den utstrekning denne ville fått dårligere dekning ved konkurs: Fordringen skrives ikke ned. Nedskrivelse av fordringer vil permanent forbedre selskapets likviditet og balanse. Ofte vil dividende foreslås i kombinasjon med gjeldskonvertering. Ved gjeldskonvertering får kreditorene ta del i rekonstruksjonsoverskuddet gjennom oppsiden av aksjeinnhav i det rekonstruerte selskapet.

Loven begrenser også hvilke aktører som kan bindes av en tvangsakkord. En tvangsakkord er i utgangspunktet bindende for kreditorer med krav som skriver seg fra tiden forut for rekonstruksjonsforhandlingen åpnes, jf § 54.<sup>34</sup> Bestemmelsen oppstiller unntak for fordringshavere med fortrinnsrett etter dekningsloven kapittel 9, pantesikrede fordringshavere, og motregningsberettigede fordringshavere, jf § 54 (1) nr. 1-3.<sup>35</sup> Pantesikrede fordringshavere kan som et utgangspunkt derfor ikke berøres etter et akkordforslag mot sin vilje.<sup>36</sup> Beskyttelsen av pantesikrede fordringshavere må forstås på bakgrunn av panthaveres sterke vern etter norsk rett.

### 2.2.3 Vedtakelse og stadfestelse av akkordforslaget

For at akkorden skal være bindende for de berørte aktørene, må den vedtas med tilstrekkelig flertall, og oppfylle de nærmere vilkårene for stadfestelse. Som et utgangspunkt gir alle kjente fordringer stemmerett over akkorden, men det gjøres unntak for blant annet fordringer som akkorden ikke er bindende for etter § 54. De stemmeberettigede kreditorene stemmer samlet over akkordforslaget. Akkorden vedtas når fordringer som representerer minst en halvdel av det stemmeberettigede beløpet, stemmer for forslaget, jf. § 42. Flertallskravet er senket sammenliknet gjeldsordningsreglene etter konkursloven, hvor det gjaldt krav om kvalifisert flertall.<sup>37</sup>

Vedtas akkorden med tilstrekkelig flertall, kan den på nærmere vilkår stadfestes av retten, med tvingende virkning overfor et eventuelt mindretall. Vilråene for stadfestelse har til hensikt å beskytte mindretallet. Retten *kan* nekte stadfestelse når det vil virke *støtende* å stadfeste akkordforslaget, eller forslaget ikke er *rimelig og rettferdig* overfor kreditorene, jf § 48 (1) nr. 1 og 2. Etter begjæring fra rekonstruksjonsutvalget eller en berørt aktør, kan retten også nekte

<sup>34</sup> Bestemmelsen viderefører konkursloven § 55, jf. Prop. L 75 (2019-2020).

<sup>35</sup> Lov 8. juni 1984 nr. 59 om fordringshavernes dekningsrett (dekningsloven).

<sup>36</sup> Pantesikrede fordringshavere kan imidlertid samtykke til å berøres i frivillig rekonstruksjon.

<sup>37</sup> Konkursloven § 43.

stadfestelse om akkorden ikke er i tråd med kreditorenes felles interesser, blant annet ved at "dividenden som er tilbudt, står i vesentlig misforhold til skyldnerens betalingsmuligheter og særlig til hvilken dekning som kan forventes ved en konkurs".<sup>38</sup>

## 2.3 Reglene om klasseinndeling og cross-class cram-down

### 2.3.1 Behovet for nye regler og reglenes formål

Kravet om alminnelig stemmeflertall etter rekonstruksjonsloven innebærer at én kreditor hvis fordring utgjør mer enn 50% av det stemmeberettigede beløpet, har vetorett til å blokkere akkordforslaget. Kreditoren behøver ikke å ha en god begrunnelse for hvorfor vedkommende stemmer mot forslaget. Uten tilstrekkelig flertall for akkordforslaget i første runde, har skyldneren en begrenset adgang til å fremsette et nytt forslag etter § 43 (1). Retten prøver ellers av eget tiltak, *ex officio*, om akkordforslaget er vedtatt med nødvendig flertall, jf. § 47 nr. 2. Er ikke flertallskravet oppfylt skal retten nekte å stadfeste akkordforslaget, jf. § 47. Ved nektelse av stadfestelse av akkorden, skal retten samtidig innstille rekonstruksjonsforhandlingen og åpne konkurs, jf. § 58 (1) nr. 2.

I praksis legger dagens regler om vedtakelse og stadfestelse av akkordforslag opp til at én eller et fåtall kreditorer kan hindre kreditorfellesskapets utnyttelse i rekonstruksjonsoverskuddet. Vetoretten til kreditorer med stemmeflertall gir dem også en uforholdsmessig forhandlingsmakt ved utarbeidelsen av akkordforslaget. Med utgangspunkt i trusselen om å blokkere akkordforslaget, kan kreditorene kreve en større andel av rekonstruksjonsoverskuddet, på de andre kreditorenes bekostning. En slik forhandlingsposisjon omtales gjerne som en *holdout-posisjon*, og gir dårlige rammer for rekonstruksjonsforhandlingene. Ved siden av å gi enkelte kreditorer en uforholdsmessig forhandlingsmakt, kan holdout-posisjoner føre til verdiforringende forsinkelser i forhandlingene.

Den midlertidige rekonstruksjonsloven gir også liten grad av fleksibilitet til å tilby ulike kreditorer ulik løsning. Pantesikrede fordringshavere kan som kjent ikke berøres ved tvangsakkord, men kun når de samtykker til dette. Dette fremholdes som en årsak til at de midlertidige reglene om rekonstruksjon brukes lite i praksis.<sup>39</sup> Forskjellsbehandling av usikrede kreditorer er mulig når dette er "rimelig og rettferdig" etter § 48 (1) nr. 1. I forarbeidene til rekonstruksjonsloven uttaler Konkursrådet at det på sikt vil være behov for en klasseinndeling av fordringshavere, slik at man kan tilby klassene ulik løsning ved tvungen rekonstruksjon.<sup>40</sup> For eksempel vil det

---

<sup>38</sup> Rekonstruksjonsloven § 49 nr. 2.

<sup>39</sup> Ellingsæter (2021).

<sup>40</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 43.

etter omstendighetene være behov for å tilgodese driftskritiske leverandører og kunder over andre fordringshavere, for å sikre videre drift.<sup>41</sup>

Et grunnleggende formål med de nye reglene er å beskytte fordringshavernes kollektive interesser i å utnytte rekonstruksjonsoverskuddet ved å hindre mindretallsblokkering av gode løsninger. Samtidig vil man med klasseinndelingen kunne tilby grupper av fordringshavere ulik løsning, som vil sikre større grad av fleksibilitet, og legge til rette for flere vellykkede rekonstruksjoner. Høringsnotat 2024 åpner for cross-class cram-down overfor dissenterende klasser av pantesikrede fordringshavere, slik at også disse kan berøres ved tvangsakkord.

### 2.3.2 Klasseinndelingen og tiltak som aktørene kan bindes til

Høringsnotat 2024 § d bestemmer at "berørte aktører" skal deles inn i en eller flere klasser. Hvem som regnes som berørte aktører etter de foreslåtte reglene, utvides sammenlignet med gjeldende rett. Etter § c regnes en aktør som berørt av akkordforslaget når det endrer aktørens rettigheter eller forpliktelser etter sin *fordring eller interesse*. Høringsnotatet bruker de nøytrale ordene *aktør* og *interesse* fordi aksjonærer etter forslaget vil anses som berørte når akkordforslaget går ut på tiltak som endrer selskapets kapitalstruktur, typisk gjeldskonvertering, jf. § c første ledd siste punktum. Aksjonærene får ved gjeldskonvertering endret sine rettigheter gjennom eierinteressen ved at sin eierandel vannes ut. De foreslåtte reglene åpner også for å berøre pantesikrede fordringshavere, jf. § c forutsetningsvis. Bestemmelsen om klasseinndeling krever som et minimum at "fordringshavere med pantesikrede fordringer, fordringshavere med usikrede fordringer og eiere alltid deles inn i ulike klasser".<sup>42</sup> Utover dette skal det deles inn i ytterligere klasser når aktørene tilbys ulik løsning, slik at de som tilbys samme løsning, deltar i samme klasse.

De foreslåtte reglene representerer en utvidelse også av hva et akkordforslag kan gå ut på. Etter Høringsnotat 2024 § b nr. 1 kan forslaget gå ut på "tiltak som endrer rettigheter og forpliktelser knyttet til fordringer" som kan berøres av akkorden. Ordlyden legger opp til en åpen og fleksibel regulering, men betalingsutsettelse og gjeldsreduksjon vil fremdeles være praktiske løsninger.<sup>43</sup> Det åpnes også for "tiltak etter aksjeloven eller allmennaksjeloven kapittel 10, 11 eller 12". Alternativet omfatter gjeldskonvertering, men også andre tiltak som krever endring av aksjekapitalen, for eksempel at eksisterende eiere skyter inn frisk egenkapital.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> Høringsnotat 2024 § d.

<sup>43</sup> Høringsnotat 2024 s. 36.

<sup>44</sup> Ibid.

Tiltak som medfører en endring i selskapets kapitalstruktur kan som et utgangspunkt fremdeles bare binde fordringshavere som samtykker til dette, jf. § b annet ledd første punktum. Unntaksvis kan retten binde fordringshavere til å godta gjeldskonvertering når tungtveiende hensyn taler for det, og fordringshaverne åpenbart ikke har rimelig grunn til å motsette seg dette, jf. § b annet ledd annet punktum. I realiteten innebærer bestemmelsen at det skal mye til for at fordringshavere kan tvinges til gjeldskonvertering mot sin vilje. Fordringshaverne vil som nevnt kunne ha interesse i deltakelse i rekonstruksjonsoverskuddet gjennom aksjeinnehavet post-rekonstruksjon, men det er ikke forenelig med alle fordringshaveres drift å komme på eiersiden i selskapet.<sup>45</sup>

Hensynet til fleksible løsninger må avveies mot hensynet til forutsigbarhet og beskyttelse av de berørte aktørenes interesser. Etter § b tredje ledd oppstilles derfor krav om at ulik behandling av fordringshavere med samme prioritet, må være begrunnet i fordringshavernes felles interesser. Forskjellsbehandlingen må i tillegg være "nødvendig for å oppnå formålet med rekonstruksjonsforhandlingen", jf. § b tredje ledd annet pkt. Bestemmelsen oppstiller en begrunnelsesplikt for eventuell forskjellsbehandling av de berørte aktørene i akkordforslaget, men tjener ikke som grunnlag for å nekte stadfestelse av akkorden.<sup>46</sup> Kravet må derfor forstås som nettopp en begrunnelsesplikt for klasseinndelingen. Det er uklart hvilken rettsvirkning brudd med kravet får. Retten prøver ved stadfestelse om klasseinndelingen oppfyller lovens krav, og avsier avgjørelse om dette som må påankes sammen med stadfestelseskjennelsen, jf. Høringsnotat 2023 § 50 første ledd. Departementet uttaler at det uansett i praksis vil gjelde andre "skranker for adgangen til å forskjellsbehandle fordringshaverne", og viser i denne forbindelse til den foreslåtte prioritetsregelen.<sup>47</sup>

Høringsnotat 2023 § 38 annet ledd lot det være valgfritt for små og mellomstore bedrifter (SMB) å foreta en klasseinndeling av de stemmeberettigede aktørene.<sup>48</sup> Høringsnotat 2024 § d gjør imidlertid reglene om klasseinndeling og cross-class cram-down obligatorisk i alle rekonstruksjoner.<sup>49</sup> Grensen mellom SMB og store bedrifter trekkes opp etter direktivets kriterier. Direktivers fortale (18) viser videre til grenseverdiene i direktiv 2013/34, som definerer SMB som virksomheter med færre enn 250 ansatte, en nettoomsättning på under EUR 50 millioner, og med en samlet årlig balanse på under EUR 43 millioner.<sup>50</sup> Etter EUs kriterier er 99,9 % av norske foretak å regne som SMB.<sup>51</sup>

---

<sup>45</sup> Høringsnotat 2024 s. 13.

<sup>46</sup> Høringsnotat 2024 s. 15.

<sup>47</sup> Ibid.

<sup>48</sup> Bestemmelsen svarer til direktivet art. 9 nr. 4 tredje ledd.

<sup>49</sup> Se også Høringsnotat 2024 s. 24.

<sup>50</sup> EU direktiv 2013/34 art. 2.

<sup>51</sup> SSB.no (2025).

Reglene for rekonstruksjon bør legge til rette for bevaring og utnyttelse av verdier. Tidkrevende og kostbare rekonstruksjonsforhandlinger vil kunne tappe likviditet i selskapet til skade for fordringshavernes dekning. Leif Villars-Dahl fremholder i sin utredning at regler om klasseinndeling vil "være vanskelig og vil kunne gi opphav til mye diskusjon og tvister".<sup>52</sup> Særlig for mindre selskaper vil kostnadene kunne være større enn gevinsten. Reglene om klasseinndeling åpner likevel for å la de berørte aktørene stemme i én klasse.<sup>53</sup> En samlet avstemning innebærer i praksis få endringer fra gjeldende rett, og vil derfor presumtivt være gjennomførbart for SMB. Direktivet fremhever muligheten for å la aktørene stemme i én klasse for SMB i fortalens avsnitt 45. Inndeling i flere klasser og cross-class cram-down vil derfor antakelig være mest aktuelt for større selskaper.

### 2.3.3 Vedtakelse og stadfestelse ved cross-class cram-down

Som et utgangspunkt kreves samtlige klassers samtykke til akkordforslaget, jf. Høringsnotat 2024 § f første ledd. En klasse av sikrede fordringshavere regnes for å samtykke når "minst to tredeler av det samlede beløpet blant fordringshaverne som har deltatt i avstemningen i den aktuelle klassen, har stemt for forslaget.", jf. § f annet ledd. For andre klasser av fordringshavere kreves tilslutning fra fordringshavere som representerer minst halvparten av fordringenes verdi i den aktuelle klassen, *eller* fra fordringshavere som representerer  $2/3$  av beløpet blant fordringene som deltar i avstemningen.<sup>54</sup> En klasse aksjonærer samtykker til forslaget når minst halvparten av stemmene og aksjekapitalen, har stemt for forslaget, jf § f fjerde ledd. Det skjerpede flertallskravet for klasser av pantesikrede fordringshavere gir disse et særlig vern ved alminnelig vedtakelse.

Oppfylles ikke de klasseinterne flertallskravene for samtlige klasser, vil det være mulig å vedta akkorden med gjennomtvingende virkning overfor et mindretall dissenterende klasser, jf. § g. Det går et praktisk viktig skille mellom *klasseintern cram-down* og *cross-class cram-down*. Et mindretall fordringshavere kan stemme mot akkordforslaget, likevel slik at flertallskravet oppfylles for hver klasse, og akkorden vedtas etter § f første ledd. I en slik situasjon vil akkorden gis gjennomtvingende virkning overfor dissenterende aktører innad i klassene. Cross-class cram-down er gjennomtvingelse av akkordforslag overfor *klasser* som ikke oppfyller de interne flertallskravene etter § f annet til fjerde ledd. Også i disse klassene kan det være aktører som stemmer for forslaget.

---

<sup>52</sup> Villars-Dahls enpersonutredning (2016) s. 52.

<sup>53</sup> Høringsnotat 2024 s. 24.

<sup>54</sup> Høringsnotat 2024 § f tredje ledd nr. 1 og 2.

Departementet oversetter cross-class cram-down med *gjennomtvingelse*.<sup>55</sup> Ettersom reglene også legger opp til gjennomtvingelse av akkordforslag overfor dissenterende enkeltaktører, ignorerer oversettelsen det sentrale elementet om at gjennomtvingelsen skjer overfor klasser. I den forstand kan en mer presis oversettelse være "klassevis gjennomtvingelse". For enkelhetens skyld vil oppgaven forholde seg til begrepet *cross-class cram-down*.

For cross-class cram-down gjelder de klasseinterne flertallskravene etter § f, jf. § g første ledd. Det gjelder et krav om at de interne flertallskravene er oppfylt for *flere enn halvparten av klassene*, jf. § g første ledd nr. 1. Cross-class cram-down når aktørene inndeles i fire klasser fordrer at tre av dem stemmer for forslaget. Etter Høringsnotat 2023 gjaldt også et vilkår om skyldnerens samtykke ved cross-class cram-down, men dette er gått bort fra i Høringsnotat 2024.<sup>56</sup>

Det oppstilles videre et krav om at minst én av klassene som stemmer for forslaget, omfatter fordringshavere som "kan forventes å få betalt ved en konkurs", jf. § g første ledd nr. 1. Det kreves ikke at fordringshaverne kan forvente full dekning ved konkurs.<sup>57</sup> Hvorvidt fordringshaveren kan forvente dekning ved konkurs vil bero på de konkrete omstendighetene, hvor en verdsettelse av selskapets eiendeler ved konkurssalg vil stå sentralt. Departementet fremhever at samme verdsettelsesprinsipp må legges til grunn her som for konkurstesten.<sup>58</sup> Vilkåret om samtykke fra minst én klasse som kan forvente dekning ved konkurs, vil i praksis særlig beskytte pantesikrede fordringshavere, gitt deres stilling ved konkurs.<sup>59</sup> Vilkåret kan begrunnes ut fra tanken om at en fordringshaver som har økonomiske interesser i behold ved konkurs, bør ha en større innflytelse over utfallet av rekonstruksjonsforhandlingene.

Ved siden av flertallskravene oppstiller høringsnotatene krav til akkordens innhold som vilkår for cross-class cram-down, for å sikre de dissenterende aktørene mot å påtvinges urimelige og diskriminerende løsninger.<sup>60</sup> Her kommer konkurstesten og prioritetsregelen inn i bildet.

Det er et grunnleggende prinsipp at et rekonstruksjonsforslag som gis gjennomtvingende virkning overfor dissenterende aktører, enkeltvis eller klassevis, utelukkende kan binde disse når forslaget stadfestes av en domstol.<sup>61</sup> Etter direktivets system kan man dele inn vilkårene for

---

<sup>55</sup> Høringsnotat 2024 s. 7.

<sup>56</sup> Høringsnotat 2024 s. 31.

<sup>57</sup> Høringsnotat 2024 s 39.

<sup>58</sup> Se punkt 3.4.2 om verdsettelse etter konkurstesten.

<sup>59</sup> Se punkt 3.5.1.

<sup>60</sup> Høringsnotat 2024 s. 32.

<sup>61</sup> Paulus s. (2021) s. 184.

stadfestelse av akkordforslag ved cross-class cram-down i tre grupper: (I) *general confirmation conditions*, (II) *minimum support test* og (III) *the fairness test*.<sup>62</sup>

De generelle vilkårene for stadfestelse gjelder til beskyttelse for enhver dissenterende fordringshaver, både ved klasseintern gjennomtvungelse og cross-class cram-down. Konkurstesten inngår blant de generelle vilkårene for stadfestelse. De øvrige generelle vilkårene for stadfestelse vil behandles løpende i den grad de har betydning for fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet ved cross-class cram-down. Stemmeflertallsreglene ble behandlet over, utgjør *the minimum support test*. Den foreslåtte regelen om absolutt prioritet, og herunder unntakene for denne, utgjør *the fairness test*.

Finner retten at vilkårene for stadfestelse ikke er oppfylt, skal retten som kjent innstille rekonstruksjonsforhandlingen og åpne konkurs. Aktørenes interesse i utnyttelse rekonstruksjonsoverskuddet tilsier at konkurs vil være til alles ulempe. Aktørene vil derfor gjennom forhandling søke å utarbeide akkordforslag som vil kunne vedtas eller stadfestes med bindende virkning. Vilrårene for stadfestelse ved cross-class cram-down får derfor en praktisk viktig betydning som ramme for rekonstruksjonsforhandlingene.

---

<sup>62</sup> Paulus s. (2021) s. 183-184.

### 3 Konkurstesten – *fordringshaverens beste interesse*

#### 3.1 Innledning

Konkurstesten beskytter kreditorer mot å behandles dårligere i tvungen rekonstruksjon enn ved konkurs, og har kreditorvern som sitt primære formål.<sup>63</sup> Et regelverk som tillater at kreditorer kan påtvinges dårligere dekning i rekonstruksjon enn ved konkurs, åpner for dessuten spekulasjoner i å begjære konkursåpning om selskapet er insolvent.<sup>64</sup> Departementet gir konkurstesten følgende utforming i Høringsnotat 2023 § 53 første ledd nr. 2:

*"Etter begjæring av noen som i tilfelle vil bli bundet av rekonstruksjonsplanen, jf. § 58, og som ikke har samtykket til rekonstruksjonsforslaget, skal retten nekte stadfestelse (...) hvis fordringshaveren vil bli dårligere stilt etter forslaget enn vedkommende kan forventes å ville blitt stilt ved en konkurs".*

Høringsnotat § 53 første ledd nr. 2 fastslår at retten, etter begjæring av en fordringshaver som ikke har samtykket til akkordforslaget, *skal* nekte stadfestelse av akkorden "hvis fordringshaveren vil bli dårligere stilt etter forslaget enn vedkommende kan forventes å ville blitt stilt ved en konkurs." Retten prøver om vilkåret er oppfylt kun når dette påberopes, og i tilfelle retten finner at konkursoalternativet er gunstigere for fordringshaveren, *skal* stadfestelse av akkorden nektes.

#### 3.2 Vurderingskriteriet etter konkurstesten

##### 3.2.1 Fordringshaveren kan ikke stilles dårligere enn ved konkurs

Ordlyden "fordringshaveren" understreker at konkurstesten må påberopes av, og vurderes for den enkelte kreditoren, slik at konkurstesten ikke regulerer forholdet mellom *klasser* av kreditorer. Konkurstesten oppstiller dermed et individuelt vern for dissenterende kreditorer, og sikrer at ingen tvinges til å akseptere en løsning om gir dem dårligere dekning enn ved konkurs. En dissenterende kreditor i en klasse som oppfyller flertallskravene for vedtakelse, er også vernet av konkurstesten.<sup>65</sup> Konkurstesten stenger ikke for at kreditorer kan samtykke til å stilles dårligere etter akkorden enn ved konkurs.<sup>66</sup>

Den dissenterende fordringshaveren er vernet mot å stilles *dårligere* etter akkorden enn ved konkurs. Det er dermed ikke til hinder for stadfestelse av akkorden om fordringshaveren stilles

---

<sup>63</sup> Paulus (2021) s. 173.

<sup>64</sup> Etter åpning av rekonstruksjonsforhandlingene er imidlertid selskapet underlagt konkursskarantene, jf. høringsnotat 2023 § 17.

<sup>65</sup> Paulus (2021) s. 173.

<sup>66</sup> Hvorvidt fordringshaveren strategisk sett bør samtykke til en slik løsning, er et annet spørsmål.

likt i de to tilfellene, for eksempel ved at vedkommende tilbys samme dividende etter akkorden som vedkommende kan vente ved konkurs.

Konkurstesten innebærer en sammenlikning av to størrelser. En fordringshavers løsning etter akkorden må sammenliknes med fordringshavers forventede løsning ved konkurs. Ved siden av konkurs, åpner direktivet for å bruke et "next-best-scenario" som sammenlikningsgrunnlag.<sup>67</sup> Alternativet tar høyde for at andre insolvensprosedyrer enn konkurs kan gi bedre dekning for den enkelte fordringshaveren.<sup>68</sup>

Et "next-best-scenario" vil gi et bedre vern for dissenterende fordringshavere. Hvis selskapet ikke er insolvent, vil ikke konkurs nødvendigvis være et realistisk alternativ. I så fall vil fordringshaverne kunne søke dekning ved enkeltforfølgning, og presumtvt få bedre dekning enn ved konkurs.<sup>69</sup> Konkurstestens formål om å sikre fordringshaveren den samme dekningen som vedkommende ellers ville vært berettiget til, kan tilsi å bruke "next-best-scenario" som sammenlikningsgrunnlag. Det kan imidlertid være vanskelig å fastlegge de konkrete mulighetene for dekning en fordringshaver har uten konkurs. Departementet legger konkurseralternativet til grunn som det relevante sammenlikningsgrunnlaget i konkurstesten, og forkaster alternativet om "next-best-scenario".<sup>70</sup> Danmark og Sverige har gjort det samme.<sup>71</sup>

### **3.3 Fordringshaverens dekning etter akkordforslaget**

#### **3.3.1 Løsningen må omregnes til en pengeverdi**

For å kunne sammenlikne fordringshaverens stilling etter rekonstruksjonsforlaget og ved konkurs, må begge løsningene omregnes til en pengeverdi.<sup>72</sup> Omregningen vil medføre praktiske utfordringer. Et tilbud om dividende er stort sett enkelt å omregne til penger. Departementet gir ingen veiledning i spørsmålet om hvordan betalingsutsettelse skal omregnes i penger. I tilknytning til prioritetsregelen uttaler departementet at betalingsutsettelse på "markedsmessige vilkår" vil innebære å gi fordringshaveren full dekning. Om betalingsutsettelsen også innebærer renteutsettelse, kan det være naturlig å måle fordringshaverens tap i form av rentetapet, med utgangspunkt i markedsrenten.

Ved gjeldskonvertering tegner fordringshaveren aksjer i skyldnerselskapet mot en verdimessig tilsvarende sletting av gjeld. Aksjetegningen skjer i form av en rettet emisjon etter aksjelovens

---

<sup>67</sup> Direktivet art. 2 nr. 1 (6).

<sup>68</sup> Paulus (2019) s. 173.

<sup>69</sup> Villars-Dahls enpersonutredning (2016) s. 90.

<sup>70</sup> Høringsnotat 2023 s. 119.

<sup>71</sup> Ibid.

<sup>72</sup> Konkurstesten er i praksis en matematisk sammenlikning, se Madaus (2020) s. 2.

kapittel 10 eller allmennaksjeloven kapittel 10. Aksjer i et selskap under rekonstruksjon er et usikkert lodd for fremtiden. For et selskap i økonomiske vanskeligheter, foreligger det som regel en reell konkurstrussel. Ved en eventuell konkurs er egenkapitalen tapt, og aksjene vil være uten verdi.<sup>73</sup> På den andre siden vil det kunne være en stor oppside for aksjonærene om rekonstruksjonen er vellykket, slik at selskapet drives lønnsomt videre, og selskapskapitalen øker.

Verken høringsnotatene eller direktivet tar stilling til i hvilken grad retten etter konkurstesten skal hensynta de ovennevnte risikofaktorene. Uten andre holdepunkter, synes det nærliggende å ta utgangspunkt i selskapets verdi i rekonstruert stand.<sup>74</sup> Med utgangspunkt i selskapets rekonstruerte verdi, beregner man verdien av aksjonærens eierandel. Er selskapet verdt 1 Mrd NOK etter rekonstruksjon, vil en fordringshaver som tilbys gjeldskonvertering til en aksjeandel på 10%, i praksis tilbys 100 MNOK. Konkurstestens krav er oppfylt så lenge fordringshaveren ikke kan forvente mer enn 100 MNOK i dividendeutbetaling ved konkurs.

### **3.4 Fordringshaverens dekning ved konkurs**

#### **3.4.1 Betydningen av fordringshaverens prioritet**

Den tilbudte løsningen etter den vedtatte akkorden skal ikke være av lavere verdi enn løsningen fordringshaveren kan forvente ved konkurs. Fordringshaverens stilling ved konkurs må fastlegges etter en hypotetisk vurdering av hvilken dividende fordringshaveren ville mottatt ved en konkurs.<sup>75</sup> Hvilken dividende fordringshaveren kan forvente i konkurs vil igjen bero på to forhold: (1) hva selskapets eiendeler er verdt, og (2) hvor mye av verdien som går til dekning av fordringer av høyere prioritet.

Verdifordelingen ved konkurs følger dekningslovens prioritetsregler. Best prioritet har fordringshavere med separatistrett. Pantesikrede fordringshavere har som kjent en særrett til dekning i panteobjektet.<sup>76</sup> Motregningsberettigede fordringshavere har også separatistrett, men disse kan som kjent ikke berøres av akkordforslaget i rekonstruksjon. Etter dekningslovens prioritetsrekkefølge følger fortrinnsberettigede fordringshavere jf. § 9-3-§ 9-5 og deretter alminnelige usikrede fordringshavere etter § 9-6.

---

<sup>73</sup> Villars-Dahls enpersonutredning (2016) s. 56.

<sup>74</sup> Se punkt 4.3.2 om verdsettelsen av et selskap i rekonstruert stand.

<sup>75</sup> Alle fordringer som går ut på annet enn penger, skal ved konkurs omregnes til pengefordringer etter verdiforholdene på fristdagen, jf. dekningsloven § 6-4 første punktum.

<sup>76</sup> Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant (panteloven) § 1-1 (1) og dekningsloven § 8-14.

### 3.4.2 Betydningen av verdsettelse

#### 3.4.2.1 Rekonstruktørens verdsettelse av selskapets eiendeler

Retten vil ikke måtte foreta en selvstendig verdsettelse av selskapets aktiva i konkurstesten, men kan basere seg på rekonstruktørens verdsettelse.<sup>77</sup> Rekonstruktøren og kreditorutvalget utgjør sammen rekonstruksjonsutvalget.<sup>78</sup> Rekonstruktøren har som hovedoppgave å ivareta de ulike aktørens interesse, gjennom ulike praktiske oppgaver under rekonstruksjonsforhandlingen.<sup>79</sup> Rekonstruktør og kreditorutvalg oppnevnes av skyldneren ved åpning av rekonstruksjonsforhandlingene, dersom skyldneren ønsker dette. Oppnevning av rekonstruktør er imidlertid ikke frivillig "dersom rekonstruksjonsplanen skal vedtas ved cross-class cram-down overfor stemmeklasser", jf. Høringsnotat 2023 § 7 første ledd annet punktum. Det legges til grunn for den videre fremstillingen at det er oppnevnt rekonstruktør.

Rekonstruktøren skal av eget tiltak verdsette selskapets eiendeler jf. Høringsnotat 2023 § 25 annet ledd. Rekonstruktøren skal i utgangspunktet gjennomføre verdsettelsen selv, men kan benytte seg av en eller flere sakkyndige når verdsettelsen krever "særlig sakkyndighet", jf. § 25 annet ledd annet punktum. Sett i sammenheng med bestemmelsens første ledd, skal verdsettelsen finne sted "snarest mulig" etter åpning av rekonstruksjonsforhandlingene. Bestemmelsen viderefører rekonstruksjonsloven § 24, som i sin tur bygger på konkursloven § 20 i lovens del om gjeldsforhandling.<sup>80</sup> Verdsettelsen har blant annet som formål å danne grunnlag for rekonstruksjonsutvalgets vurdering av om en vellykket rekonstruksjon anses oppnåelig, jf. Høringsnotat 2023 § 26.<sup>81</sup>

Verdsettelsen av selskapets eiendeler etter § 25 annet ledd skal foretas med utgangspunkt i to alternative situasjoner. Selskapets eiendeler skal, så langt det er mulig, verdsettes med en forutsetning om videre drift, ofte omtalt som verdien ved *going concern*. I tillegg skal rekonstruktøren angi eiendelenes verdi ved salg. Selskapets eiendeler har som regel høyere verdi under en forutsetning om fortsatt drift, ettersom man blant annet kan hensynta effekten av at eiendelene virker sammen (synergieffekten) og merverdien som ligger i en etablert organisasjon med erfarne ansatte og markedsposisjon.<sup>82</sup> Ved konkurssalg av selskapets eiendeler, enten enkeltvis eller delvis samlet, oppnår man som regel en lavere annenhåndsverdi, ofte kalt *slakteverdien*. Hvilket av de to scenarioene man baserer verdsettelsen på, er i praksis ofte avgjørende for

---

<sup>77</sup> Høringsnotat 2024 s. 10.

<sup>78</sup> Høringsnotat 2023 § 7.

<sup>79</sup> Høringsnotat 2023 s. 37.

<sup>80</sup> Høringsnotat 2023 s. 166. og Prop.75 L (2019-2020) s. 69.

<sup>81</sup> Huser (1987) s. 312.

<sup>82</sup> Huser (1987) s. 313.

verdien man kommer frem til.<sup>83</sup> De to prinsippene for verdsettelse vil i det følgende omtales som *verdien ved going concern* og *salgsverdien*.

Verdsettelsen vil bero på en skjønnsmessig vurdering.<sup>84</sup> Særlig vil eiendelenes verdi ved going concern måtte baseres på antakelser om fremtiden. Verken gjeldende rett eller departementet gir retningslinjer for skjønnsutøvelsen. Huser argumenterer for at selskapets eiendeler ved going concern best kan angis ved å beregne selskapets *forrentningsverdi*.<sup>85</sup> Forrentningsverdien baserer seg på den diskonterte nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrøm, og fastlegges ved hjelp av en *diskonteringsrente*. Forrentningsverdien tar derfor høyde for avkastningen selskapets eiendeler vil gi som et samvirkende hele.<sup>86</sup>

### 3.4.2.2 Hvilket verdsettelsesprinsipp skal legges til grunn for konkurssalternativet?

Sammenlikningsgrunnlaget i konkurstesten er som kjent hvordan "vedkommende kan forventes å ville bli stilt ved en konkurs". Ordlyden tilsier at fordringshaverens hypotetiske konkurssdekning må fastlegges basert på konkrete forutsetningene for konkurssalget av virksomheten. Forståelsen har støtte i konkurslovens regler for avviklingen av konkurssalget. Bostyreren skal etter konkursloven § 117 første ledd første punktum realisere boets eiendeler på "den måte som etter forholdene antas å ville gi størst utbytte".

Et konkurssalg vil ikke nødvendigvis innebære slaktesalg og likvidasjon av selskapets eiendeler. Etter omstendighetene kan og bør selskapet selges som et going concern, slik at selskapets going concern-verdi kan realiseres også ved konkurssalg.<sup>87</sup> En etablert kundebase og markedsposisjon, god forretningsmodell, verdifulle immaterielle rettigheter og goodwill vil være typiske forhold som tilsier at et samlet salg av virksomheten som et going concern vil lønne seg.<sup>88</sup> I andre tilfeller kan det tenkes at en enkeltvis likvidasjon av selskapets eiendeler vil gi fordringshaverne bedre dekning ved konkurs.

Departementet uttaler at "Verdien av eiendelene ved avvikling/salg vil måtte legges til grunn for vurderingen av om fordringshaveren kommer dårligere ut enn ved en konkurs".<sup>89</sup> Uttalelsen kan tas til inntekt for at man skal basere verdsettelsen etter konkurssalternativet på en forutsetning om avvikling av selskapet, slik at man uavhengig av de konkrete omstendighetene vil måtte legge salgsverdien til grunn. En slik forståelse strider imidlertid med direktivets krav.

---

<sup>83</sup> Dette er også lagt til grunn i Rt-1997-931 på side 936.

<sup>84</sup> Høringsnotat 2024 s. 8.

<sup>85</sup> Huser (1987) s. 313.

<sup>86</sup> Verdsettelse av selskaper er et omfattende emne, og det faller utenfor oppgaven å behandle dette nærmere.

<sup>87</sup> Tollenaar (2016) punkt 3.4.3

<sup>88</sup> Se punkt 4.4.1 om *goodwill*.

<sup>89</sup> Høringsnotat 2024 side 10.

Direktivet stiller etter art. 2 nr. 1 (6) krav om at en fordringshaver ikke skal stilles dårligere etter rekonstruksjonsforslaget enn "in the event of liquidation, whether piecemeal or by sale as a going concern". Valget mellom de to modellene for verdsettelse må foretas på bakgrunn av "particular circumstances of each debtor".<sup>90</sup> Danmark har lagt til grunn samme løsning ved sin gjennomføring av direktivet. Etter dansk rett skal man etter konkurstesten hensynta *"de konkrete muligheter for, at konkursboet ville kunne sælge skyldnerens virksomhet helt eller delvist"*.<sup>91</sup> Den samme forståelsen må legges til grunn for anvendelsen av konkurstesten også etter norsk rett. Departementets uttalelse kan derfor ikke forstås slik at man etter konkurstesten alltid må basere seg på en forutsetning om selskapets avvikling.

Den praktiske hovedregelen ved konkurs vil likevel være likvidasjon av boets eiendeler til salgsverdi, uten forutsetning om videre drift.<sup>92</sup> Salg som going concern kan være tid- og ressurskrevende, og havne i konflikt med hensynet til effektiv konkursavvikling. Når selskapet er under konkursbehandling, er det insolvent, og en lønnsom videre drift har derfor allerede formodningen mot seg. Fordi det er et enkelt og effektivt alternativ, vil bostyreren i konkurs ofte likvidere selskapets eiendeler til salgsverdi.<sup>93</sup> Etter omstendighetene kan boets eiendeler selges enkeltvis og i større eller mindre samlinger, alt ettersom hva som kan antas å gi best utbytte.<sup>94</sup>

De konkrete forutsetningene for konkurssalget av virksomheten er avgjørende for kreditorenes vern etter konkurstesten. Må man ta utgangspunkt i eiendelenes salgsverdi i konkursscenarioet, kan akkorden tilby fordringshaveren mindre og fremdeles oppfylle konkurstestens krav. Veien til stadfestelse av akkordforslaget er derfor kortere. Motsetningsvis gir konkurstesten dissenterende kreditorer ofte et sterkere vern i tilfellene hvor forholdene ligger til rette for et konkurssalg av selskapet som going concern.

### **3.5 Særlig om pantesikrede fordringshavere**

#### **3.5.1 Konkurstestens praktiske betydning for pantesikrede fordringshavere**

Konkurstesten har begrenset praktisk betydning for usikrede fordringshavere, ettersom disse sjelden vil tildeles verdier ved konkurs. Motsetningsvis vil konkurstesten ha særlig praktisk betydning for pantesikrede fordringshavere. Høringsnotatet 2024 åpner som kjent for å berøre pantesikrede fordringshavere ved cross-class cram-down. Departementet fremholder at spørsmålet om hvorvidt pantsikrede fordringshavere bør kunne berøres, i stor grad avhenger av

---

<sup>90</sup> Paulus (2019) s. 173.

<sup>91</sup> Betænkning nr. 1579 s. 157.

<sup>92</sup> Tollenaar (2016) pkt. 3.4.3.

<sup>93</sup> Andenæs (2009) s. 70.

<sup>94</sup> NOU 1972: 20 s. 191.

nettopp konkurstesten.<sup>95</sup> En pantesikret fordringshaver som kommer bedre ut ved konkurs vil kunne motsette seg og blokkere stadfestelse av akkordforslaget ved å påberope seg konkurstesten.

Konkurstestens praktiske betydning for pantesikrede fordringshavere har sammenheng med deres særlige vern ved konkurs. Ved konkurs er pantesikrede fordringshavere særskilt vernet ved sin separatistrett. Panthaver har gjennom sin sikkerhetsrett en særrett til dekning i skyldnerens formuesgoder etter panteloven § 1-1 (1), slik at panthaver kan søke dekning for sitt krav i panteobjektet før konkursboet tar beslag i selskapets eiendeler.<sup>96</sup> Den interne prioriteten blant pantesikrede fordringer bestemmes av tidspunktene for stiftelse av panterettene, med mindre annet følger av rettsvernsreglene.<sup>97</sup> Pantesikrede fordringshavere som har stiftet pant i skyldnerens eiendeler med superprioritet, vil ha prioritet over alminnelige pantesikrede fordringshavere.<sup>98</sup> For enkelhetens skyld forutsettes det i det videre at panteretten til den enkelte fordringshaveren ikke er i konflikt med en panterett i samme formuesgode av bedre prioritet.

### 3.5.2 Den pantesikrede fordringshaverens dekning etter akkordforslaget

Omfanget av panthavers reelle sikkerhetsrett under rekonstruksjon beror på pantobjektets verdi. Høringsnotat 2023 § 40 første ledd fastlegger at pantesikrede fordringer som overstiger "pantets antatte verdi" bortfaller for den overskytende delen.<sup>99</sup> I praksis innebærer dette en splittelse av kravet i en sikret og usikret del når panteobjektet etter sin verdi ikke kan gi full dekning for panthavers krav. Spørsmålet om hva som er "pantets antatte verdi", fordrer en verdsettelse av panteobjektet. På dette punktet må § 40 ses i sammenheng med § 24 annet ledd. I likhet med selskapets øvrige eiendeler, skal panteobjektene som utgangspunkt verdsettes av rekonstruktøren etter § 24 annet ledd.<sup>100</sup> En pantesikret fordringshaver som etter rekonstruktørens verdsettelse har sikkerhet utenfor pantets antatte verdi, gis adgang til å kreve en sekundær verdsettelse.<sup>101</sup> Beslutter retten at det skal finne sted en sekundær verdsettelse, oppnevner aktørene en eller tre verdsettere som foretar en uavhengig verdsettelse av pantobjektet.

Panteobjektet må verdsettes med utgangspunkt i sin verdi ved going concern eller sin salgsverdi. Hvilken av de to tilnærmingene som skal legges til grunn for panthavers stilling i

---

<sup>95</sup> Høringsnotat 2024 s. 4.

<sup>96</sup> Dekningsloven § 8-14 første ledd forutsetningsvis og NOU 1972: 20 s. 344.

<sup>97</sup> Skoghøy (2021) s. 22.

<sup>98</sup> Høringsnotat 2023 § 20 og forslag til ny panteloven § 3-1 a.

<sup>99</sup> Bestemmelsen viderefører rekonstruksjonsloven § 35.

<sup>100</sup> Rekonstruktørens verdsettelse etter § 24 ledd har virkning for klasseinndelingen, bortfall av pantheftelser og konkurstesten, jf. høringsnotat 2024 s. 10.

<sup>101</sup> Høringsnotat 2023 § 40 tredje ledd. Panthavers innsigelse kommer med en prosessrisiko. Panthaveren må bære merutgiftene ved den sekundære verdsettelsen om denne ikke fraviker rekonstruktørens verdsettelse med mindre enn 10 %.

rekonstruksjon, vil i utgangspunktet "avhenge av den konkrete situasjonen".<sup>102</sup> Det avgjørende vil være hva akkordforslaget går ut på. Ved likvidasjonsakkord vil det være nærliggende å legge til grunn salgsverdien.<sup>103</sup> Den praktiske hovedregelen vil imidlertid være at akkordforslaget legger opp til videre drift av virksomheten, slik at panteobjektets verdi ved going concern som regel vil legges til grunn for panthavers løsning etter rekonstruksjonsforslaget.

Ved overpant vil den pantesikrede fordringshaveren etter omstendighetene kunne tiltre pantobjektet ved konkurs, og forsøke å realisere dette på en gunstigere måte enn ved bostyrerens konkurssalg. Panthavers adgang til å tiltre pantet kan derfor ha en selvstendig verdi. Det er usikkert i hvilken grad verdsettelsen vil ta høyde for den selvstendige verdien av panthavers rett til å tiltre pantet og realisere dette på en potensielt gunstigere måte utenfor bobehandlingen. På denne bakgrunn kan det hevdes at verdsettelsen ikke i tilstrekkelig grad alltid hensyntar pantesikrede fordringshaveres interesser.

### 3.5.3 Den pantesikrede fordringshaverens dekning ved konkurs

Også i det hypotetiske konkursscenarioet er panteobjektets verdi avgjørende for den pantesikrede fordringshaverens reelle dekningsmuligheter. Overstiger pantekravet pantesikkerheten, er den overskytende delen av pantekravet kun dividendeberettiget i konkurs, jf. dekningsloven § 8-14 (1) første pkt. Panteretten er nettopp en særrett til dekning i "ett eller flere bestemte formuesgoder" jf. panteloven § 1-1 (1), og kan ikke overdras til andre formuesgoder enn det aktuelle panteobjektet, jf. også generalpantforbudet i panteloven § 1-3 (1). I motsatt fall, om panteobjektets verdi tilsvarer eller overstiger pantekravet, får panthaver full dekning for sitt krav ved å gjøre separatistretten sin gjeldende ved konkurs.

Ettersom den praktiske hovedregelen er at selskapets eiendeler vil verdsettes med utgangspunkt i salgsverdien ved konkurs, er det ikke gitt at panteobjektets verdi vil tjene til full dekning for pantekravet. I et tilfelle hvor en pantesikret fordringshaver har en fordring på 500 MNOK med en tilsvarende pantesikkerhet i et skip, og skipets salgsverdi er 400 MNOK, vil panthaveren få dekning for 400 MNOK, og være dividendeberettiget for de resterende 100 MNOK av kravet.

Det samme skipet kan ha en verdi ved going concern på 500 MNOK. Hvis omstendighetene tilsier at man skal legge going concern-verdien til grunn for panthaverens løsning i rekonstruksjon, vil panthaveren i utgangspunktet kunne få full dekning for sitt krav på 500 MNOK. Konkurstesten tillater at panthaveren tvinges til å ta tap så lenge ikke tapet blir større enn ved konkurs. Akkorden kan dermed tilby den pantesikrede fordringshaveren en dividende på minimum 400 MNOK, og slik tvinge panthaveren til å ta tap innenfor konkurstestens krav.

---

<sup>102</sup> Høringsnotat 2024 s. 8 med videre henvisninger til Ot.prp. nr. 26 (1998–1999) s. 214.

<sup>103</sup> Ibid.

I tilfellene hvor en pantesikret fordringshaver er sikret for hele eller mer enn sitt krav, vil differansen mellom panteobjektets verdi ved going concern og salgsverdi utgjøre handlingsrommet etter konkurstesten til å påtvinge pantesikrede fordringshavere tap. Størrelsen på handlingsrommet vil følgelig være avhengig av differansen på de to verdiene. En maskinpark vil på grunn av synergieffekter ofte ha en vesentlig høyere going concern-verdi enn salgsverdi, slik at en fordringshaver med pantesikkerhet i maskinparken vil risikere å ta et større relativt tap ved rekonstruksjon enn en pantehaver med sikkerhet i et formuesgode av mer konstant verdi. En fordringshaver med pant i fast eiendom vil presumtivt ha et sterkere vern etter konkurstesten.

### 3.6 Særlig om aksjonærene

Konkurstesten kan ikke påberopes av aksjonærer, og får derfor ikke direkte betydning for aksjonærene. Konkurstesten oppstiller et individuelt vern for dissenterende *fordringshavere*.<sup>104</sup> Som Andenæs slår fast: "Et aksjeinnskudd representerer ingen fordring i selskapets bo".<sup>105</sup> Siden aksjonærene ikke regnes som fordringshavere, er de heller ikke beskyttet av konkurstesten. Om aksjonærene kunne påberopt seg konkurstesten, ville den dessuten ikke vært til hjelp for dem. Aksjonærenes egenkapital er uansett tapt når selskapet er insolvent, og aksjonærene er sist i betalingsrekkefølgen ved konkurs. Aksjonærene vil derfor i praksis vanskelig kunne stilles dårligere ved rekonstruksjonsforslaget enn ved konkurs.

Konkurstesten vil uansett få betydning for aksjonærene, ved å legge opp til tapsallokering fra kreditorene til aksjonærene i tråd med prioritetsrekkefølgen ved konkurs. Virkningen av at retten kommer til at akkorden ikke tilfredsstiller konkurstestens krav overfor en eller flere fordringshavere, er som kjent at stadfestelse av akkorden skal nektes.<sup>106</sup> Konkurstesten kan derfor ikke tjene som grunnlag for å revidere akkorden til aksjonærenes ugunst. Ved at kreditorene kan bruke konkurstesten som et forhandlingskort ved utarbeidelsen av akkordforslaget, vil imidlertid konkurstesten indirekte begrense aksjonærenes deltakelse i rekonstruksjonsoverskuddet.

### 3.7 Konkurstesten etablerer bunnlinjen for fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet

Konkurstesten åpner for at en fordringshaver etter akkorden kan få fordringen sin skrevet ned fra 100 MNOK til 50 MNOK, så lenge den forventede konkursdividenden også er 50 MNOK. En fordringshaver som tilbys samme dividende i rekonstruksjon som vedkommende kan forvente i konkurs, vil avskjæres fullstendig fra å delta i rekonstruksjonsoverskuddet. Den

---

<sup>104</sup> Høringsnotat 2023 § 53 første ledd nr. 2

<sup>105</sup> Andenæs (2009) s. 391

<sup>106</sup> Høringsnotat 2023 § 53 første ledd nr. 2

tilsvarende andelen av rekonstruksjonsoverskuddet vil tilfalle de øvrige aktørene, eksempelvis ved at øvrige fordringshavere kan ta mindre tap, eller ved at aksjonærene får beholde større verdier.

Konkurstesten åpner dessuten for at en fordring nedskrives til under den forventede konkursdividenden, så lenge dette kompenseres for gjennom alternative løsninger. I eksemplet over vil en dividende på 45 MNOK kunne oppfylle kravene etter konkurstesten om fordringshaveren samtidig ved gjeldskonvertering tilbys å tegne aksjer som kan verdsettes til minst 5 MNOK. En slik løsning vil samtidig gi fordringshaveren en andel av rekonstruksjonsoverskuddet i form av oppsiden ved aksjeinnehavet ved lønnsom drift post-rekonstruksjon.

### **3.8 Sammenfatning**

Konkurstesten oppstiller et minstekrav på dekning for den enkelte dissenterende fordringshaveren ved cross-class cram-down, ved å garantere at fordringshaveren ikke kan stilles dårligere enn ved konkurs. Departementet har valgt å bruke konkurs som sammenlikningsgrunnlag, fremfor direktivets alternativ om "next-best-scenario". Valget gjør utfallet av konkurstesten mer forutsigbart. Sammenlikningen av fordringshaverens stilling etter akkordforslaget og ved konkurs vil imidlertid kunne by på flere praktiske utfordringer.

For det første vil det kunne by på praktiske utfordringer å sammenlikne løsninger som er kvalitativt ulike. For det andre vil det kunne oppstå tid- og ressurskrevende uenigheter rundt verdsettelsesspørsmål. I hvilken utstrekning en pantesikret fordringshaver kan tvinges til å ta tap innenfor konkurstestens rammer, vil ofte bero på en verdsettelse av panteobjektet. Gitt verdsettelsens ofte avgjørende rolle, kan det være hensiktsmessig med ytterligere retningslinjer fra lovgivers side.

Uavhengig av om konkurstesten gis anvendelse ved rettens stadfestelse, vil den som ramme for forhandlingene allokere verdier i tråd med dekningsrekkefølgen ved konkurs. I praksis vil konkurstesten ofte sikre dekning til pantesikrede fordringshavere, på bekostning av usikrede fordringshavere og aksjonærene. Pantesikrede fordringshavere vil derfor ofte ha krav på betydelige verdier før rekonstruksjonsoverskuddet fordeles.

## 4 Prioritetsregelen ved cross-class cram-down

### 4.1 Innledning

Prioritetsregelen angir hvordan rekonstruksjonsoverskuddet skal fordeles mellom klassene ved cross-class cram-down.<sup>107</sup> Prioritetsregelen knytter seg til vedtakelsen av akkordforslaget, og tjener som grunnlag for rettens kontroll med akkordens innhold.<sup>108</sup> Retten prøver ex officio om prioritetsregelen er oppfylt for de dissenterende klassene, slik at stadfestelse alltid skal nektes om akkorden ikke tilfredsstillers lovens prioritetskrav.<sup>109</sup> Prioritetsregelen gir, i likhet med konkurstesten, ikke grunnlag for å revidere akkordforslaget i tråd med lovens angitte prioritetsrekkefølge.

Direktivet gir medlemslandene ved gjennomføring valget mellom to ulike regler om prioritet. Regelen om absolutt prioritet, også kjent som *absolute priority rule* (APR), bygger på et "waterfall-prinsipp", hvor verdiene går til dekning for krav fra høyest til lavest prioritet, til det ikke gjenstår midler til utdeling.<sup>110</sup> Motstykket til APR er direktivets regel om relativ prioritet (RPR).<sup>111</sup> RPR stiller ikke krav om at fordringshavere av høyere prioritet får full dekning før klasser av lavere prioritet tildeles verdier. Det stilles imidlertid krav om at en klasse stilles minst like godt som en klasse av tilsvarende prioritet, og bedre enn klasser av lavere prioritet. Departementet foreslår i Høringsnotat 2024 å innføre APR, men med visse unntak.

Regelen kommer til uttrykk i Høringsnotat 2024 § g første ledd nr. 2. Bestemmelsen oppstiller et likebehandlingskrav og et krav om full dekning. Det kreves at fordringshavere i dissenterende klasser behandles "minst like fordelaktig" som andre fordringshavere med samme prioritet, og gis "full dekning" før fordringshavere med lavere prioritet gis dekning eller beholder noen rettigheter.<sup>112</sup> Regelen fått følgende utforming etter Høringsnotat 2024 § g første ledd:

*"Fordringshavere i klasser som ikke gir tilslutning til forslaget, behandles minst like fordelaktig som andre fordringshavere med lik prioritet, og gis full dekning før fordringshavere med lavere prioritet gis dekning eller beholder noen rettigheter, med mindre annet følger av annet ledd. Kravene for tilslutning i § f annet til fjerde ledd gjelder tilsvarende."*

---

<sup>107</sup> Paulus (2021) s. 187.

<sup>108</sup> Høringsnotat 2024 § g og høringsnotat 2023 § 51 nr. 2.

<sup>109</sup> Høringsnotat 2024 s. 34.

<sup>110</sup> Direktivets art. 11 nr. 2.

<sup>111</sup> Direktivets art. 11 nr. 1 bokstav c).

<sup>112</sup> Høringsnotat 2024 § g første ledd nr. 2.

## 4.2 Likebehandlingskravet

Kravet om at fordringshavere i dissenterende klasser skal behandles "minst like fordelaktig" som andre fordringshavere med tilsvarende prioritet, etablerer et likebehandlingskrav. Ordlyden "minst like fordelaktig" tilsier at kreditorene i en dissenterende klasse ikke kan tilbys en *mindre gunstig løsning* enn fordringshavere i en annen klasse med samme prioritet. Kravet er ikke ment å stenge for at fordringshavere av samme prioritet kan tilbys kvalitativt ulike løsninger. Løsninger av ulik art vil regnes som like fordelaktige om de kan "bedømmes å være av tilsvarende verdi".<sup>113</sup>

Likebehandlingskravet gjelder for *fordringshavere* i dissenterende klasser. Aksjonærene kan følgelig ikke påberope seg regelen. Begrunnelsen er at aksjonærene kun kan berøres av akkordforslaget når dette går ut på gjeldskonvertering.<sup>114</sup> En forskjellsbehandling av aksjonærene i denne sammenhengen vil reguleres av reglene i aksjeloven og allmennaksjeloven.<sup>115</sup>

For å være beskyttet etter APR, må klassen *ikke* oppfylle de interne flertallskravene etter § f nr. 2. Hvorvidt den enkelte fordringshaver har stemt for eller mot forslaget, er uten betydning. Ettersom likebehandlingskravet kun gis anvendelse overfor dissenterende klasser, er det ikke til hinder for at fordringshavere i klasser som samtykker til akkordforslaget etter reglene i § f annet til fjerde ledd kan stilles dårligere enn andre fordringshavere med tilsvarende prioritet.

## 4.3 Kravet om full dekning

Likebehandlingskravet knytter seg til verdifordeling på et horisontalt nivå, mens kravet om full dekning knytter seg til den vertikale fordelingen mellom klassene av ulik prioritet. Ordlyden "gis full dekning" underbygger at APR er å betrakte som en verdifordelingsregel fremfor en tapsfordelingsregel. Regelens underliggende prinsipp er at fordringshavere i en dissenterende klasse bør ha rett til å ta del i rekonstruksjonsoverskuddet ut fra sin prioritet.<sup>116</sup>

Prioritetsreglene ved konkurs legges til grunn for klassenes relative prioritet.<sup>117</sup> Disse er gjennomgått i punkt 3.4.1. Etter APR skal fordringshavere i dissenterende klasser også sammenliknes med aktører som holdes uberørt av akkorden.<sup>118</sup>

Kravet om "full dekning" innebærer etter sin ordlyd at fordringshaveren ikke skal ta tap,

---

<sup>113</sup> Høringsnotat 2024 s. 39.

<sup>114</sup> Høringsnotat 2024 § b første ledd nr. 2.

<sup>115</sup> Høringsnotat 2024 s. 39.

<sup>116</sup> Direktivets kommentarutgave fremholder at regelens primære formål er å sikre "a fair distribution of the reorganization value", Paulus (2021) s. 187.

<sup>117</sup> Høringsnotat 2024 s. 39.

<sup>118</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

sammenliknet med sitt opprinnelige krav. Som et utgangspunkt må det kreves at fordringshaveren gis full dekning for kravets hovedstol med renter. Dividendeutbetalingen skjer vanligvis i tråd med en betalingsplan som fastsettes i akkorden. Det er som regel ikke egenkapital i selskapet til å foreta kontant utbetaling av den tilbudte dividenden.

Ordlyden "full dekning" stenger ikke for at løsningen etter akkorden kan være av en annen art enn fordringshaverens opprinnelige krav. Det avgjørende er om løsningen har "tilsvarende økonomisk verdi som kravet".<sup>119</sup> Kravet om full dekning kan derfor eksempelvis oppfylles ved gjeldskonvertering.<sup>120</sup> En fordringshaver med opprinnelig krav på 300 MNOK vil oppfylle kravet om full dekning om fordringshaveren tilbys dividende for 250 MNOK og gjeldskonvertering for 50 MNOK. Departementet legger til grunn at også betalingsutsettelse på "markedsmessige vilkår" vil oppfylle kravet om full dekning.<sup>121</sup>

APR gir fordringshavere i dissenterende klasser rett på full dekning før klasser av lavere prioritet gis dekning, men ikke rett på *mer enn* full dekning. Høringsnotat 2024 § g første ledd nr. 2 oppstiller som vilkår for cross-class cram-down at "Ingen klasse får eller beholder mer enn den fulle verdien av sine fordringer etter rettigheter".<sup>122</sup> Regelen begrenser klassenes andel av rekonstruksjonsoverskuddet til det deres krav gir grunnlag for, og må ses i sammenheng med det alminnelige kravet om en rimelig forfordeling av de berørte aktørene etter Høringsnotat 2023 § 52 første ledd nr. 1.

Kravet om full dekning er særlig praktisk for pantesikrede fordringshavere, da disse under henvisning til sin prioritet ved konkurs vil kunne kreve full dekning før enhver annen klasse gis dekning. Høringsnotat 2023 § 40 gjelder også her, slik at panteretten er begrenset til pantetes antatte verdi. Som etter konkurstesten, vil pantesikrede fordringshaveres reelle sikkerhetsrett bero på en verdsettelse av panteobjektet. Departementet fremholder at man etter APR skal legge til grunn en verdsettelse av pantobjektet med utgangspunkt i forholdene *under rekonstruksjon*, som vanligvis vil innebære at panteobjektets verdi ved going concern skal legges til grunn.<sup>123</sup>

Departementet fremholder at for pantesikrede fordringshavere må spørsmålet om hva som vil utgjøre full dekning for en pantesikret fordringshaver måtte avgjøres konkret.<sup>124</sup> Alternativ

---

<sup>119</sup> Høringsnotat 2024, s. 33

<sup>120</sup> Se punkt 3.3.1 om beregningen av aksjenes verdi.

<sup>121</sup> Høringsnotat 2024 s. 33

<sup>122</sup> Regelen bygger på direktivet art. 11 nr. 1 bokstav d.

<sup>123</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

<sup>124</sup> Ibid.

sikkerhet i et annet objekt enn det opprinnelige panteobjektet kunne oppfylle kravet om full dekning, så lenge sikkerheten som stilles er like god.<sup>125</sup>

#### 4.3.1 Fordelingen må baseres på en verdsettelse av selskapet i rekonstruert stand

APR angir rekkefølgen hvoretter de berørte aktørene får dekning, men ikke hvor store verdier de ulike aktørene skal tildeles. Departementet tar ikke uttrykkelig stilling til om man etter APR skal ta utgangspunkt i virksomheten som going concern eller som ved konkurssalg, annet enn den ovennevnte presiseringen i relasjon til pantesikrede fordringshavere. Ettersom grunntanken bak APR er å fordele rekonstruksjonsoverskuddet blant klassene etter sin prioritet, må man nødvendigvis ta utgangspunkt i virksomhetens verdi som et going concern når rekonstruksjonsforslaget legger opp til videre drift. Går rekonstruksjonsforslaget mot formodning ut på avvikling av virksomheten, for eksempel ved likvidasjonsakkord, vil man måtte ta utgangspunkt i salgsverdien. I så fall vil det som regel være mindre verdier å fordele etter kreditorene har fått sin minstedekning etter konkurstesten.

Høyest mulig verdsettelse av selskapet er ikke et mål i seg selv. Det er avgjørende at verdsettelsen "blir så objektiv og riktig som mulig".<sup>126</sup> En høy verdsettelse vil øke sjansene for at det er midler igjen til klasser av lavere prioritet etter at klasser av høyere prioritet har fått dekning. Det vil derfor i utgangspunktet være til interesse for klasser av lavere prioritet med en høy verdsettelse. Med en *urealistisk høy* verdiangivelse av selskapet i rekonstruert stand, risikerer man imidlertid at kreditorer etter APR tildeles verdier som i realiteten ikke finnes. Rekonstruksjonen vil i et slikt tilfelle ikke være egnet til å forbedre selskapets økonomiske situasjon, og veien til konkurs er kort. Derfor er en urealistisk høy verdsettelse verken i aksjonærenes eller kreditorenes interesse. En urealistisk lav verdsettelse vil kunne føre til at aksjonærene reelt sett sitter igjen med større verdier enn prioritetsregelen tilsier, og vil derfor også være ugunstig for kreditorene.<sup>127</sup>

For at rekonstruktørens verdsettelse skal gi et hensiktsmessig utgangspunkt for vurderingen etter APR, må verdsettelsen baseres på verdien av selskapet i rekonstruert stand. Verdien av selskapet i rekonstruert stand kan for eksempel angis ved selskapets forrentningsverdi.<sup>128</sup> Ved anvendelse av APR etter US Bankruptcy Code Chapter 11, tar de amerikanske domstolene gjerne utgangspunkt i en sammenligning av flere verdsettelsesmodeller for å fastsette verdien

---

<sup>125</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

<sup>126</sup> Høringsnotat 2024 s. 8, med videre henvisning til NOU 1972:20 s. 78.

<sup>127</sup> NOU 1972:20 s. 78. Hvis kreditorene konverterer gjeld til aksjer, kan også disse ha en interesse i en lav verdsettelse.

<sup>128</sup> Se punkt 3.4.2.

av selskapet i rekonstruert stand.<sup>129</sup> I den amerikanske dommen *In re Exide Technologies*, 303 B.R. 48, 59 (Bankr. D. Del. 2003), sammenholder retten selskapets forrentningsverdi med eksisterende verdsettelse av sammenliknbare selskaper og transaksjoner. Dommen regnes som et prejudikat for verdsettelse i amerikansk rett.<sup>130</sup>

Regelen om rekonstruktørens verdsettelse av selskapets eiendeler ble innført på et tidspunkt da verdsettelsen tjente færre praktiske formål enn etter de foreslåtte reglene. Formålet med verdsettelsesbestemmelsen da denne ble innført var "først og fremst å gi informasjon om hvorvidt foretaket har livets rett", i tillegg til å avklare pantesikrede fordringshaveres rettigheter.<sup>131</sup> Etter dagens foreslåtte regelverk må selskapets eiendeler verdsettes med virkning for også klasseinndelingen, konkurstesten, og fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet etter prioritetsregelen.

Som vi har sett, vil ulike hensyn begrunne forskjellige verdsettelsesmetoder i de ulike situasjonene. Noen situasjoner fordrer dessuten en verdsettelse av selskapets *eiendeler*, mens andre fordrer en verdsettelse av virksomheten som en helhet. Verdsettelsens avgjørende rolle både for utfallet av konkurstesten og fordelingen etter prioritetsregelen tilsier uansett at loven bør presisere retningslinjene for verdsettelsen i de ulike scenarioene. Eventuelt bør loven åpne for flere verdsettelse i ulike sammenhenger, selv om dette kan være kostbart og prosessdrivende.

#### 4.4 Unntaket for aksjonærene

Kreditorer i dissenterende klasser som påberoper seg APR skal etter direktivet i utgangspunktet sammenliknes med enhver klasse av lavere prioritet.<sup>132</sup> Samtlige klasser som berøres av akkordforslaget omfattes av regelen, slik at alle klassene av kreditorer har krav på full dekning etter sin prioritet før aksjonærene får beholde sine rettigheter.<sup>133</sup> Regelen fremstår intuitiv. En prioritetsregel som legger opp til at aksjonærene vil være de siste til å ta del i rekonstruksjonsoverskuddet, er i tråd med betalingsrekkefølgen ved konkurs, og med det aksjerettslige prinsippet om at selskapskreditorene har fortrinnsrett på selskapskapitalen.<sup>134</sup>

Direktivet gir imidlertid stor grad av fleksibilitet ved gjennomføringen av prioritetsregelen. Velger et medlemsland å innføre APR, åpner direktivet for at det kan gjøres unntak fra denne.

---

<sup>129</sup> Seymour (2019) s. 12.

<sup>130</sup> Ibid.

<sup>131</sup> Huser (1987) s. 312.

<sup>132</sup> Direktivet art. 11 nr. 2 første ledd.

<sup>133</sup> Tyskland har innført en slik "fullskala" absolutt prioritetsregel i paragraf 245 (2) nr. 2 i den tyske insolvensloven (*Insolvenzordnung*).

<sup>134</sup> Prinsippet kan utledes av aksjelovens system, og er særlig begrunnet i ansvarsbegrensningen i aksjeloven § 1-2. Finans Norge viser i sitt hørings svar til Høringsnotat 2024 på s. 6 til prinsippet om at "egenkapitalen skal tapes før fremmedkapital".

Unntakene må være begrunnet i hensynet til å oppnå formålene med rekonstruksjonsforhandlingene.<sup>135</sup> Ved unntak fra APR, oppstiller direktivet krav om at unntaket er nødvendig, og at rekonstruksjonsplanen ikke urimelig forskjellsbehandler de berørte aktørene.<sup>136</sup>

APR etter det siste lovutkastet innebærer at dissenterende kreditorer skal gis full dekning før *fordringshavere* i klasser av lavere prioritet gis dekning eller beholder sine rettigheter. *Aksjonærene* har ingen fordring på selskapet, og holdes derfor utenfor APR.<sup>137</sup> Kravet om full dekning gjelder ikke i forholdet mellom kreditorene og aksjonærene. Det innebærer at det ikke er til hinder for cross-class cram-down overfor en dissenterende klasse av fordringshavere, at aksjeeierne beholder eierinteresser. Hvorvidt man ser ekskluderingen av aksjonærene som et unntak fra eller en modifikasjon av APR, er uten praktisk betydning. Departementet vurderer den at den foreslåtte reguleringen er enklere enn å måtte oppstille et eget unntak for aksjonærer etter § g annet ledd.<sup>138</sup>

I Høringsnotat 2023 ble det foreslått et APR-regime som inkluderte aksjonærene.<sup>139</sup> Med en slik regulering vil aksjonærene etter waterfall-prinsippet være den siste klassen som får beholde sine rettigheter. Hvorvidt aksjonærene får beholde sine rettigheter, vil bero på om egenkapitalen er tapt. Selskapets egenkapital er som regel tapt når det begjæres åpning av rekonstruksjonsforhandlinger, og det vil som regel ikke være verdier igjen til aksjonærene etter waterfall-prinsippet.<sup>140</sup> Derfor vil et APR-regime som involverer aksjonærene legge opp til at selskapskapitalen som hovedregel skrives ned til null for å gi kreditorene full dekning.

En prioritetsregel som legger opp til en automatisk nedskrivning av selskapskapitalen til null vil skape et system hvor aksjonærene har alt å tape på å åpne rekonstruksjonsforhandlinger. Manglende vilje hos selskapet, og dermed også aksjonærene, til å åpne rekonstruksjonsforhandlinger vil kunne bidra til å undergrave rekonstruksjonsinstituttets rolle. Selskapet vil da foretrekke en utenrettslig restrukturering, hvor eierne beholder kontrollen over endringer i selskapskapitalen.<sup>141</sup> Departementet antar dessuten at et APR-regime som involverer aksjonærene vil gå for langt i å beskytte kreditorenes interesser på bekostning av aksjonærene.<sup>142</sup>

---

<sup>135</sup> Direktivet art. 11 nr. 2 annet ledd.

<sup>136</sup> Ibid.

<sup>137</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

<sup>138</sup> Ibid.

<sup>139</sup> Kravet var her at klasser "gis full dekning før en *klasse* med lavere prioritet gis dekning eller beholder noen rettigheter", jf. § 46 tredje ledd nr. 2 (min kursivering). Unntak for aksjonærene måtte eventuelt gjøres etter den skjønsmessige unntaksadgangen.

<sup>140</sup> Villars-Dahls enpersonsutredning (2016) s. 56.

<sup>141</sup> Ibid.

<sup>142</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

#### 4.4.1 Betydningen av aksjonærenes goodwill

En APR som ikke regulerer forholdet mellom kreditorene og aksjonærene har en side til hensynet til å sikre videre drift. Unntaket legger til rette for at nøkkelansatte kan sitte igjen med aksjer også etter rekonstruksjonen. Med *nøkkelansatte* menes ansatte hvis involvering i selskapet er en nødvendig forutsetning for videre drift. Det kan imidlertid reises spørsmålsteget ved det reelle behovet for å hensynta dette i prioritetsregelen, når nøkkelansatte uansett kan innbys til å tegne aksjer i det rekonstruerte selskapet etter aksjelovens regler.<sup>143</sup>

Å la aksjonærer beholde eiendeler kan også begrunnes i kollektive interesser i rekonstruksjonsoverskuddet. Ved siden av egenkapitalen, kan aksjonærene også tilføre selskapet verdier gjennom sin personlige *goodwill*. Med "goodwill" siktes det til verdien av en aksjonærs "evne til å skape inntekter som en funksjon av aksjonærens arbeidskraft, kompetanse, profesjonelle nettverk, omdømme mv".<sup>144</sup> I tråd med det grunnleggende hensynet om verdibevaring, fremholdes det i direktivets fortale avsnitt 59 at rekonstruksjonsforhandlingene bør tilrettelegge for utnyttelse av aksjonærenes goodwill i SMB.<sup>145</sup> Direktivet bruker ikke ordet "goodwill", men nevner hensynet til aksjonærenes "experience, reputation or business contacts".<sup>146</sup>

Aksjonærenes goodwill under rekonstruksjon vil som regel være mer verdifull for SMB-er enn store virksomheter. I SMB-er har individene ofte en mer fremtredende rolle enn i store selskaper. For SMB-er vil derfor selskapets navn og rykte ofte i større grad være knyttet til eierne personlig. I en SMB kan en enkeltperson sitt nettverk utgjøre grunnlaget for store deler av omsetningen. Mens driften av store selskaper er profesjonalisert, vil eierne av SMB kunne yte gratis eller rimelig arbeidskraft ved behov. Aksjonærenes personlige involvering ved rekonstruksjon av SMB vil derfor ofte kunne bidra til å holde kostnadene til et minimum, og gi gode forutsetninger for videre drift. I Norge utgjør SMB-er som kjent 99,9% av alle landets bedrifter. Et generelt unntak for aksjonærer etter norsk rett kan derfor fremstå som en nyttig nasjonal tilpasning av APR innenfor direktivets rammer. I et rettferdighetsperspektiv kan man også begrunne unntaket i en *fra en mer til det mindre*-tankegang: Aktører som er med på å *tilføre* verdier under rekonstruksjon, bør også kunne *beholde* rettigheter.<sup>147</sup> I et slikt perspektiv fremstår eksklusjonen av aksjonærene fra APR som en rimelig løsning, og dessuten som en løsning som er særlig tilpasset forhold ved den norske jurisdiksjonen.

Kreditorene har ofte begrensede interesser i eierskap i SMB. Får ikke aksjonærene beholde sine

<sup>143</sup> Ellingsæter (2020a).

<sup>144</sup> HR-2020-1760-A avsnitt 50. Uttalelsen gjelder en ektefelles goodwill, men innholdet vil stort sett være det samme på tvers av rettsområdene.

<sup>145</sup> SMB defineres i punkt 2.3.2.

<sup>146</sup> Direktivets fortale avsnitt 59 in fine.

<sup>147</sup> Madaus (2020) s. 4.

eierinteresser, vil i praksis eksisterende kreditorer måtte ta over eierskapet av selskapet gjennom gjeldskonvertering.<sup>148</sup> Eierskap i SMB er generelt mindre attraktivt for kreditorene av flere grunner. Ved siden av hovedstolen, er kreditorenes interesse overfor selskapet gjerne rentegevinsten. Aksjene i SMB er som regel tyngre omsettelige enn aksjene i børsnoterte selskaper, slik at realiseringen av en eventuell gevinst ved eierskap i SMB ikke er kurant.<sup>149</sup> Dessuten er utnyttelse av de opprinnelige eiernes goodwill også i kreditorenes interesse, i den utstrekning kreditorene tar del i rekonstruksjonsoverskuddet.

Det er imidlertid ingen automatikk i at aksjonærene tilfører SMB verdi ved sin goodwill. På samme måte som en aksjonærs gode navn og rykte kan være avgjørende for selskapets kundebase, kan en eier med dårlig omdømme virke nedkjølende på selskapets omsetning ved for eksempel å hindre virksomhetens potensielle verdiutnyttelse av en god forretningsidé. Forhold ved eieren kan dessuten være hele eller deler av årsaken til at selskapet har havnet i økonomiske vanskeligheter og er under rekonstruksjon. Regelen om at aksjonærer kan beholde sine rettigheter før kreditorene gis full dekning, vil kunne gi aksjonærer som *ikke* tilfører selskapet verdi gjennom sin goodwill en ubegrunnet fordel: Disse fortjener heller ikke ut fra en rettferdighetstanke å ta del i rekonstruksjonsoverskuddet.

For at unntaket ikke skal ramme utilsiktede tilfeller, kan det være nærliggende å la aksjonærene som et utgangspunkt være omfattet av APR, og åpne for unntak for dem etter den skjønnsmessige unntaksadgangen etter annet ledd.<sup>150</sup> Nederland har lagt til grunn en slik løsning ved sin gjennomføring av prioritetsregelen.<sup>151</sup> I så fall kan man argumentere for at det som regel er *nødvendig* og *rimelig* å la aksjonærer som i det konkrete tilfellet tilfører virksomheten verdi gjennom sin goodwill, beholde eierandeler. Motsatt vil det ikke være nødvendig eller rimelig å la aksjonærer som ikke tilfører selskapet slike verdier beholde sine eierandeler. Ulempen med en slik regulering er at det vil være vanskelig å konkret fastlegge i hvilken utstrekning aksjonærene tilfører selskapet verdier med sin goodwill. Dessuten vil retten alltid måtte ta stilling til om de skjønnsmessige vilkårene er oppfylt, og departementet hevder med rette at dette vil være en "noe tungvint løsning".<sup>152</sup>

En annen innvending mot et absolutt unntak for aksjonærene er at løsningen særlig hensyntar SMB, selv om reglene for klasseinndeling og cross-class cram-down er mest praktiske for store selskaper.<sup>153</sup> For store bedrifter gjør ikke flere av de overnevnte hensynene seg gjeldende.

---

<sup>148</sup> Nye investorer kan også komme på eiersiden.

<sup>149</sup> Gjeldskonvertering er mer aktuelt når skyldneren er et børsnotert selskap.

<sup>150</sup> Se punkt 4.5 om den skjønnsmessige unntaksadgangen.

<sup>151</sup> *Wet Homologie Onderhands Akkoord* (Whoa). Artikkel 384 lid 4, sub b.

<sup>152</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

<sup>153</sup> Se punkt 2.3.2.

Kreditorene vil generelt være mer interesserte i eierskap gjennom gjeldskonvertering i børsnoterte selskaper. Verdien av aksjonærenes goodwill er også som regel svært begrenset eller ikke-eksisterende i de største selskapene, slik at det ikke er i de berørte aktørenes kollektive interesser å la aksjonærene beholde mer av rekonstruksjonsoverskuddet enn sin prioritet tilsier.

#### 4.4.2 Vil unntaket for aksjonærer åpne for misbruk av rekonstruksjonsinstituttet?

Finans Norge fremholder i sitt høringssvar fra 2024 at eksklusjonen av aksjonærene fra APR er problematisk fordi den rokker ved det grunnleggende selskapsrettslige prinsippet om at selskapskreditorene har fortrinnsrett på selskapskapitalen.<sup>154</sup> Ved å la aksjonærer beholde en del av rekonstruksjonsoverskuddet før kreditorene gis full dekning, åpner den modifiserte prioritetsregelen i praksis for at selskap under rekonstruksjon allokere verdier fra kreditorene til aksjonærene. Tilsvarende kritikk har blitt rettet mot direktivets regel om relativ prioritet.<sup>155</sup>

Det kan anføres gode grunner for at prioritetsregelen ved cross-class cram-down bør harmonere med selskapsrettslige prinsipper, selv om de to regelsettene tar sikte på å regulere selskapets formuesforhold under ulike økonomiske forutsetninger. For det første vil en regel som tillater at aksjonærene får bevare sine eierinteresser kunne uthule den aksjerettslige ansvarsbegrensningens disiplinerende funksjon. Ved at aksjonærene bærer det økonomiske ansvaret ved å være de siste til å få dekning ved konkurs (og ved rekonstruksjon med et unntaksløst APR-regime), har de en egeninteresse i å drive økonomisk ansvarlig virksomhet. Sammenholdt med de lempelige vilkårene for åpning av rekonstruksjonsforhandlinger, vil den foreslåtte regelen i teorien åpne for aksjonærenes spekulasjon i risikofylt drift av selskapet, og tidlig åpning av rekonstruksjonsforhandlinger for å dele et eventuelt tap med kreditorene.<sup>156</sup> I retur tildeles aksjonærene en tilsvarende andel av rekonstruksjonsoverskuddet.

For det første vil konkurstesten begrense verdiene som kan allokere fra kreditorene til aksjonærene. Hvor store verdier som kan fordeles innenfor konkurstestens rammer, beror som kjent på størrelsen av rekonstruksjonsoverskuddet. Et selskap som åpner rekonstruksjon på et tidlig tidspunkt, vil som hovedregel ha større verdier i behold, slik at det gjenstår mer å fordele utenfor konkurstestens rammer. I slike tilfeller vil derfor den ovennevnte kritikken være bedre begrunnet enn når selskapet er insolvent.

Misbruk gjennom tidlig åpning av rekonstruksjonsforhandlinger for å skyve tap over på kreditorene vil kunne fanges opp av andre vilkår for stadfestelse. Retten kan etter de foreslåtte

---

<sup>154</sup> Finans Norge (2024) s. 6.

<sup>155</sup> Tilsvarende kritikk er rettet mot direktivets relative prioritetsregel etter art. 11 nr. 1 bokstav c). Se Seymour (2019) s. 35. og de Weijts (2019).

<sup>156</sup> Se punkt 2.2.1 om vilkårene for åpning av rekonstruksjonsforhandling.

reglene nekte å stadfeste akkordforslaget om stadfestelse "vil virke støtende".<sup>157</sup> Ordlyden "støtende" leder tanken til noe som strider mot rett og moral. Vilkåret bygger på rekonstruksjonsloven § 49 nr. 1. I rekonstruksjonslovens forarbeider fremholdes det at vilkåret særlig tar sikte på å ramme misbruk av regelverket, og at det vil kunne ramme nettopp tilfeller av aksjonærenes misbruk gjennom tidlig åpning av rekonstruksjonsforhandlinger for å begrense eget tap.<sup>158</sup> Tilfellet illustrerer derfor at sikkerhetsventilen mot rekonstruksjonsforslag som kan virke støtende kan ha selvstendig betydning for rettens kontroll med rekonstruksjonsoverskuddet.

## 4.5 Det skjønsmessige unntaket fra regelen om absolutt prioritet

### 4.5.1 Unntakets ordlyd og begrunnelse

Ved siden av unntaket for aksjonærene, oppstilles det en skjønsmessig unntaksadgang fra APR. Den skjønsmessige unntaksadgangen følger av § g annet ledd første punktum:

"Det kan gjøres unntak fra vilkårene i første ledd nr. 2 i den utstrekning det anses nødvendig eller rimelig for å nå målene med rekonstruksjonsforslaget og forslaget ikke urimelig skader de berørte partenes rettigheter eller interesser."

Ved at det kan gjøres unntak fra "vilkårene" i første ledd nr. 2, åpner bestemmelsen for at retten unntaksvis kan stadfeste akkordforslag som ikke oppfyller likebehandlingskravet eller kravet om full dekning for dissenterende klasser av høyere prioritet.<sup>159</sup> Ordlyden "nødvendig og rimelig" og "ikke urimelig skader (...)" legger opp til en skjønsmessig vurdering av om slik unntak skal tillates. Unntakets nødvendighet og rimelighet må vurderes konkret, i lys av rekonstruksjonsplanens formål. I Høringsnotat 2023 § 46 fjerde ledd tredje punktum foreslo departementet at unntak kun skulle tillates i "særlige tilfeller", og at adgangen til å gjøre unntak skulle være snever. Kravet om "særlige tilfeller" er fjernet i Høringsnotat 2024, og det kan antas at departementet etter en fornyet vurdering legger til grunn en lempeligere terskel for å gjøre unntak.

Pantesikrede fordringshavere er ikke omfattet av unntaket, slik at likebehandlingskravet og kravet om full dekning gjelder unntaksfritt for disse ved cross-class cram-down.<sup>160</sup> Så lenge det er midler til dekning for fordringshavere i klasser av lavere prioritet, krever delvis dekning til klasser av pantesikrede fordringshavere disses samtykke. Akkorden kan bare forskjellsbehandle pantesikrede fordringshaverne når disse samtykker. Unntaksfriheten for pantesikrede

<sup>157</sup> Høringsnotat 2023 § 52 første ledd nr. 1.

<sup>158</sup> Prop. 75 L (2019-2020) s. 18-19.

<sup>159</sup> Det er også i Høringsnotat 2023 på side 102 lagt til grunn at unntaksadgangen gjelder for begge kravene.

<sup>160</sup> Høringsnotat 2024 § g annet ledd annet punktum.

fordringshavere gir disse et sterkt vern, på bekostning av mulighetene for en fleksibel fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet.<sup>161</sup>

Unntaket må forstås som en erkjennelse av at et unntaksløst APR-regime ikke vil gi den fleksibiliteten som kreves for å sikre flest mulig vellykkede rekonstruksjoner. Departementet uttaler noe forenklet at "I en rekonstruksjon kan det være behov for å gi enkelte fordringshavere en bedre løsning enn andre fordringshavere".<sup>162</sup> Det tilsier at man i visse tilfeller bør kunne fravike den faste betalingsrekkefølgen som APR legger opp til, for å sikre en fleksibel og tilpasset fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet. Ettersom unntaket ikke gjelder for pantesikrede fordringshavere, og aksjonærene holdes utenfor regelen om APR i sin helhet, vil unntak fra APR etter § g annet ledd første punktum kun få praktisk betydning mellom klasser av usikrede fordringshavere.<sup>163</sup> Det vil derfor i praksis ofte kun være aktuelt å gjøre unntak fra likebehandlingskravet.

#### 4.5.2 Nødvendig eller rimelig for å nå målene med rekonstruksjonsforslaget

Vurderingen av hva som må anses "nødvendig eller rimelig" må foretas med utgangspunkt i hva det konkrete rekonstruksjonsforslaget går ut på. Som regel vil et underliggende formål være videre drift og bevaring av verdier i et going concern. Departementet uttaler at "unntaksadgangen der dette antas nødvendig, samsvarer med direktivets regler, mens en eventuell unntaksadgang også der det anses rimelig, vil gå noe lengre".<sup>164</sup>

I tillegg til å anses nødvendig eller rimelig, må et unntak fra APR "ikke urimelig skade" de berørte aktørenes interesser. Ordlyden åpner for en helhetsvurdering hvor man kan hensynta de samlede virkningene av akkordforslaget for en eller flere berørte aktører. Departementet presiserer ikke det nærmere innholdet i vilkåret. Det er naturlig å forstå vilkåret som en sikkerhetsventil, hvoretter retten ikke kan stadfeste akkordforslag som samlet sett har urimelige virkninger overfor en eller flere berørte aktører. Et naturlig sammenlikningsgrunnlag kan være fordringshaverens forventede stilling ved konkurs.<sup>165</sup>

Forskjellsbehandling av fordringshavere begrunnet i hva som anses *nødvendig eller rimelig*, bygger på et premiss om at noen fordringshavere spiller en viktigere rolle for virksomhetens

---

<sup>161</sup> Dette drøftes nærmere i punkt 4.6.3.

<sup>162</sup> Høringsnotat 2024 s. 33.

<sup>163</sup> Pantesikrede fordringshavere deltar i klasser av usikrede fordringshavere for delen av pantekravet som eventuelt overstiger panteretten, jf. høringsnotat 2024 § d siste punktum.

<sup>164</sup> Høringsnotat 2023 s. 102, sml. direktivet art. 11 nr. 2.

<sup>165</sup> I så fall gir vilkåret et parallelt vern ved siden av konkurstesten for dissenterende fordringshavere.

drift og verdiskapning enn andre. Det kan for eksempel være nødvendig å gi kunder bedre dekning enn andre usikrede fordringshavere for å sikre virksomhetens kundegrunnlag.<sup>166</sup>

Departementet fremholder at unntaket etter omstendighetene blant annet vil åpne for en differensiering mellom "driftskritiske fordringshavere og andre".<sup>167</sup> Det kan etter omstendighetene være nødvendig å holde usikrede driftskritiske leverandører uberørt av planen, eller gi dem bedre dekning enn øvrige klasser av usikrede fordringshavere.<sup>168</sup> Direktivets unntaksadgang er også utformet med særlig hensyn til driftskritiske fordringshavere.<sup>169</sup> Hvorvidt en fordringshaver skal regnes som driftskritisk, må avgjøres konkret, og i lys av virksomhetens art. Verken departementet eller direktivet gir generell veiledning om hva som skal til for at en fordringshaver skal anses som driftskritisk.

Adgangen til å gjøre unntak for driftskritiske leverandører etter høringsnotatene og direktivet, er inspirert av læren om *critical vendors* etter amerikansk rett. Vilkårene for å få status som critical vendor under rekonstruksjon er strenge etter amerikansk rett, og ble etablert i prejudikatet *Kmart Corp.*<sup>170</sup> Dommen oppstiller to hovedvilkår. For det første må selskapet bevise at leverandørens ytelser ville opphørt uten kontant oppgjør av nåværende gjeld. For det andre må selskapet bevise at dekning av leverandørens krav vil gi en nettogevinst for de øvrige kreditorer. Dekning av leverandørens krav vil gi de øvrige aktørene en gevinst når slik dekning er en nødvendig forutsetning for selskapets videre drift, og de øvrige aktørene gjennom sin andel av rekonstruksjonsoverskuddet får bedre dekning enn ved konkurs.

For å illustrere et tilfelle hvor unntaket etter § g annet ledd kan få anvendelse til fordel for en driftskritisk leverandør, ser vi for oss et produksjonsselskap under rekonstruksjon med følgende kreditorer: Klasse 1 av pantesikrede fordringshavere (bank med pant i maskinpark, sikret for 80% av kravet, tilsvarende 60 MNOK sikret gjeld), klasse 2 av usikrede kreditorer (diverse leverandører med krav på 30 MNOK, i tillegg til banken for sin usikrede del av kravet, på 15 MNOK). Aksjonærene deltar i klasse 3. Utenfor klassingen har produksjonsselskapet en råvareleverandør med utestående fordringer på totalt 5 MNOK. Fordringshavere som ikke berøres av akkorden deltar ikke i klasser, og stemmer heller ikke over akkordforslaget, jf. Høringsnotat 2024 henholdsvis §§ d og c.

Selskapets eiendeler er verdt 100 MNOK ved going concern, og 70 MNOK ved likvidasjon.

---

<sup>166</sup> Høringsnotat 2024 s. 34.

<sup>167</sup> Høringsnotat 2023 s. 102 og Høringsnotat 2024 s. 34.

<sup>168</sup> Høringsnotat 2024 s. 34.

<sup>169</sup> Paulus (2019) s. 189, hvor det vises til behovet for å kunne forskjellsbehandle "essential suppliers".

<sup>170</sup> *Kmart Corp.*, 359 F.3d 866 (7th Cir. 2004).

Akkordforslaget tilbyr klassen med den pantsikrede banken full dekning for den sikrede delen av sitt krav (dividende for 55 MNOK og gjeldskonvertering for 10 MNOK), da dette ikke er gjenstand for unntak fra APR etter § g annet ledd annet punktum. Klasse 2 tilbys dividende for 40 % av sine krav (18 MNOK), og aksjonærene i klasse 3 får sine eierandeler utvannet ved gjeldskonverteringen. Den driftskritiske råvareleverandøren holdes uberørt av akkorden, og får dermed fullt oppgjør for sine fordringer. Klasse 1 og 3 vedtar forslaget, og klasse 2 stemmer mot.

Løsningen etter akkordforslaget bryter ved første øyekast med APR ved at klasse 2 av usikrede fordringshavere behandles dårligere enn den driftskritiske råvareleverandøren.<sup>171</sup> Leverandøren av råvarer tildeles en større andel av rekonstruksjonsoverskuddet enn prioritetsreglene i utgangspunktet tilsier. Forskjellsbehandlingen kan imidlertid godtas etter unntaket i annet ledd. Full dekning av råvareleverandørens historiske og løpende krav er en nødvendig forutsetning for fortsatt tilgang på råvarer og videre drift.<sup>172</sup> Forskjellsbehandlingen er rimelig overfor klasse 2, da disse uansett ikke ville fått dekning ved konkurs. Det er heller ingenting som tilsier at forslaget urimelig skader de berørte aktørenes interesser.

En akkord som gir driftskritiske fordringshavere bedre og tidligere dekning enn andre fordringshavere av samme eller lavere prioritet, er presumtivt i alle de berørte aktørenes interesse. Tidlig og full dekning til leverandører av kritiske ytelser kan være en nødvendig forutsetning for selskapets drift etter rekonstruksjon. Det reelle alternativet til tilstrekkelig dekning til driftskritiske kreditorer vil derfor i mange tilfeller være konkurs. Unntaket er dypest sett begrunnet i hensynet til de kollektive interessene i å bevare verdiene i et going concern.

Adgangen til å forskjellsbehandle driftskritiske leverandører kan gi uønskede insitamenter. Fordringshavere vil kunne tjene på å "gjøre seg" driftskritiske når selskapets økonomi forverres og rekonstruksjon fremstår nærliggende, slik at det oppstår en konkurranse blant de usikrede kreditorene om å få status som driftskritiske. Leverandører kan posisjonere seg strategisk ved å bevisst søke å bli eneleverandør av kritiske ytelser. Slik vil unntaket for driftskritiske leverandører belønne markedsmakt og monopol. Når rekonstruksjonsforhandlinger åpnes, kan fordringshavere true med å stanse leveranser selv om de ellers ville fortsatt av økonomiske grunner. Slike insitamenter kan avdempes ved at det stilles strenge krav om at leverandøren *reelt sett* er driftskritisk, slik som etter Kmart-dommen. Dessuten vil de nevnte forholdene

---

<sup>171</sup> Fordringshavere i den dissenterende klassen skal også sammenliknes med fordringshavere som holdes uberørt av planen, jf. Høringsnotat 2024 s. 33.

<sup>172</sup> Det legges til grunn at råvareleverandøren er den eneste kjente tilbyderer av de etterspurte råvarene, og at denne derfor må anses for å være driftskritisk.

kunne fanges opp av helhetsvurderingen etter urimelighetsvilkåret, som også illustrerer at vilkåret kan ha en selvstendig praktisk betydning.

En annen innvending mot adgangen til å favorisere driftskritiske leverandører, er at ordningen vil legge opp til en forskjellsbehandling av bransjer som kan fremstå urettferdig og uforklarlig i et samfunnsmessig perspektiv. Leverandører av energi, spesialiserte IT-tjenester og råvarer vil nødvendigvis oftere anses som driftskritiske enn leverandører av typisk generiske ytelser, som renholdstjenester og kontorrekvisita. En slik systematisk forskjellsbehandling korrelerer ikke nødvendigvis med den allmenne oppfatningen av bransjenes samfunnsnytte. Historiske kreditorer som banker og finansinstitusjoner vil som regel ikke kunne anses som driftskritiske. Disse vil imidlertid gjerne ha pant i selskapets eiendeler, slik at de uansett ikke er omfattet av unntaket fra APR.

Adgangen til å forskjellsbehandle driftskritiske kreditorer har en side til adgangen til å stifte pant i selskapets eiendeler med superprioritet for kreditorer som skyter inn frisk egenkapital.<sup>173</sup> Begge regler har til hensikt å sikre den nødvendige likviditet for å holde selskapets drift i gang. En viktig praktisk forskjell er at reglene om pant med superprioritet gjelder for finansiering av selskapets drift under rekonstruksjonsforhandlingene, mens unntaket for driftskritiske leverandører gjelder for selskapets virksomhet etter rekonstruksjonsforhandlingene er avsluttet. Skjæringstidspunktet vil være stadfestelsen av akkorden.<sup>174</sup>

## 4.6 Et praktisk blikk på regelen om absolutt prioritet

### 4.6.1 Forholdet mellom vernet etter konkurstesten og regelen om absolutt prioritet

Konkurstesten og APR gir i noen tilfeller dissenterende fordringshavere et parallelt vern ved cross-class cram-down. En fordringshaver som selv har stemt mot akkorden, og hvis klasse ikke oppfyller det klasseinterne flertallskravet, vil både kunne påberope seg konkurstesten og være beskyttet ved APR. Begge reglene tjener som selvstendig grunnlag for at retten kan nekte stadfestelse av akkorden. Det er derfor ikke et krav at akkorden er i strid med begge reglene for å nekte stadfestelse. Motsetningsvis vil ikke konformitet med kravene etter én av reglene kunne rettfærdiggjøre strid med den andre.

Det materielle aspektet ved de to reglene har visse fellestrekk. Begge reglene tar utgangspunkt i forholdene ved konkurs. Det er derfor tatt til orde for at konkurstesten har en begrenset selvstendig funksjon ved siden av APR.<sup>175</sup> De to reglene gir imidlertid et kvalitativt ulikt vern ved at konkurstesten gir et verdimessig vern, og APR stiller krav til betalingsrekkefølgen av

<sup>173</sup> Rekonstruksjonsloven § 19 og høringsnotat 2023 § 20.

<sup>174</sup> Høringsnotat 2023 § 59 c første ledd nr. 2.

<sup>175</sup> Krohn (2020) s. 15-16.

kreditorklassene. Som vi også har sett, vil vernet etter konkurstesten ofte basere seg på salgsverdien av selskapets eiendeler, mens APR som hovedregel tar utgangspunkt i virksomhetens verdi ved going concern. Det vil derfor etter omstendighetene oppstå et spenningsforhold mellom vernet som de to reglene gir.

Retten kan innenfor konkurstestens handlingsrom tvinge en pantesikret fordringshaver til å ta tap innenfor den reelt sikrede delen av kravet sitt, og dermed til å frasi seg en tilsvarende andel av rekonstruksjonsoverskuddet. Hvis akkordforslaget samtidig går ut på å gi usikrede kreditorer dividende, og klassen med den pantesikrede fordringshaveren ikke stemmer for å vedta akkorden, vil retten måtte nekte stadfestelse av den, under henvisning til at den pantesikrede fordringshaveren ikke gis full dekning for sitt krav før klassen av usikrede kreditorer tilbys dividende. Det teoretiske spenningsforholdet mellom vernet etter konkurstesten og APR kan illustreres med et forenklet eksempel:

Verftet AS er under rekonstruksjon. Selskapets verdi som going concern er 100 MNOK, og ved likvidasjon 75 MNOK. Bank A har et pantesikret krav på 50 MNOK i Verftets kranpark. Kranparken er verdsatt til 50 MNOK ved going concern og 35 MNOK ved likvidasjon. Bank B har et pantesikret krav på 40 MNOK i verftstomten. Verftstomten er verdsatt til 40 MNOK ved going concern og 40 MNOK ved likvidasjon. Diverse usikrede kreditorer har fordringer på til sammen 10 MNOK. Bank A deltar i klasse 1, og tilbys etter akkorden 40 MNOK. Bank B deltar i klasse 2 og tilbys 40 MNOK. De usikrede kreditorene deltar i klasse 3 og tilbys en dividende på 10 %, tilsvarende 1 MNOK. Aksjonærene deltar i klasse 4.

Klasse 2, 3 og 4 stemmer for akkordforslaget.<sup>176</sup> Klasse 1 stemmer mot forslaget, og Bank A påberoper seg konkurstesten. Retten finner at akkorden tilbyr Bank A en bedre løsning enn sin forventede dekning ved konkurs, slik at konkurstesten ikke gir grunnlag for å nekte stadfestelse av akkorden. Retten prøver ex officio om akkorden oppfyller kravene etter APR, og finner at akkorden bryter med APR på to punkter: (1) Bank A har krav på å bli likebehandlet med Bank B i klasse 2, og Bank A har krav på full dekning før klasse 3 får dekning.<sup>177</sup> Retten nekter stadfestelse av akkorden ettersom den er i strid med APR.

Den praktiske konsekvensen av at retten nekter stadfestelse vil som regel være konkurs. Ut fra en forutsetning om at aktørene handler økonomisk rasjonelt, vil Bank A ha en oppfordring til å

---

<sup>176</sup> Og oppfyller dermed flertallskravene for cross-class cram-down etter Høringsnotat 2024 § f.

<sup>177</sup> Det kan ikke gjøres unntak fra likebehandlingskravet etter APR for pantesikrede fordringshavere, jf. Høringsnotat 2024 § g annet ledd annet punktum. Det legges til grunn at det er i aktørenes felles interesse at de tilbys ulik løsning, jf. § b tredje ledd.

samtykke til akkordforslaget, når det først foreligger: Selv om akkorden strider med APR, vil den stille Bank A bedre enn ved konkurs.

#### 4.6.2 Forhandlingsmakt og holdout-posisjoner

Det er ikke sikkert aktørene vil fremforhandle et akkordforslag som risikerer å blokkeres av en klasse under henvisning til konkurstesten eller APR. Selv om skyldneren i utgangspunktet utarbeider akkordforslaget, vil det under rekonstruksjonsforhandlingene være løpende kommunikasjon mellom skyldneren, rekonstruktøren og kreditorene, i den hensikt å fremforhandle et rekonstruksjonsforslag som de berørte aktørene vil samtykke til, og som eventuelt vil kunne stadfestes.<sup>178</sup> Konkurstesten og APR vil i praksis utgjøre et viktig bakteppe for disse forhandlingene, og det er derfor nødvendig med en pragmatisk og forhandlingsrettet tilnærming til de to reglene.

Eksempelet er egnet til å illustrere hvordan APR vil kunne gi klasser av høyere prioritet stor forhandlingsmakt under rekonstruksjonsforhandlingene. Bank A er etter det ovennevnte eksempelet i en *holdout-posisjon*, da bankens manglende samtykke til akkordforslaget kan lede til konkurs. Under forhandlingene kan, og kanskje bør, Bank A derfor kreve full dekning etter akkorden, under henvisning til APR. Rekonstruksjonsoverskuddet vil gå tapt ved konkurs, og det er presumtivt i alle berørte aktørers interesse å fremforhandle et akkordforslag som Bank A vil samtykke til, og som retten ikke kan nekte stadfestelse av. Samtidig kan de øvrige aktørene spekulere i at Bank A i et økonomisk rasjonelt perspektiv vil stemme for akkorden i eksempelet selv om banken ikke gis full dekning, ettersom alternativet fort vil være konkurs. Aktørenes incitament til å spekulere i en slik løsning vil være å tildeles en større andel av rekonstruksjonsoverskuddet, på bekostning av Bank A. Forutsetningen er at Bank A vedtar akkorden. Bank A vil på sin side kunne vurdere å stemme mot akkorden, og spekulere i at tiltredelse og en alternativ realisasjon av panteobjektet vil gi bedre dekning enn både konkursoverskuddet og løsningen etter akkorden.

Forhandlingsmakten som APR gir pantesikrede fordringshavere, har fordeler og ulemper. På den ene siden gir den aktørene klare rammer og forutsetninger for forhandlingene. Samtidig gir den rigide betalingsrekkefølgen etter APR opphav til uønskede holdout-posisjoner. Holdout-posisjonen til Bank A er uønsket fordi den i praksis gir Bank A vetorett til å overkjøre en løsning som gagnar alle parter: Banken kan fremholde "gi meg full dekning, ellers stemmer jeg mot forslaget med den virkning at retten ikke kan stadfeste akkorden". Enkelte fordringshavers vetorett over fellesskapets interesser gir lite forhandlingsrom for fleksible fordelinger av rekonstruksjonsoverskuddet.

---

<sup>178</sup> Høringsnotat 2023 §§ 23-29.

#### 4.6.3 Refleksjoner rundt pantesikrede fordringshaveres unntaksfrihet

De foreslåtte reglene åpner for en viss grad av fleksibilitet overfor usikrede kreditorer og aksjonærer, men i langt mindre grad overfor pantesikrede fordringshavere. Regelen gir en skjønsmessig unntaksadgang til å fordele rekonstruksjonsoverskuddet fleksibelt blant de usikrede kreditorene. Aksjonærene kan beholde eierinteresser innenfor de praktiske rammene av konkurstesten. Etersom det ikke kan gjøres unntak fra kravet om full dekning for de pantesikrede fordringshavere, vil disse som et utgangspunkt ikke kunne tvinges til dele "sin" andel av rekonstruksjonsoverskuddet, som illustrert ved eksempelet over. Det kan derfor stilles spørsmål ved om cross-class cram-down basert på APR gir den etterspurte fleksibiliteten til å berøre pantesikrede fordringshavere.

Et formål med å åpne for at pantesikrede fordringshavere kan berøres ved cross-class cram-down, er at disse etter omstendigheten må dele av sin andel av rekonstruksjonsoverskuddet for at selskapet skal få tilstrekkelig likviditet til å videreføre driften.<sup>179</sup> Pantets kredittskapende effekt og den vide pantsettelsesadgangen etter panteloven innebærer at store deler av et selskaps aktiva ofte vil være pantsatt. Selskaper som har økonomiske problemer, har dessuten en oppfordring til å pantsette eiendelene sine for å få tilgang på likviditet. I rekonstruksjon av selskap hvor de fleste eiendeler er pantsatt, vil pantesikrede fordringshavere tildeles store deler av det totale rekonstruksjonsoverskuddet om disse ikke må ta tap.

Pantesikrede fordringshaveres andel av rekonstruksjonsoverskuddet vil som en praktisk hovedregel kunne begrenses når disse samtykker til dette. Tilfellene hvor en pantesikret fordringshaver i en dissenterende klasse ikke kan kreve full dekning under henvisning til APR, vil i praksis være få. For eksempel vil ikke en pantesikret fordringshaver ha krav på full dekning om det ikke er midler til dekning av krav i klasser av lavere prioritet. Ved cross-class cram-down vil pantesikrede fordringshavere i dissenterende klasser i praksis kunne berøres innenfor kravet om *full dekning*. I kravet om full dekning ligger som kjent et krav om en økonomisk ekvivalent, som i praksis vil berettige pantesikrede fordringshavere til en like stor andel av rekonstruksjonsoverskuddet.

Sett bort fra behovet for muligheten til å påtvinge pantesikrede fordringshavere tap, kan det argumenteres for at det er rimelig at pantesikrede fordringshavere får beholde en større forholdsmessig andel av rekonstruksjonsoverskuddet enn de øvrige aktørene.<sup>180</sup> En rekonstruksjon bygger på troen om at det rekonstruerte selskapet vil kunne drives lønnsomt i fremtiden. Det er imidlertid ikke uvanlig at også rekonstruerte selskaper går konkurs. Ved konkurs tapes

---

<sup>179</sup> Konkursrådet (2024) s. 1-2.

<sup>180</sup> Krohn (2020) s. 16.

merverdien ved et going concern, og kreditorene må dele på likvidasjonsverdien etter sin prioritet. Kreditorene som er berettiget til dekning ved konkurs bør også være berettiget til å tildeles en større andel rekonstruksjonsoverskuddet.<sup>181</sup>

#### 4.7 Har vilkåret om at rekonstruksjonsforslaget må være *rimelig og rettferdig* en selvstendig betydning ved cross-class cram-down?

Etter Høringsnotat 2023 § 52 første ledd nr.1 *kan* retten nekte stadfestelse av akkorden hvis den vil virke støtende, eller ikke fremstår "rimelig og rettferdig" ovenfor de berørte aktørene. Retten kan på eget initiativ prøve vilkåret, og vil etter ordlyden utøve et skjønn i spørsmålet om hvorvidt stadfestelse skal nektes. Regelen verner enhver dissenterende fordringshaver, ikke bare ved cross-class cram-down.

Ordlyden "rimelig og rettferdig" tilsier at retten må foreta en helhetsvurdering av akkordens virkninger for de som er bundet av den. Det presiseres at det i vurderingen skal hensyntas om akkorden legger opp til en "urimelig forfordeling av fordringshavere".<sup>182</sup> Leif Villars-Dahl peker i sin utredning på at vilkåret om "rimelig og rettferdig" er hentet fra det angloamerikanske kravet til en "fair and equitable" akkord.<sup>183</sup> Bestemmelsen må forstås som en sikkerhetsventil som skal "hindre misbruk og hindre løsninger som urimelig går på bekostning av andre".<sup>184</sup>

Det kan stilles spørsmål ved om vilkåret har selvstendig betydning for fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet, ved siden av konkurstesten og APR. Bestemmelsen viderefører rekonstruksjonsloven § 48 (1), men presiseringen om å særlig hensynta akkordens forfordeling av fordringshavere, er lagt til i de foreslåtte reglene.<sup>185</sup> Leif Villars-Dahl fremholder at retten i vurderingen etter vilkåret "må vurdere om aksjonærene eller kreditorene kommer dårligere ut enn ved konkursbehandling (...) samt om det har skjedd en urimelig forskjellsbehandling av noen som har stemt mot rekonstruksjonsbehandlingen". Det fremstår klart at konkurstesten begrenser vilkårets selvstendige betydning. Det vil i utgangspunktet være vanskelig å tenke seg at en fordringshaver kan stilles *urimelig* når denne uansett ikke kan stilles dårligere enn ved konkurs.

Utenfor rammene av konkurstesten, er vilkårets selvstendige betydning begrenset til om fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet er *urettferdig*. Ved alminnelig vedtakelse uten cross-class cram-down gjelder ingen direkte krav til fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet. Her

---

<sup>181</sup> Krohn (2020) s. 16.

<sup>182</sup> Villars-Dahls enpersonsutredning s. 89.

<sup>183</sup> Ibid.

<sup>184</sup> Ibid.

<sup>185</sup> Formuleringen gjenfinnes i konkursloven § 50 nr. 2 bokstav b), men i en annerledes formulert regel.

vil vilkåret tjene som grunnlag for rettens kontroll med rekonstruksjonsoverskuddet. Det er likevel sannsynlig at akkordforslaget utarbeides med APR som rettesnor, gitt kreditorenes forhandlingsmakt. Slik vil eventuelt APR kunne begrense den praktiske betydningen av vilkåret også utenfor tilfellene av cross-class cram-down.

Ved cross-class cram-down har pantesikrede fordringshavere ubetinget krav på full dekning og å bli likebehandlet etter APR. Hvis et akkordforslag gir pantesikrede fordringshavere full dekning i tråd med APR, men fordelingen etter omstendighetene må anses urettferdig overfor de øvrige aktørene, vil ikke akkorden kunne oppfylle begge kriteriene. Det må legges til grunn at vilkåret etter Høringsnotat 2023 § 52 første ledd nr. 1 ikke kan ramme løsninger som er obligatoriske etter APR.

Det kan gjøres unntak fra APR for usikrede fordringshavere på skjønnsmessige vilkår. Vilkårene gir også her anvisning på en helhetsvurdering, slik at unntak skal gjøres når det er *nødvendig og rimelig*. Siden unntak alltid må være nødvendig og rimelig, vil vilkårene for unntak konsumere det generelle vilkåret om en rettferdig fordeling.

APR kan tillate at aksjonærer får beholde betydelige verdier i et selskap som er insolvent, også i tilfeller hvor aksjonærene ikke tilfører selskapet verdier gjennom sin goodwill. I en slik situasjon vil aksjonærenes kunne tildeles en større andel av rekonstruksjonsoverskuddet enn det som vil oppfattes rettferdig. På dette punktet vil vilkåret om en rimelig og rettferdig fordeling kunne ramme løsninger som godtas etter APR. Som vist over, vil liknende løsninger som tillates av APR også kunne anses som *støtende*.<sup>186</sup>

Etter de foreslåtte reglene, har vilkåret om at akkorden må være rimelig og rettferdig begrenset selvstendig betydning ved cross-class cram-down. Vilkårets begrensede betydning kan tas til inntekt for at konkurstesten og APR stort sett legger til rette for en rimelig og rettferdig fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet ved cross-class cram-down.

---

<sup>186</sup> Se punkt 4.4.2.

## 5 Oppsummering og avsluttende perspektiver

Så lenge vilkåret etter konkurstesten er at en dissenterende fordringshaver *ikke kan stilles dårligere* enn ved konkurs, berettiger ikke konkurstesten fordringshaveren til å ta del i rekonstruksjonsoverskuddet. Konkurstesten åpner samtidig for at retten kan stadfeste en akkord som begrenser den dissenterende fordringshaverens andel av rekonstruksjonsoverskuddet ned til null. Konkurstesten oppstiller rammene som fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet ved cross-class cram-down skjer innenfor.

Konkurstestens vurderingstema vil etter omstendighetene utløse ulike praktiske utfordringer, særlig med hensyn til verdsettelse av selskapets eiendeler. Selskapets eiendeler må verdsettes med virkning for også fordelingen av rekonstruksjonsoverskuddet. Nærmere retningslinjer for verdsettelse av selskapets eiendeler vil kunne dempe konflikter og gi de berørte aktørene større grad av forutsigbarhet.

Den foreslåtte prioritetsregelen legger opp til en klassevis fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet som følger prioritetsreglene ved konkurs. Unntakene fra fordelingsrekkefølgen etter APR har til felles at de kan begrunnes i de berørte aktørenes kollektive interesser i rekonstruksjonsoverskuddet. Rekonstruksjon er dypest sett et samarbeid gjennom fordeling av tap og verdier, og et vellykket samarbeid krever fleksibilitet. Unntakene fra APR sikrer fleksibilitet overfor usikrede kreditorer og aksjonærene, selv om unntakene også kan ramme tilfeller utenfor sin begrunnelse.

Reglene legger ikke opp til den samme graden av fleksibilitet overfor pantesikrede fordringshavere. Dette må imidlertid ses på bakgrunn av pantesikrede fordringshaveres tradisjonelt sterke vern i norsk rett. Ytterligere fleksibilitet til å berøre pantesikrede fordringshavere ved cross-class cram-down vil representere et stort brudd med pantesikrede fordringshavere tradisjonelle vern, og krever gode grunner.

De øvrige vilkårene for rettens kontroll med rekonstruksjonsoverskuddet har en begrenset selvstendig betydning ved siden av konkurstesten og APR. Det gir en indikasjon om at konkurstesten og APR samlet legger opp til en rimelig og hensiktsmessig fordeling av rekonstruksjonsoverskuddet ved cross-class cram-down.

## Litteraturliste

### Litteratur

- Andenæs* (2009) Andenæs, Mads Henry. Konkurs. 3. utg., Oslo: M.H. Andenæs, 2009.
- de Weijs* (2019) de Weijs, Roelf Jakob; Jonkers, Aart; Malakotipour, Maryam. "The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing 'Relative Priority' (RPR)". Amsterdam Law School Research Paper No. 10 (2019) <https://ssrn.com/abstract=3350375>, Hentet 20. November 2025.
- EFTA* (2025) EFTA, "Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132 (Directive on restructuring and insolvency): Legal Status" (2022), <https://www.efta.int/eea-lex/32019L1023>, Hentet 25. September 2025.
- Ellingsæter* (2021) Ellingsæter, Sjur Swensen og Marie Meling. "Ny, norsk "chapter 11"-lov skulle hindre unødige konkurser. Hittil har den berget to selskaper". BI Business Review (2021), <https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2021/01/ny-norsk-chapter-11-lov-skulle-hindre-unodige-konkurser.-hittil-har-den-berget-to-selskaper>, Hentet 30. oktober 2025.
- Ellingsæter* (2020a) Ellingsæter, Sjur Swensen. "Kommentar om EUs direktiv om rekonstruksjon og insolvens (direktiv 2019/1023)". Universitetet i Oslo (2020), <https://www.jus.uio.no/forskning/omrader/mic/arrangementer/2020/sjur-ellingseter-presentasjon-aktuell-insolvensrett.pdf>, Hentet 21. november 2025.
- Ellingsæter* (2020b) Ellingsæter, Sjur Swensen og Marie Meling. «Rekonstruksjonslovens muligheter og begrensninger». Tidsskrift for

- forretningsjus. Vol. 22, 1-2 utg. (2020) s. 52–82. (Lest i Juridika.no, bak betalingsmur).
- Huser* (1987) Huser, Kristian. Gjeldsforhandling og konkurs. Bind I. Bergen: Juristinformasjon, 1987.
- Krohn* (2021) Krohn, Axel, "Rethinking priority: The dawn of the relative priority rule and the new "best interests of creditors" test in the European Union". *International Insolvency Review*. Vol 30, (2021) s. 75-95. <https://ssrn.com/abstract=3554349>, Hentet 23. Oktober 2025
- Madaus* (2020) Madaus, Stephan. "Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?" Martin-Luther-University Halle-Wittenberg (2020), <https://ssrn.com/abstract=3827696> , Hentet 15. November 2025.
- Paulus* (2021) Paulus, Christoph G og Reinhard Dammann. *European Preventive Restructuring. Article-by-Article Commentary*. München, Germany: Verlag C.H.Beck oHG, 2021.
- Seymour* (2019) Seymour, Jonathan og Steven L. Schwarcz, "Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment" i *Duke Law School Public Law & Legal Theory*, nr. 84, (2019), [https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6817&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6817&context=faculty_scholarship), Hentet 4. November 2025.
- Skoghøy* (2021) Skoghøy, Jens Edvin A. *Panterett*. 5. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2021.
- Skoghøy* (2023) Skoghøy, Jens Edvin A. *Rett og rettsanvendelse*. 2. utg., Oslo: Universitetsforlaget, 2023.
- SSB* (2025) SSB.no, *Bedrifter* (2025) <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/virksomheter-og-foretak/statistikk/virksomheter>, Hentet 4. desember 2025

Tollenaar (2019) Tollenaar, Nicolaes. *Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework*, Oxford University Press, 2019.

## Nasjonale rettskilder

### Lover

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

1984 Lov 8. juni 1984 nr. 58 om gjeldsforhandling og konkurs (konkursloven).

1984 Lov 8. juni 1984 nr. 59 om fordringshavernes dekningsrett (dekningsloven).

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

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

2020 Midlertidig lov av 7. mai 2020 nr. 38 om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven).

### Forarbeider

NOU 1972: 20 *Gjeldsforhandling og konkurs*. (Brækhus-utvalget).

Ot.prp. nr. 26 (1998–1999) Om lov om endringer i konkurs- og pantelovgivningen m.v.

Villars-Dahl (2016) Villars-Dahl, Leif. *Rekonstruksjon i turbulente tider – dynamiske virkemidler ved økonomiske problemer*. Oslo: 2016.

Prop. 75 L (2019–2020) Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven).

- Justis- og beredskapsde- Justis- og beredskapsdepartementet. *Endringer i konkursloven*  
partementet (2023) *mv. (rekonstruksjon)*. Høringsnotat, 2023.  
[https://www.regjeringen.no/content-  
tassets/61da1e3de3c544fd8b38631327017529/horingsnotat-  
endringer-i-konkursloven-mv.-rekonstruksjon.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/61da1e3de3c544fd8b38631327017529/horingsnotat-endringer-i-konkursloven-mv.-rekonstruksjon.pdf)
- Justis- og beredskapsde- Justis- og beredskapsdepartementet. *Høring - rekonstruksjons-  
partementet (2024) forhandling - enkelte spørsmål om stemmerett, klasseinndeling  
og vedtakelse (sikrede fordringshaveres stiling mv.)*. Høringsno-  
tat, 2024.  
[https://www.regjeringen.no/content-  
tassets/8571c5371e6f44b0afe750034e26922a/horingsnotat-re-  
konstruksjonsforhand-enkelte-sporsmal-om-stemmerett-klasse-  
inndeling-og-vedtakelse-sikrede-fordringshaveres-stilling-  
mv..pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/8571c5371e6f44b0afe750034e26922a/horingsnotat-re-konstruksjonsforhand-enkelte-sporsmal-om-stemmerett-klasse-inndeling-og-vedtakelse-sikrede-fordringshaveres-stilling-mv..pdf)
- Finans Norge (2024) Finans Norge. *Høring – rekonstruksjonsforhandling*. Hørings-  
svar, 2024.  
[https://www.regjeringen.no/content-  
tassets/2c9b036a5fe94a24a2ae9c44d41bc6f6/annen-offentlig-  
etat/finans-norge.pdf?uid=Finans\\_Norge](https://www.regjeringen.no/contentassets/2c9b036a5fe94a24a2ae9c44d41bc6f6/annen-offentlig-etat/finans-norge.pdf?uid=Finans_Norge)
- Konkursrådet (2024) Konkursrådet. *Høringssvar på høring om rekonstruksjonsfor-  
handling - enkelte spørsmål om stemmerett, klasseinndeling og  
vedtakelse (sikrede fordringshaveres stiling mv.)*. Høringssvar,  
2024.  
[https://www.regjeringen.no/content-  
tassets/2c9b036a5fe94a24a2ae9c44d41bc6f6/annen/konkursra-  
det.pdf?uid=Konkursr%C3%A5det](https://www.regjeringen.no/contentassets/2c9b036a5fe94a24a2ae9c44d41bc6f6/annen/konkursra-det.pdf?uid=Konkursr%C3%A5det)
- Prop. 68 L (2024-2025) *Endringer i rekonstruksjonsova (forlenging av tida lova skal  
gjelde)*

Rettspraksis

HR-2020-1760-A

Rt-1997-931

**EU**

Direktiv (EU) 2019 1023 Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC Text with EEA relevance.

Direktiv (EU) 2019/1023 Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications, and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132 (Directive on restructuring and insolvency).

**Utenlandsk rett**Danmark

Forarbeider

Betænkning  
1579/2022

nr. Konkursrådets betænkning nr. 1579/2022 om revision af reglerne om rekonstruktion, herunder implementering af rekonstruktions- og insolvensdirektivet.

Nederland

Lover

2021

Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA).

Tyskland

Lover

2021                      Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen  
für Unternehmen (StaRUG).

USA

Lover

1926                      US Code (Title 11 – Bankruptcy).

Rettspraxis

*Seventh Circuit Decision Kmart Corp.*, 359 F.3d 866 (7th Cir. 2004).

*Court decision from the District of Delaware In re Exide Technologies*, 303 B.R. 48, 59  
(Bankr. D. Del. 2003).